

Lucerne University of
Applied Sciences and Arts

HOCHSCHULE LUZERN

Wirtschaft

Sonderdruck

**Management in der Finanzbranche –
Finanzmanagement im Unternehmen**

Jubiläumsbuch - 15 Jahre IFZ Zug

Herausgegeben von

Christoph Lengwiler, Linard Nadig, Maurice Pedergnana

John Davidson

Internationale Immobilieninvestitionen –
Potenzial für Schweizer Pensions-kassen

13 Internationale Immobilieninvestitionen – Potenzial für Schweizer Pensions- kassen

Der vorliegende Artikel erläutert internationale Immobilienanlagen von Schweizer Pensionskassen und vergleicht deren Asset-Allokation mit der Allokation ausländischer Pensionskassen. Er liefert einen Beitrag zur Diskussion rund um das Potenzial internationaler Immobiliendiversifikation für Schweizer Pensionskassen.

John Davidson



Prof. Dr. John Davidson (1974), CAIA ist seit 2009 am Institut für Finanzdienstleistung Zug, ein Institut der Hochschule Luzern – Wirtschaft im Bereich Real Estate und Private Equity als Dozent und Studienleiter vom MAS Immobilienmanagement und der Vertiefung Immobilien im BSc BA tätig. Zudem ist er bei der Deutschen Finance Group, einem Real Estate / Infrastructure FoF auf dem Asset Management Board. Zuvor war John Davidson von 2005 bis 2009 bei der Swiss Re für den Aufbau und das Management eines globalen indirekten Real Estate Immobilienportfolios mitverantwortlich. Neben der Auswahl und Fund Due Diligence vertrat er die Swiss Re auf verschiedenen Advisory Boards und an Investmentkonferenzen. Von 2002 bis 2005 war John Davidson bei UBS Asset Management im Bereich Private Equity tätig.

John Davidson promovierte an der Universität Zürich zum Thema «MBO mittels Private Equity». Zudem ist er seit 2009 Mitglied der CAIA-Association. Seine neueste Publikation das Handbuch zu «Private Equity Real Estate» wurde 2011 im SECA Verlag publiziert.

Kontakt: john.davidson@hslu.ch

13.1 Einleitung

Der Vorsorgezweck und die Leistungsziele wie sie in der revidierten Verordnung über die berufliche Alters- Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV2) festgehalten sind, verpflichten Pensionskassen zu einer Verteilung der Chancen und Risiken. Ziel dieser Anlagebestimmung ist eine angemessene Diversifikation der Anlageklassen. Die niedrigen Anleihenszinsen verbunden mit einem gestiegenen Anlagedruck und einer erhöhten Inflationserwartung verleiteten die Schweizer Pensionskassen in den vergangenen Jahren dazu, vermehrt in Immobilien zu investieren. In der Folge erhöhte sich der Anteil an Immobilien in den Portfolios der Schweizer Vorsorgeeinrichtungen im Vergleich zu den anderen Anlagen wie etwa Aktien und Obligationen deutlich. Heute sind Immobilien mit einem Anteil von 20% des gesamten Anlagevolumens die dritt wichtigste Anlageform (nach Aktien und Obligationen) bei den Schweizer Pensionskassen.

Der hohe Bestand an Immobilienanlagen in den Portfolios der Schweizer Pensionskassen ist eine indirekte Folge der internationalen Finanzkrise 2008/09. Einerseits haben Anlageklassen wie etwa Aktien in den vergangenen Jahren an Wert verloren, andererseits ist das Interesse an Immobilienanlagen – insbesondere in der Schweiz – durch die relativ hohe und stabile Wertentwicklung gestiegen. Die rege Nachfrage übersteigt das Angebot bei weitem. Dies hat einerseits zur Folge, dass Investoren bei indirekten Anlagen wie den Schweizer Immobilienfonds aktuell hohe Aufschläge (Agio) bezahlen und andererseits bei direkten Anlagen lediglich tiefe Anfangsrenditen erreichen. In Anbetracht dieser Entwicklung muss die Akquisitionsstrategie vieler Pensionskassen, welche praktisch ausnahmslos auf den Schweizer Immobilienmarkt fokussiert sind, in Frage gestellt werden.

