

Renditepotenzial bei Anleihen und Immobilien trotz Teuerungsdruck

Am 21. September überraschte die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit ihrer Entscheidung, den Leitzins in der Schweiz unverändert bei im internationalen Vergleich bescheidenen 1.75% zu belassen. Damit signalisierten die heimischen Währungshüter, dass das Ziel der Preisstabilität in Reichweite liegt. Tatsächlich hat sich die Teuerung nach Höchstwerten von 3.5% im letzten Jahr auf jüngst 1.6% normalisiert.

Insel der Preisstabilität?

Die Schweiz hat heute weniger mit den Folgen von Überstimulierung der Wirtschaft zu kämpfen als die USA oder die Eurozone, dank gemässigter Geld- und Fiskalpolitik während der Pandemie und der Energiekrise. Zudem hilft die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts, welche für einen stetigen Zustrom an Arbeitskräften aus den Nachbarländern sorgt. Dadurch bleibt der Arbeitsmarkt wettbewerbsfähig und das Lohnwachstum gedämpft.

Jedoch beschönigen die jüngsten Messwerte des Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) die Lage etwas. Die Kosten für Energie beginnen erst jetzt richtig zu steigen. Zudem stehen für 2024 höhere ÖV-Preise sowie nicht vom LIK erfasste Erhöhungen der Krankenkassenprämien und Mehrwertsteuersätze an. Am meisten Kopfzerbrechen dürften den Währungshütern aber die Mieten bereiten. Deren Anteil am Warenkorb des LIK beträgt zwar nur 19%, ist aber bei den unteren Einkommensgruppen überproportional.

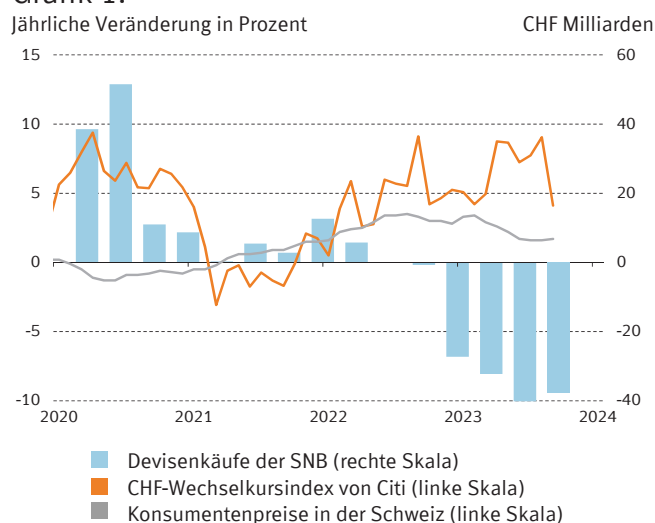
SNB will Mietinflation vermeiden

Der Referenzzinssatz, an den die meisten Wohnmietverträge gebunden sind, basiert auf einem Korb von Hypotheken. Somit erfolgte die erste Erhöhung um 0,25 Prozent diesen Juni, über ein Jahr nach Beginn der Leitzinserhöhungen. Eine restriktive Zinspolitik wirkt damit verzögert auch ungewollt inflationär. Wohl deshalb setzt die SNB geschickt ihre enormen Devisenreserven als ergänzendes Instrument zur Leitzinssteuerung ein. Hatte sie während der Pandemie noch massiv Fremdwährungen gekauft, um den Franken abzuschwächen, vollzog sie ab Mitte 2022 eine Kehrtwende und liess den Franken nominal aufwerten. So wurde der reale Euro-Franken-Wechselkurs (bereinigt um die Inflationsdifferenzen der Währungsräume) stabil gehalten und es wurde kaum Inflation importiert.

Kontrollierte Inflationserwartungen

Obwohl die SNB für ihre Verluste auf den Devisenreserven kritisiert wird, leistete sie insgesamt respektable Arbeit: Sowohl die realisierte Inflation, als auch die Inflationserwartungen sind dank ihrer hohen Glaubwürdigkeit unter Kontrolle.

Grafik 1:



Zwar gibt es keine inflationsgeschützten Frankenanleihen, aus denen sich die Inflationserwartungen des Marktes ableiten lassen, doch publiziert die SNB in ihrem Quartalsheft die Ergebnisse von Unternehmensbefragungen. Die Inflationserwartungen über die nächsten 3 bis 5 Jahre lagen zuletzt bei 1.7%. Lediglich die 1-jährigen Inflationserwartungen waren letztes Jahr kurzzeitig aus dem Ruder gelaufen, haben sich aber inzwischen bei 2.4% eingependelt und liegen damit leicht über der eigenen Prognose der SNB von 2.1%.

Potenzial am Schweizer Anleihenmarkt

Angesichts fest verankerter Inflationserwartungen und gestiegener Zinsen stehen die Chancen auf künftig positive Realrenditen bei Schweizer Franken Obligationen gut. Obwohl das Zinsniveau international verglichen tief wirkt, sehen wir vor allem bei erstklassigen Unternehmensanleihen wieder Anlagepotenzial. Sollte die globale Inflation nicht abklingen, hat die SNB mit ihren Devisenreserven ein zusätzliches Instrument zur Hand und ist nicht nur auf die Zinsschraube angewiesen. Zudem weist die Zinskurve keine Inversion auf. So lagen per Ende September die 3-Monats-Franken-Swap-Sätze mit 1.7% um 2.2% unter den europäischen Sätzen. Die 10-jährige Zinsdifferenz ist mit 1.8% gegen 3.2% deutlich geringer. Längere Laufzeiten sind in Franken also relativ attraktiver. Für Schweizer Privatanleger besonders interessant sind Anleihen, die während der Tiefzinsphase mit niedrigem Coupon emittiert wurden und heute deutlich unter pari notieren. Deren Verfallsrenditen werden hauptsächlich über steuerfreie Kapitalgewinne erzielt.

