

Der Kunstgriff mit dem Diskontsatz

IMMOBILIEN SCHWEIZ Als Bestandteil von Immobilienfonds müssen Liegenschaften regelmässig bewertet werden. Dabei überlagern sich mehrere Faktoren.

SYLVIA WALTER

So gut wie jeder Arbeitnehmende in der Schweiz ist in Immobilien investiert. Das dürfte nicht allen bewusst sein. Liegenschaften sind ein wichtiger Bestandteil im Portfolio von Schweizer Pensionskassen, sodass jeder Versicherte in der zweiten Säule an der Entwicklung des Immobilienmarkts beteiligt ist. Im Schnitt haben die hiesigen Altersvorsorgeeinrichtungen etwa 24% der ihnen anvertrauten Gelder ins «Betongold» investiert. In den vergangenen zehn Jahren, die mehrheitlich geprägt waren durch extreme Niedrigzinsen, haben auch Immobilienfonds zunehmend an Popularität gewonnen. Immobilienfonds sind indirekte Immobilienanlagen und werden an der Börse gehandelt, womit ihr Kurs dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage unterliegt.

Künftigen Ertrag abzinsen

Schweizer Anleger, seien es private oder institutionelle Investoren, entschieden sich somit auch ganz bewusst dafür, an den Renditen, die mit Liegenschaften erzielt werden können, teilzuhaben. Die Immobilien, die Bestandteil eines Fonds sind, müssen ein Preisschild bekommen und somit bewertet werden. Die Grundlage dieser Bewertung bilden prinzipiell der künftige Wert des Immobilienbesitzes und die erwarteten Mieteinnahmen.

Wenn künftige Zahlungsströme ins Spiel kommen, dann muss ein Diskontfaktor (auch Diskontierungsfaktor) veranschlagt werden, anhand dessen die Zahlungen der Zukunft abgezinst werden – so erhält man den Gegenwartswert des Immobilienbesitzes. Dieser Diskontfaktor bewege sich in den Jahren 2004 bis 2021 in grosser Übereinstimmung mit dem Marktzins (vgl. Grafik 1). Doch in den vergangenen zwei Jahren brach dieser Zusammenhang ab – der Diskontfaktor scheint viel zu niedrig angesetzt zu sein.

Die Fonds sind zu teuer

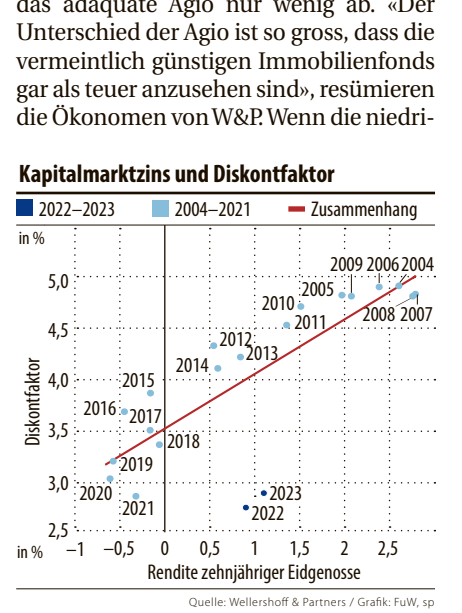
Die Ökonomen von Wellerhoff & Partners (W&P) haben stattdessen einen adäquaten Diskontfaktor (Zins für risikolose Anlagen wie Staatsanleihen + Risikoprämie für das Investment) berechnet und integrieren somit zu einem geschätzten inneren Wert von Immobilien. Immobilienfonds werden mit einem Agio gehandelt, das den Aufpreis auf den inneren Wert resp. den Nettoinventarwert (NAV) der entsprechenden Liegenschaften darstellt.