13.2 Zu tiefe internationale Diversifikation von Schweizer Pensionskassen

Während Schweizer Pensionskassen ihre Aktien- und Anleihensinvestitionen international diversifizieren, konzentrieren sie sich bei Immobilienanlagen vorwiegend auf den Heimmarkt. Gemäss der jährlichen Pensionskassenstudie der Investmentgesellschaft Swisscanto waren im Dezember vergangenen Jahres 19.4% des Vorsorgevermögens der Schweizer Pensionskassen in Immobilien investiert, wobei der Zielwert der befragten Vorsorgeeinrichtungen für den gleichen Zeitraum bei 19.6% lag. Nach der Umfrage des Beratungsunternehmens Lusenti & Partners aus dem Jahr 2009 beträgt der Anteil an Auslandsimmobilien weniger als 1% des Gesamtvermögens. Die Autoren der Studie weisen

jedoch darauf hin, dass in der Kategorie Aktien Ausland zusätzlich noch ausländisch kotierte Immobilienaktien berücksichtigt werden müssen. Trotzdem bleibt der Auslandanteil klein, weshalb nicht von einer internationalen Diversifizierung gesprochen werden kann. In Abbildung 1 wird das Verhältnis aller Anlageklassen, unterteilt in inländische und ausländische Investitionen, aufgezeigt. Auffällig ist der geringe Anteil an ausländischen Immobilieninvestitionen im Vergleich zum hohen Anteil an ausländischen Aktien. Die hohe internationale Diversifikation bei Aktien ist umso erstaunlicher, da ein Grossteil der kotierten Unternehmungen in der Schweiz international aufgestellt sind. Somit sind Schweizer Aktientitel durch ihre operative Geschäftstätigkeit bereits international diversifiziert. Bei Immobilieninvestitionen ist dies hingegen nicht der Fall.

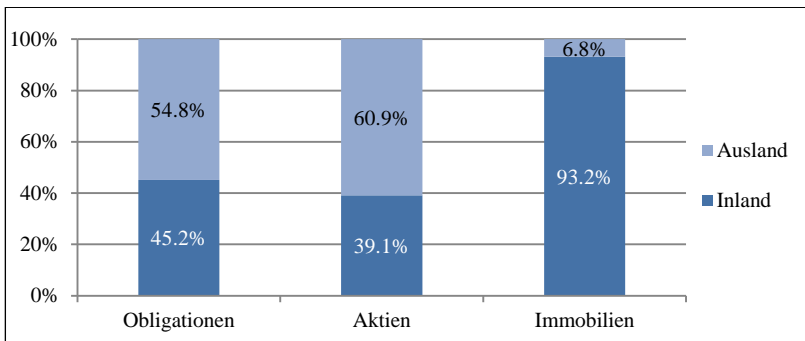


Abbildung 1: Asset Allokation von Schweizer Pensionskassen

Quelle: BFS (2009)

Die Vernachlässigung der Diversifikation in Immobilien hat in der Vergangenheit viele Investoren vor Währungsverlusten in US Dollar und Euro bewahrt. Trotzdem wird es langfristig möglich sein, durch internationale Diversifikation die Renditen des Immobilienportfolios zu optimieren. Dass eine stärkere geografische Aufteilung des Immobilienportfolios positive Diversifikationseffekte beisteuert, belegen verschiedene Studien¹. Insbesondere für Schweizer Pensionskassen, welche über einen langfristigen Investitionshorizont verfügen, bietet sich eine internationale Immobilienanlagestrategie an.

¹ Vgl. Gordon, J. et al. (1998); Eichholz, P. (1996); De Wit, I. (2009); Henley Business School (2009) und Fehr, P. / Stürmer, S., erschienen in Davidson, J. (Hrsg.), (2011).

13.3 Regulierung schafft neue Spielräume

Mit der Revision der Anlagevorschriften des BVV2 gilt für Immobilieninvestitionen von Schweizer Pensionskassen neu eine Maximalquote von 30%. Ein Drittel davon, also 10% des gesamten Vermögens dürfen in ausländische Immobilien investiert werden. Wie die erläuterten Befragungen zeigen, liegt der effektive Anteil an ausländischen Immobilien in den Portfolios der Schweizer Pensionskassen deutlich unter der gesetzlich zulässigen Limite. Folglich kann festgehalten werden, dass die Schweizer Vorsorgeeinrichtungen den gesetzlichen Spielraum bei den ausländischen Immobilieninvestitionen bei weitem nicht ausschöpfen.

13.4 Gründe für die tiefe internationale Allokation

Angesichts der tiefen Allokation von Schweizer Pensionskassen in ausländischen Immobilien, stellt sich die Frage, weshalb Schweizer Pensionskassen nicht vermehrt in ausländische Immobilien investieren, um so das Rendite-/Risiko-Profil zu optimieren?

