

# «Die Ausländer kommen»

**Investmentmärkte** – Die Notenbanken werden die Leitzinsen nicht massiv anheben, sagt CUREM-Initiant Andreas Loepfe. Das wird den Franken stärker machen und internationale Investoren in die Schweiz ziehen.

Interview: Richard Haimann – Foto: Christoph Dill

**IMMOBILIEN Business:** *Herr Loepfe, Sie zählen zu den wenigen, die bereits zu Beginn der Corona-Krise vor anziehender Inflation warnten. Weshalb irrte sich die Mehrheit?*

**Andreas Loepfe:** Nun, die Mehrheit hört auf die Mehrheit. Das ist in einem Geschäft, in dem Prognosen praktisch immer falsch liegen, sicherer. 2020 gaben u.a. die Konjunkturpropheten den Ton an: Sie verglichen den Corona-bedingten Einbruch des BIP mit früheren Rezessionen, reflektierten aber kaum, dass diese andere Ursachen hatten. Meine damalige, eher narrative Beschreibung der Corona-Krise als eine Art freiwilliges, kollektives Fasten zugunsten von Risikogruppen erwies sich als adäquater. Wahrscheinlich hatte ich aber einfach nur Glück (lacht).

*«Waiting for Volcker» haben Sie ein bevorstehendes CUREM-Panel betitelt. Paul Volcker war jener US-Notenbank-Präsident, der Anfang der 1980er-Jahre mit einem Leitzins von 20 Prozent die Hochinflationsperiode beendete. Dem aktuellen Fed-Chef Jerome Powell trauen Sie nicht zu, die gegenwärtige Teuerung wieder einzufangen?*

Nein. Die aktuelle Rhetorik der aufgeschreckten Fed tönt zwar harsch, die nächste Überraschung ist aber doch schon programmiert: Die Konjunktur schwächt sich ab, unprofitable Unternehmen geraten in Konkurs, Inflationsängste und Arbeitslosenzahlen steigen und... die Inflation sinkt. Was eigentlich niemanden verwundern wird – der Fed aber den Vorwand gibt, vom Bremspedal zu gehen. Im Übrigen steht die nächste,

bisher noch unbekannte Krise schon vor der Tür.

*Seit Volckers Nachfolger Alan Greenspan hat die Fed jeden Brand an den Börsen mit einer Flut von Liquidität gelöscht. Die Leitzinsen wurden immer weiter gesenkt. Die Inflation aber ist ausgeblieben – bis vor Kurzem...*

Der Blick auf den Leitzins greift zu kurz. Der eigentliche Sündenfall der Notenbanken begann mit der unorthodoxen Geldpolitik in der Folge der Kreditkrise. Mit der Corona-Krise wurde dann zusätzlich noch Notenbankgeld direkt an die Konsumenten geleitet. Dass das nicht gutgehen kann, hat bereits um das Jahr 1520 Nikolaus Kopernikus in seiner Geldtheorie dargelegt.

*Die EZB hat sich bislang auf keine Leitzinserhöhungen verpflichtet. Auch, weil die Arbeitslosenrate in der Eurozone doppelt so hoch ist wie in den USA. In der Eurozone ist die Teuerung deshalb auch nur auf fünf Prozent gestiegen gegenüber sieben Prozent in den USA.*

Ja, immerhin hat die EZB auch angekündigt, ihre Anleihenkäufe zu reduzieren. Und die Anhebung der Leitzinsen wird vielleicht noch überraschen. Momentan sieht es in der Tat so aus, als hätte auch sie den Zug verpasst.

*Die Zentralbanken haben also versagt?*

Die Zentralbanken halfen uns über schwerwiegende «Krankheiten» wie die Finanzkrise hinweg. Die «Medikamente», Tiefstzinsen und massive Anleihenkäufe, wurden jedoch zusehends zur Optimierung des kurzfristigen Wohlbe-

findens missbraucht. Heute wird Morphium eingesetzt, um Kopfschmerzen zu bekämpfen.

*Also müsste ein Entzug kommen?*

Ja, und ein Entzug ist per Definition hart. Ich glaube aber, dass die Angst vor einer Rezession die Angst vor der Inflation bald überschattet – und die Notenbanken die Entzugskuren mildern oder gar stoppen werden. Wir dürfen nicht vergessen, dass bereits eine ganze Generation mit der Vorstellung eines geldpolitischen free lunch sozialisiert wurde.

*Was passiert mit den Immobilienmärkten? Die von der Fed angekündigte Leitzinssteigerung dürfte Finanzierungen verteuern...*

Ja, die Frage ist nur, wie viel der Zinssteigerung bereits eingepreist wurde. Die mir bekannten US-Projektentwickler haben bereits 2021 steigende Zinsen und steigende Nettoanfangsrenditen antizipiert.

*So können Schweizer Investoren weiter unbesorgt in US-Immobilien gehen?*

Sorglos? Das Problem sind die Wechselkurse. Bewahrheitet sich das Szenario einer langanhaltenden Inflation in den USA, wird der Dollar gegenüber dem weitaus stabileren Schweizer Franken längerfristig abwerten.

