

# «Zu sinkenden Immobilienpreisen kann es jederzeit kommen»

**Marktzyklen** – Etliche Analysten sehen das nahe Ende des jahrelangen Immobilienbooms in der Schweiz. Andreas Loepfe, Managing Director des CUREM, betrachtet die Lage deutlich differenzierter.

Von Richard Haimann

**IMMOBILIEN Business:** Herr Loepfe, egal ob in Zürich, Frankfurt oder New York – rund um den Globus sehen etliche Analysten den seit rund sieben Jahren anhaltenden Aufschwungzyklus an den Immobilienmärkten in der letzten Phase. Sie verorten eine Überproduktion bei Büro-, Handels- und Wohngebäuden und sehen die zuletzt leicht gestiegenen Zinsen als mutmassliche Katalysatoren einer bevorstehenden Trendwende ...

**Andreas Loepfe:** CUREM veranstaltete bereits 2005 einen Anlass zu «Real Estate Bubbles» – spätestens seit da warnen Analysten vor einem Preiseinbruch an den Immobilienmärkten. Zu sinkenden Liegenschaftspreisen kann es selbstverständlich jederzeit kommen. Ich bezweifle aber, dass die genannten, derzeit häufig ins Feld geführten Faktoren die entscheidenden Ursachen dafür sein werden.

**Aber das liegt doch auf der Hand:**

*Werden zu viele Flächen produziert, sinken die Mieten und damit auch die Preise von Liegenschaften. Steigende Zinsen wiederum üben gleich in zweifacher Hinsicht Druck auf die Immobilienpreise aus: Sie verteuern die Finanzierungskosten und machen Obligationen als Anlageersatz attraktiver für Investoren.*

Tatsächlich? Zehnjährige Eidgenossen rentieren immer noch nur um null Prozent. Deutsche Bundesanleihen gleicher Laufzeit werfen knapp 0,4 Prozent ab, französische Staatsanleihen 1,1 Prozent. Das sind keine Rahmenbedingungen, die institutionelle Investoren dazu verleiten, Immobilien wieder in Obligationen umzuschichten. Kommt hinzu,



---

**Andreas Loepfe:** Der Managing Director des CUREM – Center for Urban & Real Estate Management – der Universität Zürich hat Architektur, Ökonomie und Immobilienökonomie studiert, ist Fellow of the RICS Royal Institution of Chartered Surveyors sowie Partner und Geschäftsführer von INREIM – Independent Real Estate Investment Managers in Zürich. Darüber hinaus hat Loepfe die drei Schweizer Immobilien-Anlagegruppen der Zürich Anlagestiftung aufgebaut und erfolgreich mit geführt.

---

dass steigende Zinsen auch die Marktwerte der Obligationen senken.

*In den USA rentieren zehnjährige Treasuries inzwischen bei 2,45 Prozent ...*

... dennoch sind dort die Preise der Liegenschaften bislang nicht gesunken. Und die Börsennotierungen kotierter Real Estate Investment Trusts, der steuertransparenten amerikanischen Immobilienaktien, zogen im bisherigen Jahresverlauf nach der jüngsten Statistik des Branchenverbands NAREIT um 0,4 Prozent an, nachdem sie im vergangenen Jahr trotz der beiden Leitzinserhöhungen und des Renditeanstiegs bei den US-Treasuries bereits um fast fünf Prozent zugelegt haben.

**Warum ist das so?**

Zinsänderungen haben Ursachen – sie treffen uns nicht wie ein «zufälliges» Gewitter oder ein Kälteeinbruch. Nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 hatten die Notenbanken weltweit die Leitzinsen massiv gesenkt. Das hätte nach der verbreiteten Lesart die Liegenschaftsmärkte beflügeln müssen. Tatsächlich jedoch brachen damals – mit Ausnahme der Schweiz und Südafrikas – weltweit die Immobilienpreise ein. Die Investoren befürchteten eine Depression wie in den frühen 1930er-Jahren. Damals ist die Mieternachfrage nach Büro- und Handelsflächen dramatisch gesunken.

*Gut ein Jahr später war jedoch absehbar, dass u.a. die Massnahmen der Zentralbanken und Regierungen eine lange, tiefe Rezession zunächst mal abgewendet hatten ...*

... und Investoren begannen wieder, in Liegenschaften zu investieren.

*Sie vermuten, dass viele Investoren noch heute derselben Meinung sind, obwohl die Federal Reserve Bank in den USA bereits zweimal den Leitzins wieder angehoben hat und inzwischen auch in Europa die Renditen der Obligationen wieder steigen?*

Die Notenbanken können die Höhe der Zinsen nur am kurzen Ende bewegen. Auf die langfristigen realen Zinsen haben sie kaum einen Einfluss. Die langfristigen Zinsen ergeben sich aus dem Verhältnis globaler Kreditnachfrage und -angebot. Das weltweit nachfrage-suchende Sparvermögen ist dabei in den vergangenen Jahrzehnten dramatisch auf mehr als 250 Billionen Franken gestiegen. Allein vom Jahr 2000 bis 2016 betrug der Zuwachs mehr als 130 Prozent. Denn nicht nur in den Industrienationen legen die Menschen immer mehr Geld auf die hohe Kante. In den aufstrebenden Staaten wächst die Mittelschicht immer stärker – und damit die Zahl der Menschen, die ebenfalls Vorsorge für ihr Alter treffen.