Folgende Faktoren können als Erklärung für die tiefe internationale Allokation aufgeführt werden:

- Gute Performance von Schweizer Immobilienanlagen in den vergangenen Jahren
- Umfangreiche Kenntnisse über den Schweizer Markt
- Relativ stabile Cashflows in Schweizer Franken bei Anlagen in der Schweiz
- Bis 2009 war gemäss BVV nur eine geringe (5%) internationale Allokation möglich
- Marktzugang ist für kleine Schweizer Pensionskassen schwierig
- Junger internationaler Investmentmarkt: Marktüberblick, Track Record und Benchmarking sind dabei Probleme, die sich stellen
- Auslandsegment ist in der Regel volatiler
- Interne Schwierigkeit bei der organisatorischen Zuteilung der internationalen Immobilienanlagen
- Know-how und Erfahrung von Schweizer Beratern fehlt oft in diesem Bereich.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Kombination unterschiedlicher Faktoren zu der starken nationalen Ausrichtung der Immobilienallokationen geführt hat.

13.5 Vergleich mit ausländischen institutionellen Investoren

Im Gegensatz zu Schweizer Pensionskassen investieren die ausländischen institutionellen Anleger öfters ausserhalb ihres Heimmarktes. Die Allokation in ausländische Immobilien fällt jedoch bei europäischen Institutionellen sehr unterschiedlich aus, wie aus Abbildung 2 ersichtlich wird.

	Deutschland	Grossbritannien	Niederlande
Direktinvestitionen	57.5%	65.6%	37.2%
Indirekte (nicht-kotiert)	28.8%	28.6%	34.2%
Andere (Joint Venture, kotiert)	13.7%	5.7%	28.5% ²
Total Anteil Ausland	34%	13%	57%

Abbildung 2: Relative Allokation von institutionellen Investoren in Immobilien

Quelle: INREV (2010)

Gemäss der INREV Investment Intentions Survey 2011 plant die Mehrheit der befragten Institute in den drei untersuchten Ländern Deutschland, Grossbritannien und Niederlanden, ihre Allokation in ausländische Immobilien weiter auszubauen. Bevorzugt werden dabei mehrheitlich indirekte Investmentvehikel. Dabei ist besonders die Performance der zwei grössten niederländischen Pensionskassen APK (EUR 20 Mrd. in Immobilien) und PGGM (EUR 10 Mrd. in Immobilien) hervor zu heben, welche im Jahr 2009 bei 13% bzw. 9% lag. Auch wenn die Finanz- und Immobilienkrise in den vergangenen Jahren Spuren hinterlassen hat, wird an der internationalen Diversifikation bei der Mehrheit der ausländischen institutionellen Investoren festgehalten. Von Interesse für Schweizer Pensionskassen ist, dass sich viele dieser ausländischen Pensionskassen bis vor einigen Jahren in derselben Situation befanden, wie heute die Schweizer Pensionskassen. Die Immobilienportfolios waren geprägt von inländischen Direktinvestitionen fast ohne internationale Diversifikation.

² Der direkte Vergleich ist durch die Berücksichtigung von EUR 26.5 Mrd. kotierten Immobilienanlagen bei den Niederlanden verzerrt. In den Statistiken der anderen Länder werden kotierte Immobilienanlagen nicht zu den Immobilienanlagen gezählt.

13.6 Internationale Diversifikation bringt Vorteile

Neben der angespannten Situation auf dem Schweizer Immobilienmarkt existieren diverse weitere Gründe, weshalb es für Schweizer Pensionskassen im aktuellen Zeitpunkt sinnvoll ist, die Planung und Umsetzung einer internationalen Immobilienstrategie in Angriff zu nehmen:

- *Geografische Diversifikation*: Aufgrund des kleinräumigen und stark verflochtenen Schweizer Immobilienmarktes ist es kaum möglich durch inländische Immobilienportfolios echte Diversifikationseffekte zu erzielen. Hingegen weisen diverse Studien darauf hin, dass durch internationale Portfolios das Rendite-/Risiko-Potential optimiert werden kann. Auch wenn die Korrelation zwischen den Immobilienmärkten in den vergangenen Jahren zugenommen hat, besteht bei einem global diversifizierten Immobilienportfolio nach wie vor ein beträchtliches Diversifikationspotential wie dies de Wit (2009), Gordon et al. (1998) und Eichholz (1996) unabhängig voneinander in ihren Forschungsbeiträgen belegen konnten.
- *Risikodiversifikation*: Eine im Jahr 2009 erschienene Studie von Pacific Star und der Henley Business School ist zum Schluss gekommen, dass für Immobilieninvestitionen eine Allokation von rund 40% in Europa, 30% in Amerika und 30% in Asien optimal ist. Die Studie zeigt ausserdem auf, dass für ein europäisches Portfolio bei gleichbleibender Rendite das Risiko reduziert werden kann. In Abbildung 3 ist dieser Risikodiversifikationseffekt anhand von zwei unterschiedlichen Immobilienportfolios exemplarisch dargestellt.