Wie in Grafik 2 dargestellt, hat sich das Markt-Agio seit 2022 etwa halbiert: Immobilienfonds erscheinen somit noch immer günstig. Setzt man jedoch einen adäquaten Diskontfaktor an, der die Entwicklung der Marktzinsen spiegelt und von den Ökonomen von W&P entsprechend angewendet wurde, ändert sich das Bild klar (schwarze Linie). Auch die Berücksichtigung der Inflation, die sich ebenfalls auf

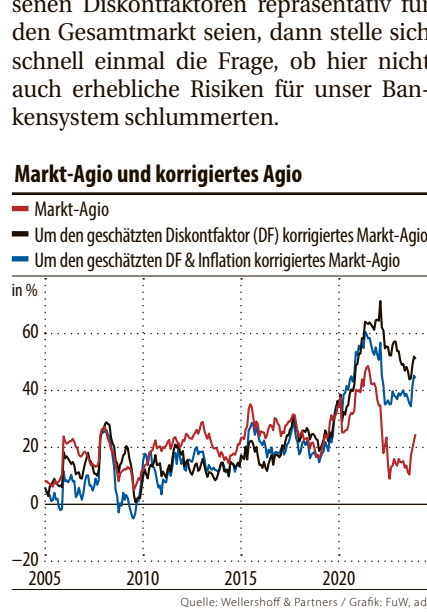


Es ist nicht einfach, Annahmen und Faktoren zu eruieren, die in eine Bewertung fliessen.

Kapitalmarktzins und Diskontfaktor



Markt-Agio und korrigiertes Agio



Was sagt ein Immofondsanbieter dazu?

Martin Bernhard, verantwortlich für die Kommunikation des Immobilienbereichs im Asset Management der Zürcher Kantonalbank, beantwortet die schriftlich gestellten Fragen der FuW. Die Antworten beziehen sich auf die beiden Swisscanto Immobilienfonds der ZKB.

Wie oft werden die in ihren Fonds enthaltenen Immobilien einer Bewertung unterzogen? Die Immobilien werden grundsätzlich einmal jährlich per Stichtag des Geschäftsabschlusses bewertet.

Wer führt die Bewertung durch und wer wählt, nach welchen Kriterien, den Diskontierungsfaktor aus? Die Bewertungen werden durch Finmak-kreditierte, unabhängige Schätzungs-experten durchgeführt, welche auch für die Bestimmung der Diskontierungsfaktoren verantwortlich sind. Dafür nehmen sie meist einen risikofreien Zins als Basis und tätigen

dann Aufschläge für Nutzung, Lage, Bauzustand, Energieerträge, etc. der Liegenschaft. Die Kalibrierung der Bewertungsmodelle (zum Beispiel der Aufschläge) sollte sich so gut wie möglich an den aktuellen Transaktionspreisen für Renditeliegenschaften orientieren.

Variiert der Diskontierungsfaktor je nach Liegenschaft, und von welcher Bandbreite muss man ausgehen? Der Diskontierungsfaktor wird für jede Liegenschaft einzeln je nach Nutzung, Lage, Zustand etc. festgelegt. Wohnliegenschaften und kommerzielle Liegenschaften an guten Lagen haben üblicherweise tiefere Diskontierungsfaktoren.

Wurde der Diskontierungsfaktor seit 2022 angepasst? Die durchschnittlichen Diskontierungsfaktoren sind im Jahr 2023 marktgetrieben gestiegen.

Was sagt ein Immobilienbewerter dazu?

Robert Weinert, Partner und Head of Research bei Wüest Partner, beantwortet die schriftlich gestellten Fragen der FuW. Wüest Partner ist ein unabhängiges Dienstleistungsunternehmen in der Immobilienwirtschaft, das unter anderem auch Bewertungen von Liegenschaften durchführt.

Wie wird der Diskontfaktor bei der Bewertung festgelegt? Hat er sich seit 2022 verändert? Bei der Bestimmung des Diskontierungsfaktors gibt es grundsätzlich drei Ansätze: WACC (Weighted Average Cost of Capital), synthetisch (Zuschlagsmodell) und analytisch (basierend auf den schweizerweiten Transaktionen).

