



**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch

Pensionskassen mit mehr Immobilienrisiko

Der Anteil der Immobilienobjekte in den PK-Vermögen hat über Jahre zugenommen. Auch aktuelle Wertverluste werden daran nichts ändern.

ALEXANDER TRENTIN

Die riesigen Vermögen der Schweizer Pensionskassen wachsen stetig weiter. Und sie wollen möglichst stabil und renditebringend angelegt werden. Diese Eigenschaften sehen die Kassen anscheinend für Immobilienanlagen zunehmend gegeben: Gemäss Zahlen von Swisscanto/ZKB haben sie ihre Allokation in Immobilien in den vergangenen Jahren stetig erhöht. Aktuell liegt die Immobilienquote bei rund einem Viertel (vgl. Grafik 1).

«Schweizer Immobilien haben in der Vergangenheit immer Rendite geliefert.»

OLIVER KUNKEL
Partner, PPCMetrics

Oliver Kunkel, Partner beim Pensionskassenberater PPCMetrics, führt im Gespräch mit FuW aus: «Zu den Immobilienanlagen mit einem Anteil von 20 bis 25% kommen auch noch die in den Aktienanlagen enthaltenen Immobilien hinzu.» Dazu gehörten neben Immobilienfirmen auch die Liegenschaften auf den Bilanzen der Unternehmen, wie etwa Versicherungen. Ausserdem fände sich unter den festverzinslichen Papieren ein bedeutender Anteil von Pfandbriefen.

Damit sind die Pensionen zunehmend von Wohl und Wehe des Wohnungsmarkts abhängig. Da die Immobilienpreise an der Zinsentwicklung hängen – niedrige Hypothekenzinsen begünstigen hohe Preise für Wohneigentum – wird angesichts steigender Zinsen die Liebe zu der Anlageklasse nun einem Belastungstest ausgesetzt. Die Zahlen zur Performance in den vergangenen Monaten bestätigen dieses Bild (vgl. Text unten).

Keine Dominanz der PKs

Gemäss einer Berechnung der Denkfabrik Avenir Suisse halten die Kassen nun gut 6% des gesamten Schweizer Immobilienvermögens von über 3800 Mrd. Fr. Bei den Mietobjekten in der Schweiz sind es um die 17%. In einem Artikel argumentiert Diego Taboada, Researcher bei Avenir Suisse, dass dies noch keine Übermacht der Pensionskassen darstellt: «Wir sind weit entfernt vom Bild einer zunehmenden Kontrolle der Vorsorgeeinrichtungen, die es ihnen ermöglichen würde, das Wetter auf dem Immobilienmarkt zu bestimmen.» Der Anstieg der Investitionen in Immobilien folge dem Markttrend, der in erster Linie die Entwicklung von Angebot und Nachfrage spiegle.



Immobilien haben sich in der Schweiz die vergangenen Jahre stabil und renditestark gezeigt – doch zuletzt kam es zu Wertverlusten.

Der Renditevergleich der Anlageklassen zeigt: Immobilien haben für Schweizer Pensionskassen eine hohe Durchschnittsrendite eingebracht, nur geschlagen von Aktien (vgl. Grafik 2). Die Schwankungen waren aber deutlich kleiner. Oliver Kunkel erklärt: «Die Schweizer Immobilien haben als Anlageklasse in den vergangenen Jahren immer Rendite geliefert – es gab zum Beispiel beim Index der Immobilienstiftungen in den letzten zwanzig Jahren kein einziges Jahr mit negativen Renditen. Das beeindruckt natürlich.»

Rudolf Marty vom Swiss Real Estate Institute der Hochschule für Wirtschaft Zürich sieht die Beliebtheit der Immobilien darin begründet, dass Anleihen immer weniger rentiert haben. «In den vergangenen Jahren wurden festverzinsliche Wertchriften durch Renditeimmobilien ersetzt, denn nicht-inflationsindexierte Obligationen bieten aktuell keinen guten Schutz vor Inflation», erklärt er gegenüber FuW. Hingegen sei es möglich, bei den Mieten die Teuerung partiell zu über-

Das Wichtigste

- Angesichts einer relativ hohen Performance mit geringen Schwankungen sind Immobilien für Pensionskassen eine sehr attraktive Anlageklasse.
- Die Kassen werden auch bei Wertverlusten ihre Immobilien nicht verkaufen – man hält sie für die Mietrendite.
- Höhere Zinsen führen zu Buchverlusten, aber höhere Renditen sind positiv.

wälzen. Auch Zinserhöhungen könne man – verzögert durch den sich langsam ändernden Referenzzinssatz – an Mieter weitergeben.