*Eine Beispielrechnung?*

Gerne. Beträgt die Inflationsdifferenz zwischen den USA und der Schweiz in den nächsten zehn Jahren durchschnittlich vier Prozent, ist der Dollar 2032 noch halb so viel wert wie heute.



Andreas Loeffe, Initiator und ehemaliger Leiter des CUREM der Universität Zürich, ist Partner und Geschäftsführer der INREIM AG, einem unabhängigen Immobilien Investment Manager- und Strategieberater.

### Waiting for Volcker

Wie können sich Investoren auf die kommenden Jahre bestmöglich vorbereiten? Dazu veranstaltet das CUREM Center for Urban & Real Estate Management der Universität Zürich am **31. März 2022 von 16 bis 17.30 Uhr** das Online-Panel «Waiting for Volcker». Referenten sind u. a. Thorsten Hens, Professor für Finanzmarktökonomie, Universität Zürich; Christoph Schaltegger, Professor für Politische Ökonomie, Universität Luzern

### Bislang konnten Aufwertungen den Kaufkraftverlust wettmachen...

Ein guter Einwand: Inflation ist aber kein Nullsummenspiel; sie ist gewissermaßen Sand im Getriebe einer Volkswirtschaft. Die Asset-Inflation hinkt deshalb der Konsumentenpreis-inflation und damit auch der Abwertung hinterher. Hinzu kommt eine steigende Volatilität der Wechselkurse. Meine Devise ist deshalb: «Keep away from the dollar.»

### Das Absichern von Währungen wird also in Zukunft noch wichtiger?

Das ist eine Glaubensfrage. Der MSCI Global Property Fund Index hatte von 2008 bis 2020 eine Performance in Euro von 5,3 Prozent pro Jahr; abzüglich Währungsabsicherungskosten waren es noch 3,1 Prozent – bei einer rund 20 Prozent tieferen Volatilität. Spreizen sich die Inflationsraten weiter, wird Währungsabsicherung noch teurer.

*Sollten Schweizer Investoren denn alle Fremdwährungen meiden? Auch China, wo die Inflationsrate nur 1,1 Prozent beträgt oder zehnjährige Staatsanleihen in Renminbi, die mit 2,7 Prozent rentieren?*  
Ich kenne mich in China nicht aus. Es scheint jedoch so zu sein, dass neben der Schweiz praktisch nur Schwellenländer eine vernünftige Geldpolitik betrieben haben.

### In der Schweiz ist die Inflationsrate mit 0,6 Prozent im Jahr 2021 im internationalen Vergleich sehr tief...

...was auch damit zu tun, dass die Verteuerung bei den Importen zum Teil durch die Aufwertung des Frankens kompensiert wurde. Die Kehrseite ist, dass der Aufwertungsdruck es der SNB praktisch verunmöglicht, den Leitzins vor der EZB anzuheben. Sonst kommt die Schweizer Exportindustrie, die sich bisher ja unglaublich gut gehalten hat, doch unter die Räder.

### Umgekehrt müsste der starke Franken die Schweiz für ausländische Investoren interessanter machen...

Genau: Das zeigt die massive Zunahme ausländischer Akteure auf dem Schweizer Immobilienmarkt. Gemäss Daten von Real Capital Analytics RCA ist der Anteil der ausländischen Anleger im Transaktionsmarkt gegenüber dem längerfristigen Durchschnitt von rund 15 Prozent auf 39 Prozent 2021 gestiegen. Man darf gespannt sein, wie sich die ausländische Nachfrage nach kotierten Immobilienanlagen, im Besonderen bei Wohnimmobilienfonds, entwickelt und wie sich dies auf die Lex-Koller-Debatte auswirkt.

### Müsste der starke Franken nicht auch weiter für günstige Immobilienfinanzierungen sorgen?

Günstiger als im Ausland ja. Aber auch hierzulande drehen die Erwartungen. Die Mehrheit der INREIM-Kunden hat die Finanzierungskosten-Erwartungen nach oben adjustiert. Aus Angst vor steigenden Zinsen werden wieder längere Bindungen ins Auge gefasst.

### Was sich dämpfend auf die Immobilienpreise auswirken müsste...

Es kann gut sein, dass sich die Investoren in Anbetracht der zunehmenden Risiken anderer Anlageklassen und steigender Inflationsängste mit niedrigen Risikoprämien zufriedengeben. Vergessen wir nicht, dass die Spreads zwischen Immobilienrenditen und Anleihen von 1975 bis 1995 um null oszillierten. Auf jeden Fall sehe ich hierzulande noch keine Erwartung von generell steigenden Nettoanfangsrenditen.

### Was, wenn die Inflation doch nicht kommt?

Die Party ist dennoch vorbei; erspart bleibt uns dann allerdings der Kater. Die für viele überraschend heftige Teuerung hat den Glauben an die unendliche Stimulierbarkeit der Kapitalmärkte definitiv zu Fall gebracht. Die Zeit des billigen Geldes ist vorbei, der Blick von den aufgeblähten Vermögensbergen ins Tal hinunter schwindelerregend. Gut dran ist, wer Anlagen mit hohen Erträgen hat. An den Aktienmärkten sehen wir gerade die Rotation von Wachstums- in Ertragswerte. Das war übrigens bereits 2017 Thema beim CUREMhorizonte-Anlass «From Capital to Cash».▲