

## «Idylle mit Autobahnanschluss»

**Immobilien haben in den letzten Jahren gut rentiert. Doch die Anlageklasse kann nicht alle Probleme im Portefeuille eines Investors lösen, sagt der Experte Andreas Loepfe.**

### Mit Andreas Loepfe sprach Jürg Zulliger

Herr Loepfe, warum wurde in den letzten Jahren viel Geld in Immobilien investiert?

Die Entwicklung hat weniger mit den Immobilien zu tun als viel mehr mit anderen Anlagen, besonders den enttäuschenden Aktienmärkten. Es handelt sich also nicht um ein Verdienst der Immobilien, sondern es ist der Reflex auf ein Unbehagen mit sonstigen Anlagemöglichkeiten.

In Spanien zum Beispiel wird vor einer spekulativen Immobilienblase gewarnt. Besteht diese Gefahr auch für die Schweiz?

Es gilt verschiedene Märkte zu unterscheiden. Der gesamte Schweizer Immobilienbestand ohne Infrastrukturbauten entspricht einem Vermögen von rund 1800 Milliarden Franken. Die neuen Gefässe wie Fonds, Aktiengesellschaften und Anlagestiftungen für Immobilien machen nur etwa 30 Milliarden aus. Einen Geldzufluss verzeichnet vor allem dieser Bereich. Mein Eindruck ist, dass in der Schweiz bis jetzt diszipliniert mit diesen Anlagen umgegangen wird. Es gibt keine Exzesse wie bei deutschen offenen Immobilienfonds, die bis 50 Prozent Liquidität hielten.

Also beobachten Sie keine Übertreibungen, was die Hauspreise angeht?

Immobilien sind das grösste Vermögen einer Volkswirtschaft. Wenn jetzt der Wunsch aufkommt, mehr darin zu investieren, ist das kurzfristig nicht möglich. Der Bestand ist auf kurze Sicht nicht zu erhöhen. Einziger kurzfristiger Effekt sind höhere Preise, doch in der Schweiz bis jetzt in geringem Ausmass. Die Kapitalisierungs- respektive Diskontsätze - der eigentliche Preis für das Investment Immobilien - sind um 0,1 bis 0,15 Prozent gesunken. Die tiefere Verzinsung wird eine moderate Höherbewertung von Immobilien zur Folge haben.

Weshalb bleibt hier zu Lande eine Überhitzung aus?

Das hat mit dem traditionellen Immobilien-Management zu tun. Viele Manager sind es nicht gewohnt, Immobilien mit einer Rendite von weniger als 5 Prozent zu kaufen. Ob das beim derzeit ausserordentlich tiefen Zinsniveau ökonomisch richtig ist, bleibt zu fragen. Die Differenz zwischen einer Bundesobligation und der Verzinsung, die eine Immobilie hergibt, beträgt rund drei Prozent. Ist aber eine Immobilie tatsächlich so viel unsicherer, um einen solchen Risikoaufschlag zu rechtfertigen.

Immobilienfonds notieren an der Börse mehr als 25 Prozent über dem Inventarwert. Ist dieser Aufschlag gegenüber dem eigentlichen Wert der Fondsliegenschaften gerechtfertigt?

Weil ich hohen Respekt vor Märkten habe, bin ich zurückhaltend mit Aussagen, ob ein Markt «zu hoch oder zu tief» liege. Vielleicht haben Anleger einen anderen Blickwinkel als Fondsmanager und externe Schätzer. Die Anleger sind bereit, sich an Immobilien mit 4 Prozent zu beteiligen, während die Fondsmanager wie gesagt traditionell an 5 Prozent festhalten.

Was könnte dazu führen, dass die hohen Börsenkurse der Immobilienfonds nach unten korrigieren?

Anziehende Aktienmärkte oder steigende Zinsen. Wir wissen aus zahlreichen Untersuchungen, dass die Aufpreise der Fonds mit hoher Wahrscheinlichkeit mit dem Zinsniveau korreliert sind. Das heisst, sobald die Zinsen steigen und Obligationen wieder attraktiv sind, bilden sich diese Agios der Immobilienfonds zurück.

