

«Das Herdenverhalten der Investoren ist ein Systemrisiko»

Investmentmärkte – Die abgeblasene Zinswende könnte Anleger veranlassen, Immobilien noch viel teurer als bisher einzukaufen und zur gefürchteten Überhitzung führen, warnt Andreas Loepfe, Managing Director des CUREM.

Interview: Richard Haimann

IMMOBILIEN Business: Herr Loepfe, Sie haben bereits vor einigen Jahren die These des «Low for long» postuliert, wonach die Zinsen sehr viel länger tief bleiben und weiter sinken könnten, als dies vielfach erwartet wurde. Nun rät der Internationale Währungsfonds (IWF) den Notenbanken, im Fall einer neuen Konjunkturkrise die Leitzinsen auf bis zu minus zehn Prozent zu senken. Fühlen Sie sich von höchster Warte bestätigt?

Andreas Loepfe: Ja, allerdings weniger durch den IWF als die effektive Zinsentwicklung. Das IWF-Papier formuliert lediglich eine Handlungsempfehlung für einen weiteren Krisenfall. Die jüngsten Erklärungen der Europäischen Zentralbank machen zudem deutlich, dass eine Zinswende in der Eurozone weiterhin nicht zu erwarten ist.

Da die Schweizerische Nationalbank ihrerseits kaum eine Zinswende vor einem entsprechenden Schritt der EZB einläuten wird, dürften auch die Zinsen in der Schweiz tief bleiben.

Ihrer These zufolge ist das seit gut drei Dekaden sinkende Zinsniveau nicht allein eine Folge der Geldpolitik der Notenbanken...

Die Notenbanken können durch die Änderungen der Leitzinsen nur das Zinsniveau am kurzen Ende beeinflussen. Das Zinsniveau am langen Ende, also beispielsweise bei Hypothekendarlehen über 5, 10 oder sogar 20 Jahre, wird dagegen durch das Verhältnis von Angebot und Nachfrage am Kreditmarkt bestimmt. Und hier sinken seit mittlerweile gut 30 Jahren die Zinsen, weil immer

mehr Sparkapital auf einen immer geringeren Kreditbedarf trifft.

Sie führen dies darauf zurück, dass einerseits die Konsumenten in den Industrieländern und andererseits auch die wachsende Mittelschicht in den aufstrebenden Wirtschaftsnationen immer mehr Geld zurücklegen, während zeitgleich der Bedarf an Krediten immer weiter gesunken ist?

Richtig. Die These des «Low for long» stammt im Übrigen natürlich nicht von

mir. Ich finde sie nur wesentlich einleuchtender als das Mantra der «verrückten» Zentralbanker. Vor gut 150 Jahren musste der Unternehmer und Politiker Alfred Escher die Schweizerische Kreditanstalt, die heutige Credit Suisse, ins Leben rufen, um die Erweiterung des Schienennetzes der Schweiz finanzieren zu können. Im heutigen Zeitalter der Digitalisierung müssen – vereinfacht gesagt – für Innovationen nur neue Softwareprogramme geschrieben werden. Der Bedarf an Krediten für die



© christoph.dill | gedanken gestalter.ch

Andreas Loepfe, 55, ist Partner und Geschäftsführer von INREIM – Independent Real Estate Investment Managers und Managing Director des Center for Urban & Real Estate Management, CUREM, der Universität Zürich.

epochalen Infrastrukturen ist in der heutigen Wirtschaft deutlich niedriger als früher.

Das bedeutet, dass das Zinsniveau immer weiter sinken wird?

Diese Annahme könnte sich ebenso als Trugschluss erweisen, wie die in der Vergangenheit immer wieder enttäuschten Erwartungen einer nahen Zinswende. Die Zinsen sind nun 30 Jahre gefallen. Es ist durchaus wahrscheinlich, dass sie in den nächsten Jahren einen Wendepunkt erreichen und dann womöglich wiederum über Jahrzehnte hinweg langsam steigen werden.

Weil die Digitalisierung inzwischen doch zu substantziellen Wachstumsschüben führt?

Kaum. Jedenfalls gibt es für diese Annahme bislang keine Indizien. Selbst der Finanzierungsbedarf zur Entwicklung neuer Technologien wie das Elektroautomobil ist im historischen Vergleich sehr gering.

Elon Musk beispielsweise musste nicht erst eine Bank gründen, um Tesla auf den Weg bringen zu können. Obwohl er eine vollkommen neue Technik in der Automobilindustrie eingeführt hat, finanziert er das Unternehmen bislang allein durch die Ausgabe von Aktien und Anleihen.

Was könnte Ihrer Meinung nach denn eine Zinswende auslösen?

Die absehbare sukzessive Pensionierung der wohlhabenden Babyboomer- generation.