Wir setzen die drei Ansätze ein. Der Fokus liegt dabei auf dem zweiten und dritten Ansatz. Beim synthetischen Ansatz wird der Diskontierungsfaktor basierend auf einem risikofreien Zinssatz (Verfallrenditen von Schweizer Bundesobligationen) und einem

Risikozuschlag abgeleitet (Zuschlagsmodell). Der Risikozuschlag wird durch das Zusammenfügen der typischen Immobilienrisiken hergeleitet. Diese lassen sich einerseits in ein immobilienmarktspezifisches Basisrisiko (Illiquiditätsprämie) und andererseits in ein liegenschaftsspezifisches Risiko unterteilen, welches abhängig ist von der Nutzung, der Makro- und Mikrolage, der Objektqualität sowie der Ertragsicherheit einer Immobilie.

Unser Zuschlagsmodell wird mehrmals jährlich aufgrund aktueller Markttransaktionen überprüft und statistisch neu kalibriert (analytischer Ansatz). Dabei setzen wir unsere Transaktionsdatenbank ein, welche die Daten von effektiv stattgefundenen Transaktionen von Renditeliegenschaften umfasst, um den Diskontierungsfaktor basierend auf der jeweils beobachteten Zahlungsbereitschaft und der dabei zugrundeliegenden Rendite zu adjustieren. Die Zuschläge werden für die jeweiligen Eigenschaften von Liegenschaften differenziert.

Können die Diskontfaktoren verschiedener Immobilienbewerter im Schweizer Markt auch unterschiedlich ausfallen? Ja, das ist möglich, da es keine präzise Wissenschaft ist und sich auch die Discounted-Cashflow-Modelle teilweise geringfügig unterscheiden. Die Risikobereiche werden nicht einheitlich unterteilt. So werden in

«Eine Investition ist nicht ratsam»

INTERVIEW MIT KATJA GISLER Die Deputy CEO von Wellerhoff & Partners rät von Immofonds ab.

Frau Gisler, empfehlen Sie Ihren Kunden aktuell, in Immobilienfonds zu investieren? Nein, das empfehlen wir derzeit unseren Kunden nicht. Das hat zwei Gründe: Wir denken, dass die Immobilien im Wert systematisch überschätzt werden. Sie sehen weniger teuer aus, als sie eigentlich sind. Das hat erstens mit dem Diskontfaktor zu tun, der gemäss unseren Berechnungen den Anstieg der Kapitalmarktzinsen seit 2022 nicht nachvollzogen hat. Der zweite Grund ist, dass wir der Meinung sind, der Schweiz drohe ein Zinsanstieg bei den langen Laufzeiten.

Anhand des Diskontfaktors wird der Gegenwartswert des künftigen Ertrags einer Immobilie – oder auch anderer Vermögenswerte – ermittelt. Wie frei sind die Immobilienbewerter in der Wahl des Diskontsatzes?

«Die Details zur Berechnung des Immobilienwerts sind nicht öffentlich zugänglich.»

In der Regel sind das unabhängige Berater, die die Bewertungen vornehmen. Dabei gibt es verschiedene Arten und Weisen, wie man Diskontfaktoren bestimmen kann. Die Details zu den Berechnungen sind nicht öffentlich zugänglich. Üblicherweise wird von einem Basiszins ausgegangen, also von einem Kapitalmarktzins, auf den dann unter bestimmten Annahmen für die Risiken die entsprechenden Prämien dazugeschlagen werden. Basiszins plus Risikoprämie ergeben somit den Diskontfaktor.

Dann dürften die Faktoren, die bei unterschiedlichen Immobilienfonds ausgewiesen sind, nicht stark voneinander abweichen, oder etwa doch?