*Dem steht aber eine wachsende Kreditnachfrage in der Realwirtschaft gegenüber ...*

So sicher ist das nicht. Viele Konzerne verfügen über so hohe Barreserven, dass sie Investitionen nicht mehr fremdfinanzieren müssen. Apple als Beispiel sitzt auf liquiden Mitteln von umgerechnet mehr als 245 Milliarden Franken. Das ist etwas weniger als die Zurich Versicherungsgruppe global investieren kann.

*Das globale Kreditangebot übersteigt also die Nachfrage nach Kapital?*

Richtig. Deshalb erhalten jene Unternehmen und Immobilieninvestoren, die den Kapitalmarkt anzapfen, Kredite immer noch sehr günstig.

*Es gab in den vergangenen Jahren jedoch gerade in Europa auch hohe*

*Deflationserwartungen. Eine Furcht, dass ein krisenbedingt schrumpfender Konsum die Unternehmensgewinne schmälern würde, weil sie gezwungen wären, die Preise für ihre Waren zu senken und die Produktion herunterzufahren.*

In inflationären Zeiten ist es attraktiv, «Schulden» zu machen, weil die reale Schuld mit der Zeit schrumpft. Im deflationären Umfeld ist es umgekehrt: Die reale Schuld wächst, was die Nachfrage nach Kapital weiter dämpft.

*Die Deflationsgefahr scheint nun aber überwunden. Der Ölpreis zieht wieder an, Waren werden wieder teurer ...*

Ja, nachdem der Ölpreis unerwartet dramatisch eingebrochen ist. Auch hier müssen wir auf die realwirtschaftliche globale Entwicklung achten. Die Weltbevölkerung wächst glücklicherweise immer langsamer. Die Gefahr einer Überbevölkerung scheint gestoppt. Das bedeutet aber auch, dass die globale Güternachfrage geringer als in der Vergangenheit wachsen wird. Es ist durchaus möglich – vielleicht sogar wahrscheinlich –, dass wir bald wieder Inflation haben. Aber Achtung: Nur nominal wachsende Zinsen lösen zwar die Finanzierungsprobleme von Versicherungen und Pensionskassen – nicht aber der Versicherten! Insofern ist die politisch heiss geführte Debatte um die Aufrechterhaltung von «garantierten» Renten eine Farce. Was hat eine Rentnerin oder ein Rentner von einer garantierten Rente, die Jahr für Jahr weniger wert ist?

*Gehen Sie davon aus, dass es endlos einen Überschuss an Kapital geben wird und die Zinsen ewig niedrig bleiben?*

Nein. Die Zinsen sinken nun relativ kontinuierlich seit rund 25 Jahren. Wenn die globalen Ansparüberschüsse der Babyboomer sich abbauen oder ein unerwarteter, anhaltender Wachstumsschub einsetzt, werden die Zinsen langsam wieder steigen. Der langfristige Aufwärtstrend wird aber durch eine hohe und vielleicht noch steigende Volatilität der Zinsen so stark überlagert, dass es wiederum Jahre oder Jahrzehnte dauern wird, bis eine Trendwende wirklich erkennbar wird.

*Bleibt das Risiko der Überproduktion. An einer Reihe Schweizer Wohnungsmärkte sinken die Mieten bereits ...*

Die infolge sinkender Renditeansprüche gestiegenen Immobilienpreise stimulieren den Neubau und führen zu einer Ausdehnung der Mietflächen und damit zu sinkenden Mieten – stimmt. Und die sinkenden Mieten reduzieren wiederum einen Teil der renditegetriebenen Preissteigerungen – aber eben nur einen Teil. Das heisst: Netto bleibt auch nach Mietsenkungen ein positiver Preiseffekt für die Investoren – und eine erfreuliche realwirtschaftliche Verbesserung der Wohnraumversorgung.

Ich halte es für falsch, generell von einer Überversorgung zu sprechen, nur weil die Mieten nach Jahren mal wieder sinken. Ich denke, in vielen Marktsegmenten findet immer noch ein Abbau der «Unterversorgung» statt.

*Und die wachsenden Leerstände an den Büromärkten?*

Auch zehn bis 15 Prozent leerstehende Büroflächen im städtischen Raum sind weder für professionelle Investoren noch die Stadt als wirtschaftlicher und sozialer Organismus ein Problem. Investoren, die bei Projektentwicklungen die sinkenden Wachstumsraten nicht in ausreichendem Masse antizipieren und mit viel Fremdkapital arbeiten, müssen allerdings in der Tat mit erheblichen Abschreibungen rechnen. Und richtig schwierig wird es für die Bauindustrie, wenn der anstehende Kapazitätsabbau, wie in den 1990er-Jahren, wiederum mit ruinösen Preiskämpfen verbunden sein wird.

*Sie sagten zu Beginn unseres Gesprächs, es könne jederzeit zu einer Trendwende an den Immobilienmärkten kommen?*

Natürlich. Exogene Schocks, wie 2008 die Insolvenz von Lehman Brothers, können sich jederzeit ereignen. Es ist all das Unerwartete, was die Welt wirklich erschüttert – darauf können wir uns allerdings praktisch verlassen. Aus der strategischen Perspektive eines Investors mit einem langen Anlagehorizont stellt sich aber ohnehin die Frage, was denn anders sein soll, wenn die Preise sinken. ▲