Sie sprechen von den letzten geburtenstarken Jahrgängen in den westlichen Industrienationen, die von den frühen 1950er- bis in den späten 1960er-Jahren geboren wurden?

In Europa, Nordamerika und Japan werden in den kommenden zehn Jahren mehr als 100 Millionen Angehörige dieser Alterskohorte aus dem Arbeitsleben ausscheiden und in den Ruhestand wechseln. Sie werden dann nicht mehr Geld verdienen und Sparrücklagen bilden, sondern beginnen, ihre Erspar-

nisse zu verzehren, um damit ihr Rentnerdasein zu finanzieren.

Sie sprechen vom sogenannten Asset Meltdown, der von einigen Kapitalmarkttheoretikern angenommenen massiven Entsparphase, die dazu führen wird, dass die Preise aller Investments, also neben Immobilien auch die der Aktien und Private Equities massiv sinken?

Ja. Die demografische Entwicklung kann durch andere, schwieriger zu prognostizierende Einflüsse überlagert werden. Kaum jemand kann das bereits angesprochene Wirtschaftswachstum vorhersehen. Dieses ist bei aller Freude über den weltweiten Konjunkturverlauf in den letzten Jahren spürbar gesunken. Die zweite grosse Unbekannte ist die Zukunft des Sparverhaltens. Niedrige Zinsen machen das Sparen an sich unattraktiv. Nur, wenn wir davon ausgehen müssen, dass wir aufgrund der niedrigen Zinsen mehr sparen müssen, um unser Alter finanzieren zu können, dann wird die Sparneigung auch mit sinkenden Zinsen steigen. Ein Teufelskreis: Das zusätzliche Sparkapital löst einen zusätzlichen Druck auf die Zinsen aus.

Dem steht aber die Entsparung der Babyboomer gegenüber...

Aber ja, für sich alleine betrachtet wird der Wechsel der Babyboomer aus dem Arbeitsleben in den Ruhestand dazu führen, dass die Zinsen langsam wieder ansteigen, was im Übrigen zu entsprechend sinkenden Marktwerten festverzinslicher Anlagen, inklusive Hypotheken, führen wird. Die Babyboomer gehen aber nicht alle auf einen Schlag in Rente. Die ersten haben dies bereits getan. Wer 1965 das Licht der Welt erblickte, wird aber erst 2030 seinen 65. Geburtstag feiern. Und vielleicht arbeiten wir bis dahin schon bis 70.

Das würde dann im Nachhinein doch noch die Strategie jener Akteure am Immobilienmarkt bestätigen, die in Erwartung einer Zinswende durch die Notenbanken zuletzt nur noch sehr vorsichtig Liegenschaften erworben haben, weil deren Preise so stark

gestiegen und deren Renditen spiegelbildlich immer weiter geschrumpft sind...

Wahrscheinlich schon – zumal die Situation ja anhält, und zehn Jahre lang «zurückhaltendes» Einkaufen ergibt auch ein erhebliches Volumen. Meine Befürchtung ist jedoch, dass zu viele Akteure ihre Investmententscheidungen am Immobilienmarkt vom Ausblick auf die Entwicklung der Leitzinsen abhängig machen.

Jetzt, wo es so aussieht, als wenn die Leitzinsen noch für längere Zeit tief bleiben, wächst nun bei genau diesen Investoren die Bereitschaft, noch höhere Preise für Liegenschaften zu bezahlen und noch tiefere Renditen zu akzeptieren.

Damit sind die Aussichten für Projektentwickler und Bestandshalter, deren Immobilien weitere Aufwertungen erfahren, doch eher positiv.

Die Gefahr ist jedoch, dass Investoren nun versucht sein könnten, Liegenschaften so aggressiv zu preisen, dass es tatsächlich zu den befürchteten Übertreibungen kommt. Das zeigt sich auch darin, dass Akteure, die noch vor einem Jahr angesichts des damals erreichten Preisniveaus vor einem Einbruch am Immobilienmarkt warnten, heute zur Ansicht gekommen sind, dass der Boom noch weiter anhalten kann. Dieser Konsens ist gefährlich...

Weil er an eine Horde Lemminge erinnert, die alle gemeinsam auf die Klippe zulaufen?

Ja, das Herdenverhalten der institutionellen Anleger, das durch die konsensorientierten Berater noch gefördert wird, stellt ein Systemrisiko dar. Wenn die Mehrheit der Akteure keine baldige Zinswende mehr erwartet, wird es salonfähig, die bisherige Zurückhaltung aufzugeben – und wirklich astronomische Preise zu bezahlen.

Es ist schon etwas paradox: Bis anhin schützte die Fehleinschätzung der Zinsentwicklung weitgehend vor Überhitzungen. Nun könnte es schliesslich doch noch heikel werden, vor allem für Immobilieneigentümer, die mit mehr als einem Drittel Fremdkapital arbeiten. ▲