Das ist nicht ganz so. Was auffällt, wenn man die Geschäftsberichte studiert, ist, dass die Bandbreiten bei den Diskontfaktoren innerhalb der Portfolios relativ gross sind. Offensichtlich gibt es bei den Immobilienbewertungen nennenswerten Spielraum für diesen Abzinsungsfaktor. Bei der Immobilienbewertung überlagern zudem weitere Faktoren das Bild, wie beispielsweise die Lage oder der Zustand einer Liegenschaft. Ganz losgelöst von allen Makrofaktoren darf der Diskontfaktor sicher nicht angesetzt werden, aber es sind prinzipiell unabhängige Berater, die das entscheiden und die den Spielraum gegebenenfalls ausnutzen.



Zur Person

Katja Gisler (39) ist stellvertretende CEO und Senior-Investment-Strategin bei Wellerhoff & Partners (W&P). Sie promovierte in Economics and Finance an der Universität St. Gallen und ist zertifizierte Financial-Risk-Managerin. Darüber hinaus studierte sie unter anderem in Chapel Hill, Philadelphia und Lausanne Finanzökonomie. Bevor sie die Stelle bei W&P antrat, sammelte sie Erfahrungen in einer Privatbank sowie einer Investmentbank und war zuletzt bei der Swiss-Life-Gruppe im Risikomanagement tätig.

Und die Diskontfaktoren, die bei direkt gehaltenen Immobilien angewendet werden, die sich wiederum zuhauf auf den Bilanzen von Vorsorgeeinrichtungen befinden, sind ähnlich nebulös? Das haben wir nicht unterucht, aber ich denke, dass unsere Beobachtung auch dort ganz ähnlich sein dürfte. Das bedeutet, dass auch bei den direkt gehaltenen Immobilien die Bewertungen einen Anpassungsbedarf haben. Pensionskassen sind übrigens auch vermehrt in Immobilienfonds investiert.

Kann man als potenzieller Anleger die Angaben zum Diskontfaktor dem Fact Sheet des Fondsprodukts entnehmen? Im Fact Sheet wird man die Angaben zu einem Diskontfaktor nicht finden, aber im Jahresbericht sollte dieser enthalten sein. Dem Fact Sheet ist der Nettoinventarwert (NAV) eines Fonds zu entnehmen. Unsere Erwartung wäre eben gewesen, dass der Nettoinventarwert der Fonds sinken würde, weil die Zinsen gestiegen sind. Aber über die meisten Fonds hinweg war der NAV relativ stabil, bei einigen ist er sogar leicht gestiegen. Ungewöhnlich ist auch, dass die Preise der Immobilienfonds trotz Zinsanstieg relativ wenig gefallen sind.

Zur Person

Katja Gisler (39) ist stellvertretende CEO und Senior-Investment-Strategin bei Wellerhoff & Partners (W&P). Sie promovierte in Economics and Finance an der Universität St. Gallen und ist zertifizierte Financial-Risk-Managerin. Darüber hinaus studierte sie unter anderem in Chapel Hill, Philadelphia und Lausanne Finanzökonomie. Bevor sie die Stelle bei W&P antrat, sammelte sie Erfahrungen in einer Privatbank sowie einer Investmentbank und war zuletzt bei der Swiss-Life-Gruppe im Risikomanagement tätig.

Wie ist das zu erklären? Es sind wohl hohe Erwartungen an die weitere Entwicklung des Immobilienmarkts eingepreist. Das mag bei den künftigen Mieteinnahmen durchaus auch vertretbar sein, denn diese hängen auch von der Inflation ab. Dennoch bereitet uns die Diskrepanz zwischen dem Marktwert der Liegenschaften und dem NAV einigermaßen Bauchschmerzen. Der Aufpreis auf Immobilien, das Markt-Agio, ist zu tief und gaukelt einen günstigen Preis der Fonds vor.

«Die langfristigen Zinsen müssten fast einen Prozentpunkt über dem Geldmarktzins liegen.»

Sie haben auch erwähnt, eine Investition in einen Schweizer Immobilienfonds sei jetzt nicht ratsam, weil die Langfristzinsen steigen würden?