Portfolio Allokation	Volatilität	durchschnittliche jährliche Netto-Rendite	Sharpe Ratio
100% Core Fonds	6.8%	5.7%	0.387
50% Core, 21% Opportunistic, 20% Value-Added, 9% REITs	8.2%	6.7%	0.446

Abbildung 3: Risikodiversifikation

Quelle: Lucassen (2011)

- *Zeitliche Diversifikation:* Ergänzend zur Diversifikation nach Risiko und geografischen Region besteht bei Immobilienanlagen die Möglichkeit und Notwendigkeit der zeitlichen Diversifikation. Bei Investitionsentscheidungen im internationalen Umfeld sind die Kauf- und Verkaufszeitpunkte entscheidend. Um die negativen Auswirkungen von Marktschwankungen zu minimieren, sollte ein internationales Portfolio über mehrere Jahre aufgebaut werden. Die Erfahrungen der deutschen, englischen und niederländischen institutionellen Investoren zeigen, dass es mehrere Jahre braucht, um eine globale Immobiliendiversifikation erfolgreich umzusetzen.
- *Währungs-Diversifikation:* Auch wenn in den vergangenen zwei Jahren die starke Aufwertung des Schweizer Frankens ein Grossteil der Rendite eliminierte, welche Schweizer Investoren auf den internationalen Immobilienportfolios erzielt hatten, dürfte sich langfristig eine Währungsdiversifikation durch ein verbessertes Rendite-/Risiko-Profil auszahlen. Der aktuelle starke Schweizerfranken insbesondere im Vergleich zum Euro und US Dollar führt dazu, dass Auslandsinvestitionen für Schweizer Investoren zunehmend an Attraktivität gewinnen. Zudem sind bei Immobilien bezüglich Währungsabsicherungen gleiche Überlegungen zu machen wie bei ausländischen Aktien und Obligationen.
- *Rendite-/Risiko-Profil:* Internationale Immobilienanlagen empfehlen sich nicht nur aufgrund der geographischen Diversifikation, sondern sind auch mit dem erweiterten und attraktiveren Rendite-/Risiko-Spektrum verbunden. Während für britische Investoren eine stärkere internationale Ausrichtung des Immobilienportfolios primär zu einer Reduktion des Risikos führt, besteht für Schweizer und deutsche Investoren ein Renditeoptimierungspotenzial. So ist es einer Schweizer Pensionskasse beispielsweise möglich, durch Investitionen in Wohnimmobilienentwicklungen in Schwellenländer oder in Value-Added Objekten in den interessanten Städten in Europa eine Renditeoptimierung zu erreichen.
- *Investierbares Universum:* Dem Schweizer Immobilienbestand von ca. CHF 2'500 Mrd. (Wüest & Partner) sind überschaubare Grenzen gesetzt. Insbesondere der Mangel an attraktiven Neu-Investitionsmöglichkeiten innerhalb der Schweiz dürfte dazu führen, dass internationale Immobilienanlagen an Bedeutung hinzugewinnen werden. Im Weiteren gibt es in der Schweiz nur beschränkte Möglichkeiten um in Value-Added Immobilienobjekte zu investieren. Durch eine internationale Immobilieninvestitionsstrategie wird es

Schweizer Investoren ermöglicht, das investierbare Universum markant auszuweiten.

- *Urbanisierung, demographische und wirtschaftliche Entwicklung:* Ausländische Immobilienanlagen sind eine gute Möglichkeit, um von der Urbanisierung, den demografischen Trends und dem wirtschaftlichen Wachstum in den aufstrebenden Märkten zu profitieren. Im aktuellen Umfeld bieten sich hierfür ausgewählte asiatische Staaten besonders an. Demgegenüber sind die Opportunitäten in Europa mit einem guten Managementteam mehr im Distressed Bereich mit Value-Add Opportunitäten zu finden.
- *Starke Verhandlungsposition:* Investoren profitieren im aktuellen Marktumfeld von einer guten Verhandlungsposition, da verschiedene internationale Fondsmanager Schwierigkeiten haben, Kapital für ihre Fonds zu akquirieren.

