

In der Welt der Negativzinsen

Immobilienanlagen – Investoren müssen umdenken, sagt CUREM-Managing-Director Andreas Loepfe. Statt der Obligationen sind heute Liegenschaften die stabilen Ertragsbringer in den Portfolien.

Interview: Richard Haimann

IMMOBILIEN Business: Herr Loepfe, die Schweizer Nationalbank und die Europäische Zentralbank stehen ob ihrer Negativ- und Nullzinspolitik schwer in der Kritik. Medien schlagzeilen von der «Enteignung der Sparer.»

Andreas Loepfe: Empörung verkauft sich gut. Tatsache ist, dass die Zinsen nur marginal höher wären, wenn die Zentralbanken die Leitzinsen nicht weiter gesenkt hätten.

Das müssen Sie näher erläutern ...

Aussergewöhnlich tief ist zurzeit vor allem die Inflation. Negative reale Zinsen hatten wir wiederholt in den 1960er- und 1970er-Jahren. Ab Mitte der 1980er-Jahre kamen die realen Zinsen durch die Babyboomer-Generation unter Druck, die damals massiv zu sparen begonnen hatte. Gleichzeitig verlor das Wirtschaftswachstum in Europa und Nordamerika an Dynamik. Anfang der 1980er-Jahre wuchs das Bruttoinlandsprodukt in diesen Ländern im Schnitt p.a. noch nahe zehn Prozent, zu Beginn der 90er-Jahre waren es um die sechs Prozent, heute sind es noch rund zwei Prozent.

Flapsig formuliert: Mehr Sparvermögen jagt weniger produktive Investments?

Exakt. Zinsen sind das Entgelt, das ein Schuldner einem Gläubiger für vorübergehend überlassenes Kapital zahlt. Wächst das Sparvolumen schneller als die Investitionen und sind diese zudem noch weniger rentabel, muss der Zins sinken. Der geldpolitische Einfluss der Zentralbanken auf diese langfristige Zinsentwicklung ist dabei praktisch zu vernachlässigen.

Moment, das Bruttoinlandsprodukt wächst zwar heute geringer als vor 25 Jahren.

Die Basis hat sich aber verbreitert. Nach Daten der Weltbank betrug das BIP der



Andreas Loepfe, FRICS

Der Partner und Geschäftsführer von INREIM – Independent Real Estate Investment Managers in Zürich – hat Architektur, Ökonomie und Immobilienökonomie studiert. Er ist u.a. Managing Director des CUREM, Mitglied des Anlageausschusses der PUBLICA, Geschäftsführer der Datenpools REIDA, Co-Autor der Swiss Valuation Standards SVS und Mitglied des Boards der European Real Estate Society ERES.

Schweiz 1990 nur 257,4 Milliarden US-Dollar, 2015 waren es 641,7 Milliarden US-Dollar. Ähnlich hat in diesem Zeitraum auch die Wirtschaftsleistung anderer Staaten zugelegt.

Das ist zwar richtig. Sie übersehen dabei aber, dass das weltweite Sparvolumen noch viel kräftiger gewachsen ist. Vom Jahr 2000 bis 2015 ist das Weltvermögen um knapp 130 Prozent auf 250 Billionen US-Dollar gestiegen und damit deutlich stärker als in den vorangegangenen 15 Jahren.

Gleichzeitig gibt es eine Flut von technischen Innovationen, wie das

Smartphone, die die Produktivität erhöhen ...

Das Smartphone hat die soziale Vernetzung gewaltig erhöht – die Arbeitsproduktivität jedoch wohl eher gesenkt. Der Kühlschrank, die elektrische Waschmaschine und der Staubsauger haben deutlich mehr zur Produktivitätssteigerung beigetragen, weil sie Frauen von der Hausarbeit befreit und ihnen ermöglicht haben, in die Arbeitswelt einzutreten.

Dennoch benötigen auch neue Erfindungen für ihre Realisierung viel Kapital.

Die neuen Technologien scheinen den Kapitalbedarf eher zu senken. Verge-

genwärtigen wir uns als Beispiel die jüngere Geschichte der Verkehrsinfrastruktur: Vor gut 150 Jahren musste der Unternehmer und Politiker Alfred Escher, um die Erweiterung des Schienennetzes der Schweiz finanzieren zu können, die Schweizerische Kreditanstalt, die heutige Credit Suisse, ins Leben rufen. Die Eisenbahnunternehmen als auch der Staat allein konnten das Kapital nicht aufbringen. Und das Schweizer Strassennetz konnte nur durch jahrzehntelanges gemeinsames Bemühen von Bund, Kantonen und Gemeinden geschaffen werden. Die neue Technologie der selbstfahrenden Autos wird nun die Kapazitäten der Verkehrsinfrastruktur zu einem Bruchteil der Kosten realer Strassen erhöhen.

Die Zinsen dürften dennoch nicht dauerhaft niedrig bleiben. Schliesslich steuert die Babyboomer-Generation auf das Rentenalter zu. Dann beginnt das grosse Entsparen ...