Die Zinsstrukturkurve ist invers, das kurzfristige Zinsniveau liegt über dem langfristigen. Wenn man die Vergangenheit anschaut, dann müssten die langfristigen Zinsen aber fast einen Prozentpunkt über dem Geldmarktzins liegen. Bei einem derzeitigen Leitzins von 1,5% und ähnlicher Inflation wie heute müsste die Verfallrendite der zehnjährigen «Eidgenossen» also deutlich über 2% und nicht wie heute unter 1% liegen. Eine derart starke Abweichung vom historischen Verhältnis erscheint uns nicht nachhaltig, weshalb wir davon ausgehen, dass die Langfristzinsen weiter steigen dürften. Dann geraten Immobilienpreise unter Druck.

INTERVIEW: SW

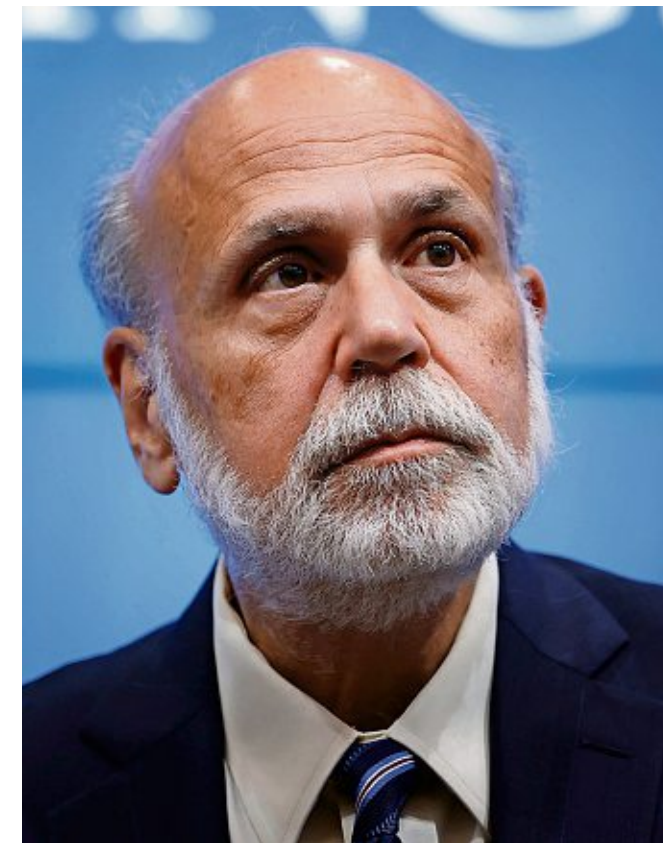
Keine Sorge vor Lohn-Preis-Spirale

URSACHEN DER INFLATION Es gibt nur geringe Anzeichen für eine Lohnübertreibung, die die Inflation anheizen könnte.

ANDRÉ KÜHNLENZ

Sie gehören zu den wichtigen Stimmen unter den Ökonomen, die versuchen, den Inflationsschub während der Pandemie zu erklären. Ben Bernanke, der ehemalige Chef der US-Notenbank, und Olivier Blanchard, vormals Chefökonom des Internationalen Währungsfonds, der heute als Senior Fellow für das Peterson Institute for International Economics (PIIE) arbeitet.

Beide prägen die ökonomische Debatte in den Vereinigten Staaten, und sie geben wichtige Impulse im Streit um die Ursachen der Inflationsschub 2021 und 2022. Die einen erklären, der Teuerungsschub sei vorübergehend (Team Transitory), die anderen hielten ihn für dauerhaft (Team Permanent). «Der Streit ist noch nicht vollständig geklärt», schreibt Blanchard in einem Blogbeitrag des PIIE – er selbst zählt zum Team Transitory.



Viele Notenbanken der Welt nutzen ein Modell von Ben Bernanke und Olivier Blanchard, um die Inflationsursachen zu analysieren.



Viele Notenbanken der Welt nutzen ein Modell von Ben Bernanke und Olivier Blanchard, um die Inflationsursachen zu analysieren.