13.7 Umsetzung neuer Strategien

Grundsätzlich bestehen zwei Möglichkeiten, um am Immobilienmarkt zu partizipieren. Einerseits durch den Ankauf bestehender Gebäude und Projektentwicklung (direkte Immobilienanlagen) oder durch die Beteiligung an Investitionsvehikeln (indirekte Immobilienanlage). Für erfolgreiche Immobilieninvestitionen sind sowohl umfangreiche Kenntnisse über die makroökonomischen Rahmenbedingungen wie auch über den lokalen Markt erforderlich. Während sich für Investitionen innerhalb der Schweiz auch direkte Immobilienanlagen anbieten, erfordert eine ausreichende internationale Diversifikation den Zugang über indirekte Immobilienanlagen. Da gerade für kleinere und mittelgrosse Schweizer Pensionskassen nur indirekte Beteiligungen an ausländischen Immobilien in Frage kommen, werden nachfolgend die Instrumente der indirekten Immobilieninvestments genauer betrachtet. In Abbildung 4 ist das geschätzte Marktvolumen des globalen indirekten Immobilieninvestitionsuniversums grafisch dargestellt. Indirekte Immobilienanlagen lassen sich in kotierte und nicht-kotierte Investitionsvehikel unterteilen.

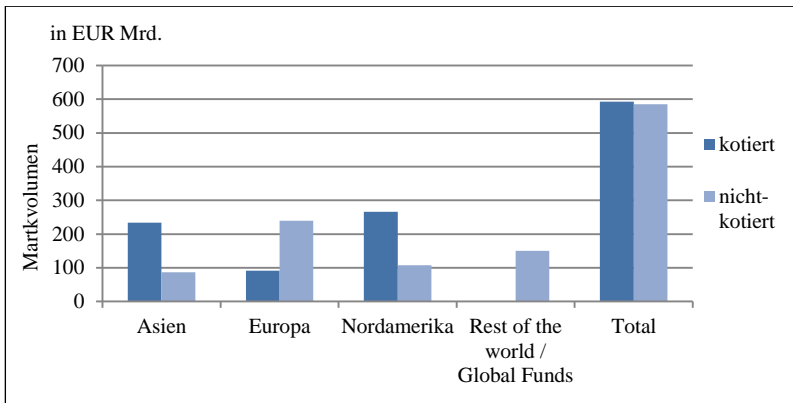


Abbildung 4: Geschätztes Marktvolumen des globalen indirekten Immobilienuniversums

Quelle: Lucassen (2011)

Aus ökonomischer Sicht können kotierte Instrumente nur in geschlossener Form auftreten, da das Kapital im Voraus festgelegt wurde und nur mit Hilfe einer Kapitalerhöhung geändert werden kann. Zu den kotierten Anlageinstrumenten zählen börsenkotierte Fonds und Immobiliengesellschaften.

Nicht-kotierte Immobilienanlagen

Bei den nicht-kotierten Anlagen wird zwischen geschlossenen und offenen Fonds sowie Anlagestiftungen unterschieden. Während die offenen Fonds mehrheitlich im Core Bereich investieren, sind geschlossenen Fonds in einem sehr viel breiteren Rendite-/Risiko-Profil aktiv. Das Rendite-/Risiko-Profil, welches die verschiedenen Anlageobjekte beinhaltet, ist in Abbildung 5 grafisch dargestellt.

Indirekte Anlagevehikel gewinnen vermehrt das Interesse der institutionellen Anleger. Einerseits wächst generell das Bedürfnis der Investoren, den Immobilienbestand auszubauen. Andererseits ist es aus Risiko- und Effizienzüberlegungen heraus notwendig, dass die Immobilieninvestitionen effizient gehalten werden. Auch in der Pensionskassenstatistik 2011 von Swisscanto konnte vor allem bei kleineren Kassen ein Trend in Richtung indirekte Immobilienanlagen festgestellt werden. Ein Grund dafür dürfte sein, dass für ein direkt gehaltenes Immobilienportfolio etwa CHF 300 Mio. als Minimum für eine professionelle und effiziente Verwaltung erachtet werden.