Die Gefahr eines «Asset-Melt-Down» durch die massive Zunahme des Angebotes von Aktien und anderen Vermögensbestandteilen auf dem Kapitalmarkt durch die entsparenden Babyboomer wird in Finanzkreisen immer wieder diskutiert. Bislang gibt es allerdings wenig Evidenz dafür.

Weil in den aufstrebenden Ländern Asiens und Lateinamerikas Mittelschichten heranwachsen, deren Angehörige selbst immer mehr sparen und damit beim Weltvermögen Entnahmen der westlichen Babyboomer kompensieren?

Zum einen dies. Zum anderen weiss niemand, im welchem Umfang – vor allem die superreichen – Babyboomer ihre

Vermögen überhaupt zu verkonsumieren gedenken. Zudem werden wir wohl alle bald bis 70 arbeiten ... (lacht)

Sie sehen also an der Zinsfront keine nachhaltige Trendwende?

Es gibt gute Gründe, davon auszugehen, dass die Zinsen für die kommenden 10 bis 15 Jahre unter dem «Normalband» der letzten 30 Jahre bleiben. Das Netto-Entsparen wird noch lange auf sich warten lassen – wenn es überhaupt kommt.

Heisst das umgekehrt auch, dass die Liegenschaftspreise noch länger hoch bleiben?

Nein, nicht unbedingt: Der Zusammenhang zwischen Zinsen und Immobilienpreisen wird massiv überschätzt. Jüngste empirische Analysen von MSCI weisen für die meisten Ländern nach, dass die Immobilienwerte mit steigenden Zinsen sogar leicht ansteigen – und nicht sinken. Dies ist vor dem Hintergrund der über Jahre gepriesenen historisch hohen «Risikoprämien», der Differenz zwischen der Immobilienrendite und der Verzinsung von Bundesobligationen, vielleicht nicht ganz einfach zu verstehen. Einige mögen sich noch an das Ende der 1980er-Jahre erinnern, als wir auch in der Schweiz negative Risikoprämien hatten. Immobilien sind nun mal Eigenkapital-Investments, «Equity», und keine Obligationen, «Debt», deren Wertentwicklung genauso wenig vom Zins abhängt wie der Aktienkurs.

Die niedrigen Zinsen machen es jedoch für die Zweite Säule immer schwieriger, die geforderten Renditen einzufahren.

Pierre Triponez, Präsident der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge, warnte gerade, aufgrund der sinkenden

Deckungsgrade müssten «die Risiken vermindert werden». Sind Immobilien angesichts der Renditekompression und der durch Neubauten verursachten steigenden Leerstände noch eine adäquate Anlageklasse für Pensionskassen?

... und mit sinkenden Risiken im Portfolio werden die Renditen noch weiter sinken und die Risikofähigkeit wird noch weiter abnehmen, womit noch geringere Risiken möglich sind ... Da haben wir ein ernsthaftes Problem.

Was raten Sie?

Vorweg: Das Problem ist auf der Anlage-seite allein nicht zu lösen. Die Renditeerwartungen stammen eben auch aus einer Zeit höherer Inflation. Wir müssen lernen, in realen Erträgen zu denken. Auf der Anlageseite müssen wir angesichts der Erwartung negativer Erträge auf Bundesobligation über mindestens die nächsten zehn Jahre einsehen, dass auch ein niedrigeres, realistisches Rentenniveau mit einem hohen Anteil von Obligationen nicht zu erreichen ist. Vielleicht müssen wir – bis die Überalterung der reichen Volkswirtschaften ausgelebt ist – lernen, mit einer scheinbar verkehrten Welt zu leben: Equity – inklusive Immobilien – bringen ein stabiles Einkommen, während Obligationen – das «fixed income» – kaum mehr Ertrag abwerfen, aber für den Kapitalschutz im Falle eines Asset-Melt-Downs wichtig sind. Die Idee, von den Zinsen und nicht der Substanz zu leben, ist im Übrigen mindestens 5.000 Jahre alt. Sie findet sich sowohl in der Schöpfungsgeschichte der Bibel als auch bei Goethe und einigen Urvätern der modernen Nationalökonomie.

Aber Immobilien können auch an Wert verlieren ...

Sehen Sie, Schweizer Versicherer halten Immobilien im Schnitt rund 30 Jahre. Daher sind Wertänderungen bei Liegenschaften weit weniger bedeutsam als die ausserordentlich stabilen Mietentnahmen. Nicht realisierte Gewinne und Verluste, Löwenanteil des buchhalterisch erfassten Risikos, können nicht das Mass der Dinge sein – zumindest nicht für die nicht gewinnorientierten Pensionskassen. ▲

Mehr zum Thema

Das Center for Urban & Real Estate Management (CUREM) der Universität Zürich organisiert einen öffentlichen Anlass zur Frage, ob die Zinsen längerfristig tief bleiben werden und welche Auswirkungen dies auf die Immobilienallokation sowie Immobilienbewertung hätte. Die Fachveranstaltung findet statt am 28. September 2016 um 17.30 Uhr in der Aula des Hauptgebäudes, Rämistrasse 71, Zürich. Es sprechen verschiedene Experten aus dem In- und Ausland. Information und kostenlose Anmeldung:

www.curem.uzh.ch