Dann hat sich also der Fondsmanager geirrt, der bei hohem Aufschlag kaufte?

Über kurz oder lang vermutlich ja. Es gibt aber immer wieder Überraschungen. Natürlich ist es denkbar, dass uns zehn Jahre mit tiefen Zinsen bevorstehen. Dann hätte derjenige, der jetzt einsteigt, wahrscheinlich zehn Jahre lang eine gute Rendite eingekauft.

Ist es ein Irrtum, wenn Laien Immobilien für eine sichere und solide Anlage halten?

Es wird garantiert zu einer Desillusionierung kommen, einfach ein paar Jahre später als an den Aktienmärkten.

Immobilien stellen langfristig stabile Erträge in Aussicht. Gehören sie deshalb nicht in jedes Portfolio?

Die traditionelle Rolle von Immobilien in einem gemischten Portfolio ist diejenige der Diversifikation. Das gilt auch für Privatanleger. Falsch wäre es zu glauben, jetzt ein Schnäppchen zu machen und die gute Performance der letzten Jahre einkaufen zu können. Viel wichtiger ist die Frage, was der Sinn von Immobilien im Rahmen einer gesamten Anlagestrategie sein soll. Wenn es darum geht, ein Szenario mit tiefen Zinsen oder wider Erwarten anziehender Inflation abzufedern, macht es weiter Sinn in Immobilien investiert zu sein oder dazuzukaufen.

Baut die «Zürich»-Versicherung ihre Immobilieninvestitionen aus?

Wir verfolgen eine sehr langfristige Strategie und sind nicht bereit, Immobilien mit einer Rendite von vier Prozent zu kaufen. Kurzfristig wird es wohl nicht möglich sein, diese Quote zu erhöhen. Die guten Zeiten gehören denjenigen, die frühzeitig den Mut hatten, in diese Anlageklasse zu investieren.

Für Immobilien gelten Standorte mit klingenden Namen als attraktiv. Die Zürcher Bahnhofstrasse sehen viele für ein gutes Investment. Sie auch?

Wenn es beeindruckend soll, dann ist es ein gutes Investment . . .

. . . für Sie aber kein Standort von Interesse?

Ich bin nicht dazu angestellt, um zu beeindrucken. Laut Stadtentwicklungstheorien muss man Citylagen gegenüber skeptisch sein. Es sei denn, sie sind wirklich erstklassig, mit hoher Publikumsfrequenz. Bei Wachstumsschüben in der Stadt finden die grössten Wertgewinne am Stadtrand und in der Agglomeration statt.

Also sind das die aussichtsreichen Lagen?

Investoren sollten nicht jedem Trend hinterherrennen. Oft ist gerade das interessant, wo niemand hinblickt. Heute ist nicht mehr die Lage an sich entscheidend, sondern deren Erreichbarkeit. Der Wert von Bauland lässt sich bis zu 60 Prozent damit erklären. Künftig zählen solche Projekte zu den Gewinnern, die entweder gute Erreichbarkeit zu Arbeitsmarktzentren bieten oder die Nähe zu Naturerlebnissen. Die Idylle mit Autobahnanschluss, gewissermassen. Es geht immer mehr darum, den Vorort zum Ort zu machen.

*Andreas Loepfe.*

ZUR PERSON

## **Andreas Loepfe**

Der 41-jährige Andreas Loepfe studierte an der ETH Zürich zunächst drei Jahre Architektur und schloss anschliessend an der Uni Zürich ein Studium in Betriebswirtschaft ab. Danach bildete er sich an der European Business School und am Center for Real Estate des Massachusetts Institute of Technology (MIT) weiter. Heute ist er Leiter Immobilien Research & Strategies der «Zürich»-Versicherung und damit mitverantwortlich für Immobilienanlagen im Wert von 5,5 Milliarden Franken. Er ist auch Präsident des Swiss real estate think tank sowie Verwaltungsratspräsident der Schule CUREM, die ein Masterstudium in Immobilienmanagement anbietet. (zu)