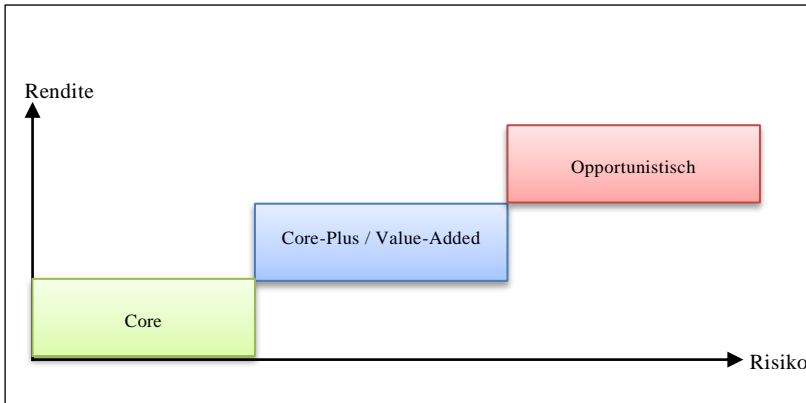


Abbildung 5: Rendite/Risiko-Profil

Abbildung 6 zeigt die Anzahl internationaler, nicht kotierter, geschlossener Fonds, welche gegenwärtig Kapital aufnehmen wollen und welches Zielvolumen dabei angestrebt wird. Das Gesamtvolumen beträgt rund USD 131 Mrd., wobei mehr als 50% die USA betrifft, welches weltweit immer noch den größten investierbaren Immobilienmarkt darstellt. Gerade asiatische Immobilienfonds eignen sich, um von den wirtschaftlichen und demografischen Entwicklungen mittels Immobilieninvestitionen zu profitieren. Für einen ersten Überblick über die Fonds in Europa eignet sich die Datenbank vom europäischen Verband INREV. Dabei berücksichtigt die Datenbank rund 464 Fonds mit einem Gesamtvermögen von EUR 260 Mrd.

	USA	Europa	Asien/ Rest of World	Total
Anzahl Fonds	220	97	81	398
Zielvolumen (USD)	70 Mrd.	35 Mrd.	26 Mrd.	131 Mrd.
Durchschnittsgröße Fonds (USD)	318 Mio.	360 Mio.	321 Mio.	331 Mio.

Abbildung 6: Fonds im Fundraising

Quelle: Preqin (2010)

13.8 Gründe für Investition in nicht-kotierte Immobilienfonds

Die Vorteile von Investitionen in nicht-kotierte Immobilienfonds sind gemäss der INREV Investment Intentions Survey 2011 in erster Linie darin begründet, dass die Investoren durch diese Immobilien-Anlageklasse Zugang zu Fondsmanagern mit ausgewiesener Expertise erhalten (Prozent der Zustimmung). In Abbildung 7 sind die Gründe für Investitionen in nicht-kotierte Immobilienfonds aufgelistet.

Durch Investitionen in nicht-kotierte Immobilienfonds besteht die Möglichkeit, die aktuellen Marktchancen zu nutzen, Zugang zu einem spezifischen Sektor zu erhalten und vom Diversifikationseffekt profitieren zu können. Insbesondere im aktuellen Marktumfeld, in welchem Core-Investitionen in vielen Märkten (u.a. auch China) hoch bewertet sind und eine rege Bautätigkeit herrscht, ist Vorsicht geboten. Für Investoren, welche fähig und willig sind ausserhalb der Tier 1 Märkte zu investieren, bieten sich weiterhin attraktive Anlagemöglichkeiten. Dies lässt sich auch durch die gestiegenen Spreads zwischen Tier 1 und Tier 2/3 Objekten begründen.

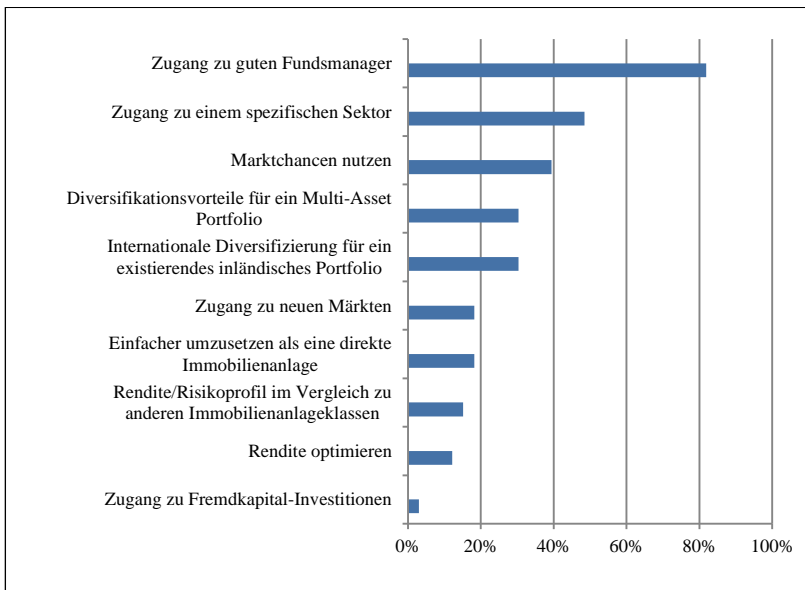


Abbildung 7: Gründe für Investition in nicht-kotierte Immobilienfonds

Quelle: INREV Investment Intentions Study (2011)

In Anbetracht der gegenwärtigen Immobilienpreisentwicklung sind mit Immobilienanlagen unbestritten gewisse Risiken verbunden. Folglich ist es unvermeidbar, dass die Sorgfaltspflicht und Sicherheit bei der Auswahl der Manager und dem Monitoring der Manager in jedem Fall eingehalten werden. Dazu gehört neben einem zeitgemässen Risikomanagement, einer aktiven Währungsabsicherung auch eine ausreichende Diversifizierung des Immobilienportfolios. Zudem sind bei den Nachteilen der indirekten Immobilienanlagen die Gebühren zu erwähnen. Die relativ hohen Gebühren relativieren sich in Anbetracht der Diversifikationsvorteile, welche schon bei geringen Investitionsvolumina erreicht werden können. Neben dem Diversifikationsargument ist besonders in diesem Marktumfeld von Direktanlagen im Ausland abzusehen, weil ein aktiver Managementansatz vor Ort hinsichtlich Vermietung und Umsetzung der Business Pläne (z.B. Umbau) unerlässlich ist.