Neben Immobilien haben Pensionskassen auch Aktien aufgestockt, beobachtet Marty: «Aber dort ist nur noch wenig Luft nach oben, da das Risiko zu gross ist. Bei Renditeimmobilien sehen die meisten Pensionskassen dagegen noch die Möglichkeit, aufzustocken.»

Hohe Rendite gerechtfertigt

Als Grund für die langfristig hohe Rendite der Immobilien nennt Marty die im Vergleich zu kotierten Anlagen geringere Liquidität. «Steuertechnisch und wegen den Transaktionskosten ist eine lange Halte-dauer optimal», sagt er. Doch «für die Pensionskassen ist das wegen ihren langfristigen Verpflichtungen eine ideale Anlage.»

Marty hat in einem Arbeitspapier die optimale Allokation über die Anlageklassen für eine Schweizer Pensionskasse be-

rechnet. Dabei hat er die vergangenen Schwankungen und Renditen sowie die Korrelation (Gleichläufigkeit) der verschiedenen Anlageklassen berücksichtigt. Demnach wäre für kein gewünschtes Risikoniveau eine Allokation in Anleihen effizient, Immobilien würden das Portfolio oft dominieren (vgl. Grafik 3). Dabei spielen nicht nur die geringen Schwankungen eine Rolle, sondern auch «die ausserordentlich günstigen Diversifikationseigenschaften von Renditeimmobilien, deren Ertrag mit der Aktienrendite praktisch nicht korreliert», wie Marty schreibt.

Risiko grösser als im Index

Gemäss diesen Berechnungen müssten die Pensionskassen noch viel stärker in Immobilien investieren. Was hält sie davon ab? Nur ein Teil können die relativ hohen Transaktionskosten erklären. Ein weiterer Grund sieht Marty darin, dass das Risiko einer realistischen Immobilienanlage einer Pensionskasse deutlich höher sein wird als der Gesamtmarkt impliziert: «Die Volatilität des Immobilienindex ist mit 4% wohl eine untere Grenze. Wenn eine Pensionskasse ein Renditeobjekt kauft, kommt noch das objektspezifische Risiko hinzu.»

Im aktuellen Umfeld bereiten nicht nur höhere Zinsen sondern auch die Konjunk-

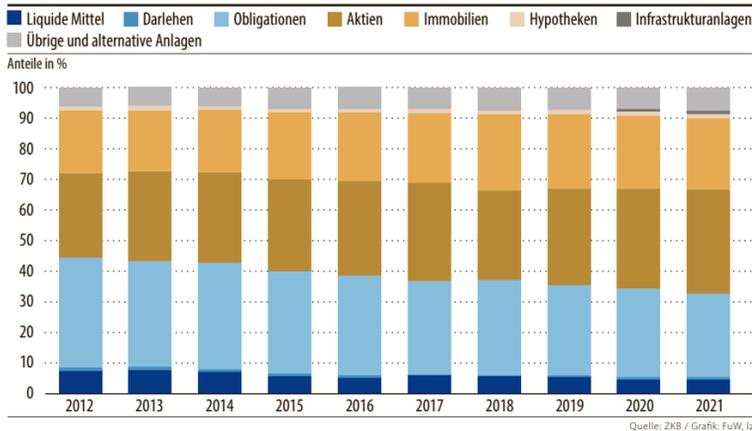
turlage Kopfzerbrechen. Marty glaubt jedoch nicht, dass Pensionskassen dadurch von Immobilien Abstand nehmen werden: «Der Ertrag von Wohnimmobilien ist stabil» – dank stetigen Cashflows und geringen Zahlungsausfällen. Nur gewerblich oder gemischt genutzte Renditeobjekte dürften konjunkturabhängiger sein – komme es zum Wachstumseinbruch, sei dort eine Portfolioberichtigung denkbar.

«Kauft eine Pensionskasse ein Renditeobjekt, kommt noch das objektspezifische Risiko hinzu.»