Lohn-Preis-Spirale

Beide Ökonomen legten 2023 eine Studie vor zu den Ursachen der Inflation in den USA. Jetzt haben sie die Studie auf elf Volkswirtschaften erweitert, in einer Gemeinschaftsarbeit mit den Fachleuten der jeweiligen Notenbanken. Ein ermutigendes Ergebnis sei, dass es in den USA und auch in den anderen Volkswirtschaften kaum Anzeichen für eine Lohn-Preis-Spirale gibt, schreibt Blanchard. Dies sei anders als in den Hochinflationphasen der Siebzigerjahre, als Preissteigerungen bei Öl und anderen Rohstoffen zu Forderungen nach höheren Nominallöhnen führten – was sich gegenseitig verstärkte.

Dieses Ergebnis würde eher für den Begriff «transitorisch» sprechen, der von Währungshütern der Federal Reserve und anderen Zentralbanken populär gemacht worden ist. Er sollte ihre Erwartung beschreiben, dass die Inflation nur vorübergehend steige, wegen pandemiebedingter Faktoren wie Lieferkettenstö-

rungen oder aufgestauter Konsumnachfrage.

Kritiker vom Team Permanent wenden ein, der Inflationsdruck sei tiefer verwurzelt und werde länger bestehen. Als wichtigster Vertreter gilt der frühere US-Finanzminister Larry Summers. Er hat gewarnt, dass wegen der expansiven Fiskalpolitik die erhöhte Inflation länger anhalte werde.



kam auf 12% und Grossbritannien auf 9% – was aber in den Ländern nicht dominant war. Die Eurozone insgesamt hinkt mit einem 1%-Beitrag des Arbeitsmarkts deutlich hinterher.

Mit den vorgelegten Daten lässt sich auch erfassen, was den Inflationsrückgang vom zweiten Quartal 2022 bis zum zweiten Quartal 2023 getrieben hat. In den USA waren es zu 60% die Energiepreise und zu 18% die wegfallenden Engpässe. Im Euro-

Schockmomente im Modell

In ihrem Modell zerlegen Bernanke und Blanchard die Inflationstreiber in verschiedene Schockmomente (vgl. Grafik 1 bis 3). Am stärksten war der Inflationsschub – vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2022 – in Grossbritannien, mit mehr als 13 Prozentpunkten. Die USA kamen auf 6,7 Prozentpunkte, wobei die Teuerung seitdem bereits 7,3 Prozentpunkte gesunken ist. Der Euroraum hatte dagegen den Preisschub bis zum zweiten Quartal 2023 noch nicht ausgeglichen: Auf einen Anstieg von 8,2 Prozentpunkten folgte ein Rückgang um 6,9 Prozentpunkte.

Wenig überraschend zeigt sich in fast allen Ländern: Die wichtigsten Inflationstreiber waren die Energiepreise. In den USA war der Druck vom Arbeitsmarkt mit 13% vergleichsweise gross, Frankreich

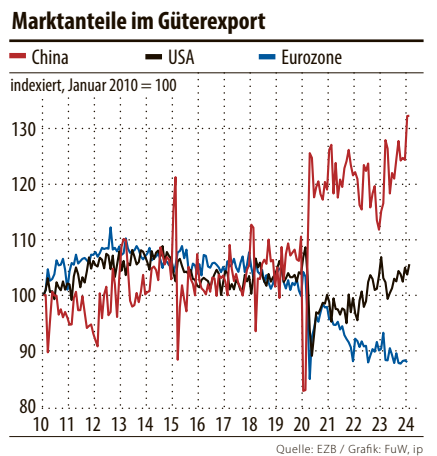
zweiten Quartal 2022 bis zum zweiten Quartal 2023 getrieben hat. In den USA waren es zu 60% die Energiepreise und zu 18% die wegfallenden Engpässe. Im Euro-