13.9 Fazit: Internationalisierung ist attraktiv

Schweizer Pensionskassen stehen seit Jahren unter einem zunehmenden Anlagedruck, um die erforderliche Mindestrendite erwirtschaften zu können. Die negative Wertentwicklung und hohe Volatilität der Aktienmärkte in den vergangenen Wochen und Monaten dürfte zu einer zusätzlichen Verschlechterung des Deckungsgrades bei Schweizer Pensionskassen führen. Um langfristig die notwendige Mindestrendite zu erzielen, müssen die Schweizer Pensionskassen zukünftig neue Renditequellen erschliessen. Der Schweizer Immobilienanteil vieler Pensionskassen liegt heute bereits zwischen 10% bis 20%. Bei Anteilen über 20% ist aufgrund des damit bestehenden Klumpenrisikos eine Diversifikation ins Ausland angebracht. Der bereits heute weitgehend ausgetrocknete Schweizer Immobilienmarkt sowie das zusätzliche Renditepotenzial, welches durch eine internationale Diversifikation erschlossen werden kann, sprechen für eine international ausgerichtete Immobilienallokation. Folglich wird es eine Frage der Zeit sein, bis Schweizer Pensionskassen vermehrt im Ausland nach attraktiven Immobilieninvestitionen Ausschau halten.

Da der Aufbau eines global diversifizierten Immobilienportfolios einen längeren Zeitraum in Anspruch nimmt, sollte die Planung möglichst früh in Angriff genommen werden. Insbesondere der Aufbau von internem Know-how und die Entwicklung und Umsetzung eines internationalen Immobilienengagements

sind nicht zu unterschätzen.³ Der starke Schweizer Franken sowie das attraktive Bewertungsniveau in vielen ausländischen Immobilienmärkten bieten für Schweizer Investoren im aktuellen Zeitpunkt attraktive Gelegenheiten, um mit der Planung und Umsetzung einer internationalen Immobilienanlagestrategie zu beginnen.

Literaturverzeichnis

- Barnes, M., et al. (2010): A TIPS Scorecard: Are They Accomplishing Their Objectives?, in: *Financial Analysts Journal*, September/October, Vol. 66, No. 5, S. 68–84.
- Benjamin, J., et al. (2001): Returns and Risk on Real Estate and Other Investments: More Evidence, in: *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 7, No. 3, S. 183-214.
- Boudoukh, J. / Richardson, M. (1993): Stock returns and inflation: a long horizon perspective, in: *American Economic Review* Vol. 83, S. 1346–1355.
- Brachinger, H.-W. (2005): Der Euro als Teuro? Die wahrgenommene Inflation in Deutschland, in: *Wirtschaft und Statistik* 9/2005, Statistisches Bundesamt, S. 999-1013.
- Browne, F. / Cronin, D. (2007): Commodity Prices, Money, and Inflation, *European Central Bank Working Paper Series*, No. 738, March 2007.
- Cagan, P. (1956): The Monetary Dynamics of Hyperinflation, in: Friedman, M. (Hrsg.): *Studies in the Quantity Theory of Money*, S. 25—117.
- Cecchetti, S., et al. (2010): The Future of Public Debt: Prospects and Implications, *BIS Working Papers* No 300.
- Chan, K., et al. (1990): Risk and Return on Real Estate, in: *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, Vol. 18, S. 431-452.
- Edwards, F. / Park, J. (1996): Do Managed Futures Make Good Investments?, in: *The Journal of Futures Markets*, Vol. 16, S. 475-517.
- Elton, E., et al. (1987): Professionally Managed, Publicly Traded Commodity Funds, in: *Journal of Business*, Vol. 60, No. 2, S. 175-199.
- Friedman, M. (1956): The Quantity Theory of Money: A Restatement, in: Friedman, M.: *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, S. 3-21.
- Goodfriend, M. (2001): Interest on Reserves and Monetary Policy, *Federal Reserve Bank of New York*, April 2001.
- Gorton, G. / Rouwenhorst, K. (2006): Facts and Fantasies about Commodity Futures, in: *Financial Analysts' Journal*, Vol. 62, No. 2 [March/April], S. 47-68.