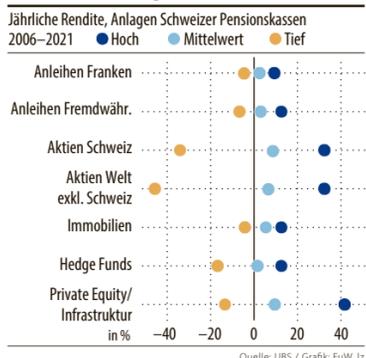
RUDOLF MARTY
Swiss Real Estate Institute

Berater Kunkel verweist darauf, dass «Pensionskassen systematisch reagieren» – nach vorgängig definierten, nicht emotionalen Regeln. Die Strategien seien so ausgerichtet, dass man damit auch Krisen durchhalten könne. Wenn es Anpassungen der Allokation gebe, dann nur graduell. Eine grosse Aufstockung von Schweizer Immobilienanlagen erwartet er aber nicht: «Eher könnte es eine Umschichtung geben in Richtung Ausland.»

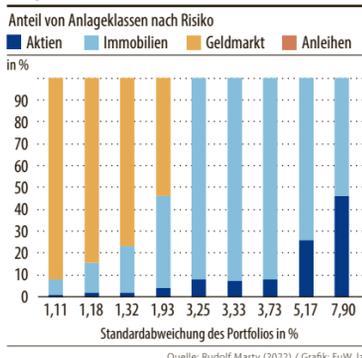
1 Allokation Pensionskassen



2 Rendite von Anlageklassen



3 Optimale Allokation



Schlechter Jahresanfang für Vorsorgewerke

Im ersten Halbjahr haben die Schweizer Pensionskassen eine schlechte Performance von -8,9% erleiden müssen, zeigt eine Erhebung der UBS. «Der Juni war der schlechteste Monat seit langem», kommentiert UBS die durchschnittliche Monatsperformance von -3,5%. Alle Anlageklassen ausser Hedge Funds verloren im Juni an Wert.

Seit Jahresanfang waren die Kursverluste bei den Aktien am grössten (vgl. Grafik 1). Doch auch Anleihen haben deutlich an Wert verloren. Positive Beiträge werden für Private Equity und Infrastrukturanlagen sowie Hedge Funds vermeldet. Immobilienwerte haben im Juni zwar knapp 1% an Wert verloren, stehen aber für das Gesamtjahr noch mit einem kleinen Gewinn in den Büchern.

Oliver Kunkel von PPCMetrics sieht die Immobilienanlagen der Vorsorgeeinrichtungen «mehrheitlich in konservative, krisenresistente Segmente des Immobilienmarkts investiert – grossteils sind das Wohnungen und Objekte mit einer guten Lage.»

Doch der Performanceschock könnte verzögert kommen, gibt Kunkel zu bedenken: «Zwei Drittel der PK-Immobilienanlagen sind nicht kotierte Anlageformen. Da es hier keine Börsenkurse gibt, kommt es auf die Bewerter an.» Die Bewerter müssen etwa den Effekt höherer Zinsen und höherer Baukosten auf die Preise bestimmen.

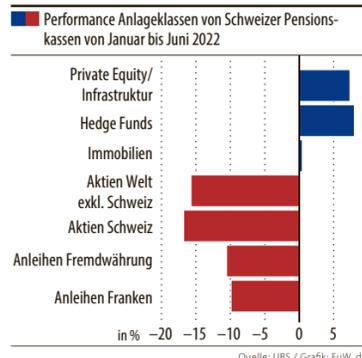
Durch die unterschiedliche Performance der Anlageklassen hat sich die Allokation verändert, beobachtet Kunkel: «Da die Bewertungen der nicht kotierten Immobilien noch nicht reagiert haben, aber die Aktienkurse gefallen sind, steigt die Immobilienquote. Die Obergrenze für die Quote könnte daher näher rücken.» Die Limiten seien aber «nur Leitplanken» – sei der Vorsorgezweck nicht gefährdet, sollte eine Überschreitung der Limite kein Problem darstellen.

Wegen der schlechten Performance hat sich der «technische» Deckungsgrad der Pensionskassen seit Anfang Jahr von 121 auf

105% Mitte Juni verschlechtert (vgl. Grafik 2). Demnach gibt es weniger Puffer, bevor das Vermögen unter die Verpflichtungen fällt. Doch gemäss PPCMetrics hat sich die tatsächliche finanzielle Lage der Kassen kaum verschlechtert. Das zeigt der ökonomische Deckungsgrad, der künftige Verluste und Gewinne aus Pensionierungen berücksichtigt.

Kunkel erklärt: «Steigende Zinsen können zwar die Bewertungen für Anlagen unter Druck bringen. Aber grundsätzlich sind sie nicht schlecht für Pensionskassen.» Jeder Beitragsfranken könne mit einer höheren Rendite investiert werden. «Es ist so einfacher, den Mindestzins zu verdienen.»

1 Performance 2022



2 Deckungsgrad Pensionskassen



Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