raum machte der Beitrag der Energie 70% aus, gefolgt von den Lebensmittelpreisen, die 24% zum Rückgang beitrugen. Was diese Ergebnisse für die beiden grossen Lager der Inflationserklärer bedeuten, fasst Blanchard wie folgt zusammen: Das Team Transitory bekommt insofern Recht, als dass Preisschocks bei Energie und Lebensmitteln kurzfristige Auswirkungen auf die Inflation hatten. Blanchard räumt aber ein, dieses Team habe nicht erwartet, dass es eine so lange Abfolge von Schocks und damit eine längere Inflationsperiode geben würde. Das Team Permanent habe sich zu Recht Sorgen über die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt gemacht, schreibt Blanchard. «Es überschätzte jedoch den wahrscheinlichen Beitrag zur Inflation in der Anfangsphase erheblich.»

Wie China fallende Inflation exportiert

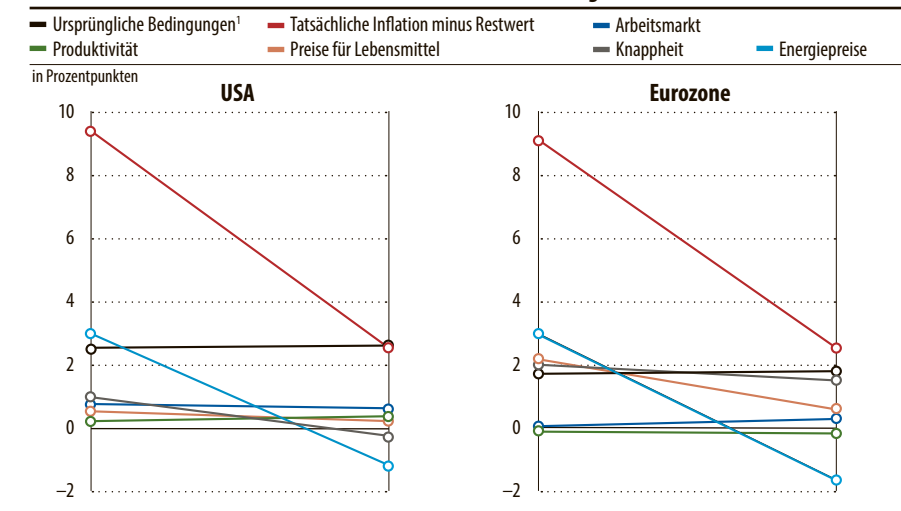
Die Fachleute der Europäischen Zentralbank (EZB) haben in ihren jüngsten Projektionen simuliert, wie sich die aktuelle Wirtschaftsschwäche in China auf die Preise respektive die Inflation im Euroraum auswirken kann. Die Fachleute erwarten zwar, dass sich das chinesische Wachstum bis 2026 allmählich verlangsamen wird. Doch wird die Industrie Chinas gerade durch die Förderung von Krediten angeschoben. Dies ist um so bedeutender, weil China seinen Gewinn am globalen Marktanteil des Güterexports aus der Zeit der Pandemie noch immer hält, während die Eurozone ihre Verluste bislang nicht aufgeholt hat (vgl. Grafik).

Die EZB-Ökonomen entwickeln drei Szenarien für China: Erstens ein Aufwärtsszenario, in dem die Inlands- und Auslandsnachfrage angekurbelt wird, da die Exporte billiger werden. Zweitens ein Abwärtsszenario, in dem der stärkere Abschwung im Wohnungsbau teilweise durch höhere Exportsubventionen ausgeglichen wird. Und drittens ein Negativszenario, in dem alle Volkswirtschaften ausserhalb des Euroraums als Reaktion auf die subventionierten chinesischen Exporte Handelsströme gegen China einführen. Die würden den Euroraum zum einzigen grossen Markt für chinesische Exporte machen.