Robuster Immobilienmarkt

Einmal mehr bewährten sich Schweizer Immobilien in turbulenten Zeiten. So sorgen Zuwanderung, Restriktionen in der Verdichtung des Wohnraums und die demografische Entwicklung vor allem in den Zentren und Agglomerationen für einen konstanten Nachfrageüberhang. Trotz einer langen Negativzinsphase hielten sich etwaige Preisexzesse in Grenzen. Für Stabilität sorgen restriktive Finanzierungsvorschriften für Wohneigentum und Einschränkungen von Grundstückserwerb durch ausländische Personen unter der Lex Koller. Unter diesen Rahmenbedingungen werden Transaktionen in erster Linie renditeorientiert und nicht spekulativ getätigt. Anders als in vielen Metropolen der Welt.

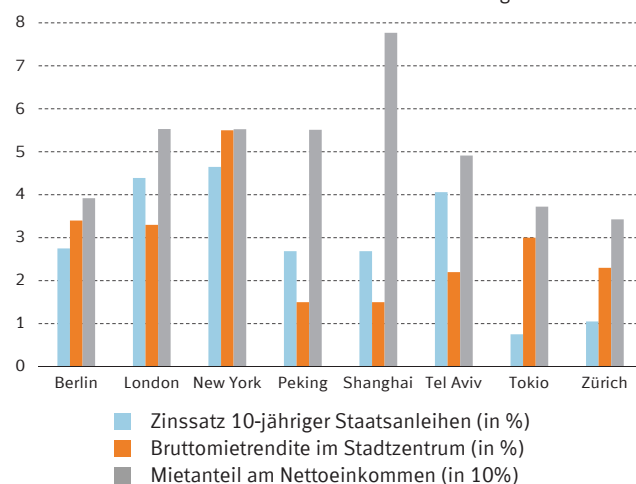
Immobilienfonds sind günstig bewertet

Anspruchsvoller ist das Umfeld für Investoren von Immobilienfonds. Hier führten die Negativzinsen mangels Alternativen zu überhöhten Aufschlägen auf die Nettoinventarwerte. Seit Beginn der restriktiven Geldpolitik Anfang 2022 sind die Kurse um 16% gefallen und notieren nun teilweise mit beträchtlichen Abschlägen. Am stärksten gelitten haben Fonds mit einem hohen Anteil an variabler Verschuldung, bei denen sich die steigenden Zinsen direkt in den Kosten niederschlagen. Während indexierte Mieten, die vor allem bei kommerziellen Verträgen üblich sind, rasch an die Inflation angepasst werden, erfolgte die erste Erhöhung bei knapp der Hälfte der Wohnmieten erst jetzt im Oktober. Mit den absehbaren weiteren Anpassungen des Referenzzinses werden nächstes Jahr breitere Erhöhungen folgen. Da die Mieten in der Schweiz relativ zum verfügbaren Haushaltseinkommen noch in einem gesunden Verhältnis stehen, sollten Erhöhungen zumindest zu Beginn durchsetzbar sein. Mittelfristig erwarten wir daher eine Verbesserung der operativen Ergebnisse der Fonds, weshalb die Kursbaisse Einstiegschancen bietet.

Börsenkotierte Immobiliengesellschaften konnten sich mit einem Verlust von nur 6% seit Anfang 2022 besser halten, obwohl sie höher verschuldet sind als Fonds, deren Fremdkapitalquote auf 33% begrenzt ist. Zum einen waren Kursexzesse in der Negativzinsphase geringer, zum anderen halfen Schwergewichte wie Swiss Prime Site und PSP, welche auch in den europäischen Indizes vertreten sind. Die Stabilität der Schweiz übt für europäische Immobilieninvestoren angesichts der Herausforderungen in ihren Heimmärkten derzeit eine starke Anziehungskraft aus.

Grafik 2:

Schweiz mit relativ attraktiven Renditen trotz erschwerten Mieten



Bei den in unserer Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um Schlusskurse des jeweiligen Zeitraumes. Die unseren Bewertungsmodellen zu Grunde liegenden Zahlen sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Verwendung von Bewertungsmodellen schliesst das Risiko nicht aus, dass faire Bewertungen über einen genannten Anlagezeitraum nicht erreicht werden. Eine unübersehbare Vielzahl von Faktoren hat Einfluss auf die Kursentwicklung. Unvorhersehbare Änderungen können sich zum Beispiel aus technologischen Entwicklungen, aus gesamtkonjunkturellen Aktivitäten, aus Wechselkursschwankungen oder aus Änderungen gesellschaftlicher Wertvorstellungen ergeben. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Das vorliegende Dokument dient zu Informations- und Werbezwecken.

Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers
Aeschenvorstadt 16 | Postfach | 4002 Basel | Schweiz
Telefon +41 61 286 66 66
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Verantwortung für Ihr Vermögen.

© Dreyfus Söhne & Cie AG, Banquiers