³ Vgl. Davidson, J. (2011).

- Guedj, I., et al. (2011): Futures-Based Commodity ETFs, in: *The Journal of Index Investing*, Summer 2011, Vol. 2, No. 1, S. 14-24.
- Gyourko, J. / Linneman, P. (1988): Owner-occupied homes, income-producing properties, and REITs as inflation hedges: Empirical findings, in: *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 1, No. 4, S. 347-372.
- Hall, T. / Noble, N. (1987): Velocity and the Variability of Money Growth: Evidence from Granger-Causality Tests, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 19, No. 1, S. 112-116.
- Hartzell, D., et al. (1987): Real Estate Returns and Inflation; in: *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, Vol. 15, S. 617-637.
- Healey, T., et al. (2005): Timber as an Institutional Investment, in: *The Journal of Alternative Investments Winter 2005*, Vol. 8, No. 3, S. 60-74.
- Hildebrand, P. (2004): Vom Monetarismus zur Inflationsprognose: Dreissig Jahre Schweizerische Geldpolitik, Öffentliche Vorlesung Universität Bern, 23. November 2004.
- Hoesli, M. (1994): Real Estate as a Hedge Against Inflation, *Journal of Property Valuation and Investment*, Vol. 12, Issue 3, S. 51–59.
- Hudson, M. / Sommers, J. (2011): The Spectre Haunting Europe: Debt Defaults, Austerity, and Death of the «Social Europe» Model, www.globalresearch.ca/index.php?context=va&aid=22846.
- Ibbotson, R. / Siegel, L. (1984): Real Estate Returns: A Comparison with Other Investments, in: *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, Vol. 12, S. 219-242.
- International Monetary Fund (2010): *World Economic Outlook 2010*.
- International Monetary Fund (2011): *World Economic Outlook 2011*.
- Ip, G. (2008): Fears of Stagflation Return as Price Increases gain Pace, in: *Wall Street Journal Online*, 21 Feb 2008.
- Irwin, S. / Brorsen, B., (1985): Public futures funds, in: *Journal of Futures Markets*, Vol. 5, No. 2, S. 149-171. Forest Research Group (2007): Inflation and Timberland Returns, in: *Forest Research Notes*, Vol. 4, No. 3, Q3, 2007.
- Jordan, T. / Rossi, E. (2010) Inflation und die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank, in: *Die Volkswirtschaft*, 1/2-2010, S. 21-25.
- Keister, T. / McAndrews, J. (2009): Why Are Banks Holding So Many Excess Reserves?, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report no. 380.
- Knotek, E. / Terry, S: (2009): How Will Unemployment Fare After Following the Recession?, Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, 3rd Quarter 2009.
- Makinen, G. / Woodward, G. (1990): Funding crises in the aftermath of World War I, in: Dornbusch, R., Draghi, M. (Hrsg.): *Public Debt Management: Theory and History*, Cambridge University Press.
- Mägerle, J. / Oleschak, R. (2009): *Das Zahlungssystem Swiss Interbank Clearing (SIC)*, Schweizerische Nationalbank.
- McKinsey Global Institute (2010): *Debt and Deleveraging: The Global Credit Bubble and its Economic Consequences*.

- Normand, J. (2006). Hedging Inflation with Real Assets, J.P. Morgan Securities Ltd., Global Currency, Commodity and Fixed Income Strategy.
- Offenbacher, E. (2002): Dollarization and Indexation in Israel's Inflation and Disinflation: «There's more than one way to skin a cat», Monetary Department, Bank of Israel.
- Sawyer, N. (2010): Pensions face RPI-CPI basis risk, in: www.risk.net.
- Scotiabank (2011): Scotiabank Commodity Price Index, 28 Feb 2011.
- Sturzenegger, F. / Zettelmeyer, J. (2006): Debt defaults and lessons from a decade of crises, MIT Press.
- Tatom, J. (1983): Was the 1982 Velocity Decline Unusual?, Federal Reserve Bank of St. Louis, August/ September, S. 5-15.
- Ward, A. / Bryant, C. (2010): Latvia austerity illustrates political risk, in: Financial Times, 25. März 2010, auch unter: www.ft.com/cms/s/0/7930f1a8-385c-11df-aabd-00144feabdc0.html#ixzz1HQsLzqnX.
- Woodford, M. (2000): Monetary Policy in a World without Money, in: International Finance, Vol. 3, No. 2, S. 229-60.
- Wurtz bach, C., et al. (1991): The Impact of Inflation and Vacancy of Real Estate Returns, in: The Journal of Real Estate Research, Vol. 6, Issue 2, S. 153-168.