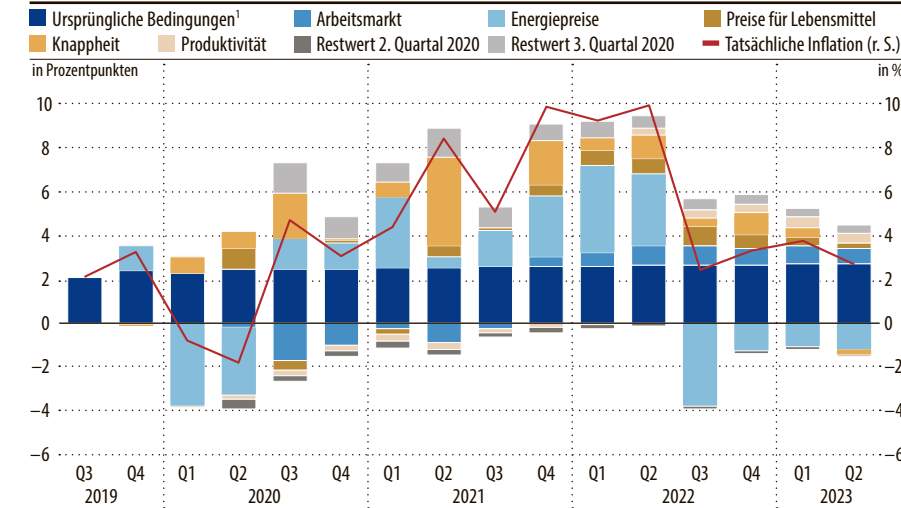
Im positiven Szenario wäre die Auswirkung auf das BIP und die Inflation zwar positiv, aber sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten gedämpft. Doch bereits im Abwärtsszenario könnte China tatsächlich eine abnehmende Inflation (Disinflation) exportieren. Die Teuerung der Konsumertpreise würde 2025 in beiden Volkswirtschaften um etwa 0,2 Prozentpunkte niedriger sein. Im Negativszenario gibt es die grössten Auswirkungen für den Euroraum, da die Inflation um bis zu 0,4 Prozentpunkte sinken würde.

1 Was die Inflation in den USA und im Euroraum 2022 und 2023 gesenkt hat



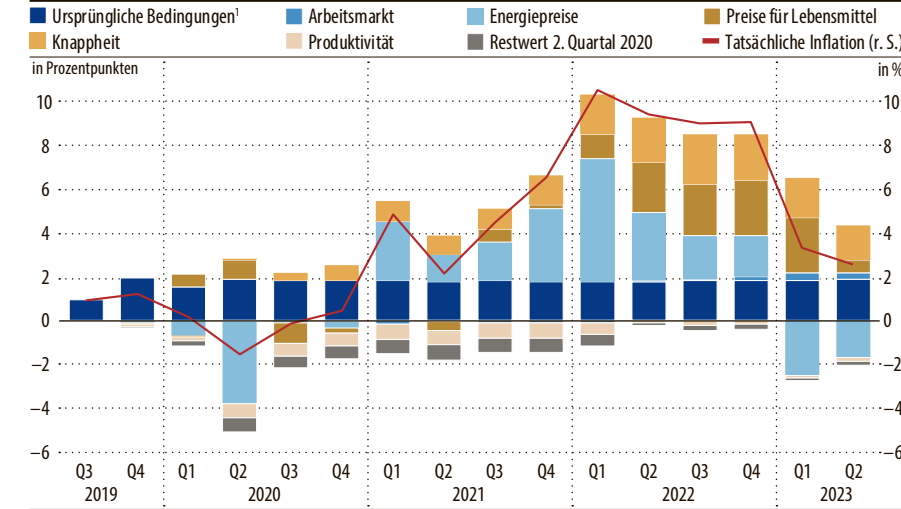
1) Modellvorhersage für die Inflation ohne Schocks ab 4. Quartal 2019

2 Inflationszerlegung: USA



1) Modellvorhersage für die Inflation ohne Schocks ab 4. Quartal 2019

3 Inflationszerlegung: Eurozone



1) Modellvorhersage für die Inflation ohne Schocks ab 4. Quartal 2019