

«Corona ist nur das Zündholz»

Investmentmärkte – Die Kriseninterventionen der Notenbanken brächten die Inflation zurück, warnt CUREM-Chef Andreas Loepfe. Und: Immobilien würden nicht zwangsläufig einen Schutz vor der Teuerung bieten.

Interview: Richard Haimann

IMMOBILIEN Business: Herr Loepfe, die Corona-Pandemie hat den perfekten Sturm geschaffen. Unternehmen können nicht produzieren, Konsumenten nicht konsumieren. Als Lichtblick erscheinen Notenbanken, die unbegrenzt Staatsanleihen aufkaufen. Ist an der ökonomischen Front die Krise unter Kontrolle?

Andreas Loepfe: Durch die Interventionen der Zentralbanken können Regierungen Unternehmen am Leben halten, Arbeitslose unterstützen und die Liquidität im Bankensystem aufrechterhalten. Vieles spricht aber dafür, dass uns nach der Corona-Rezession eine lange Periode mit substanzieller Inflation bevorsteht.

Schon 2001 und 2009 haben die Notenbanken stark interveniert. Jedes Mal hiess es: Nun kommt die Inflation – und nichts geschah.

Ja, gerade darin liegt das Problem. Das Pulverfass ist die Überschuldung der Vergangenheit; Corona ist nur das Zündholz. Der schnellste Wirtschaftszusammenbruch aller Zeiten hat ein letztes Tabu zu Fall gebracht: Notenbanken finanzieren Staatsausgaben. Während das Notenbankgeld bis anhin in den Geschäftsbanken versickerte, fliesst die Kaufkraft jetzt neu direkt dem Konsumenten zu.

Die Zentralbanken sind eher besorgt, dass es zu einer Deflation kommen könnte...

Theoretisch wäre denkbar, dass die Zukunftsangst der Menschen so gross ist, dass auch das nun geschaffene «Helikoptergeld» nicht ausgegeben wird. Wir haben aber weder eine Banken- noch

eine Dotcom-Krise und glücklicherweise auch keinen Krieg. Die Corona-Krise ist eine Art freiwilliges, kollektives Fasten zugunsten der Risikogruppe.

Viele halten die Corona-Krise für ein «Schwarzer-Schwan»-Ereignis, dessen Auswirkungen nicht prognostizierbar sind...

Corona ist – bis jetzt – kein «Black-Swan»-Ereignis. Auch wenn wir heute noch nicht genau wissen, wie tödlich das Virus wirklich ist, Corona ist eine Seuche, wie es schon viele gab und auch noch viele geben wird. Viren gehören zu unserem Ökosystem.

Zur Inflation kommt es Wirtschaftstheoretikern zufolge dann, wenn Menge und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zunehmen und die Produktion sinkt...

Die Corona-Krise führt zur De-Globalisierung und reduziert die Effizienzgewinne der internationalen Arbeitsteilung – und dies geht weit über die Nationalisierung krisenrelevanter Produktionsketten hinaus. Massnahmen zur Eindämmung der Klimakrise und rezessionsbedingter Konkurse werden die Produktion zusätzlich verteuern. Jetzt rächt es sich, dass viele Unternehmen im grossen Stil eigene Aktien gegen Ausgabe von Anleihen aufgekauft haben, um damit den Aktienkurs in die Höhe zu treiben.

Die durch die Notenbank finanzierte Kaufkraft der Konsumenten trifft also auf eine teurere Produktion?

Ja, die Situation ist vielleicht vergleichbar mit der als Stagflation bezeichneten



Andreas Loepfe, 56, ist Partner und Geschäftsführer der INREIM Independent Real Estate Investment Managers AG sowie Managing Director des CUREM Center for Urban & Real Estate Management der Universität Zürich.

Phase des «Ölschocks» in den 1970er-Jahren. Damals zeigte sich, dass eine hohe Arbeitslosigkeit und eine hohe Inflation gleichzeitig auftreten können.

Die Schweiz hat aber im internationalen Vergleich eine tiefe Verschuldung und kann deshalb immer noch Geld zu tiefen Zinsen auf dem Kapitalmarkt aufnehmen.

Stimmt, da dürfen wir uns auch mal auf die Schulter klopfen. Allerdings profitiert die Schweiz als kleine, offene Volkswirtschaft viel mehr von der internationalen Arbeitsteilung als grössere Staaten und ist daher auch stärker davon abhängig.

Was heisst das konkret?

Jede Währungsregion hat grundsätzlich eine eigene Inflationserwartung. Einige Länder fallen vielleicht in die Japan-Starre, anderen wird es gehen wie der Türkei, die bereits eine sehr hohe Inflation aufweist. Global von Bedeutung sind sicher die USA: Trump ist gewillt, unendlich Geld in die Wirtschaft zu pumpen. Das mag vorübergehend auch unausweichlich sein. Wer glaubt aber ernsthaft daran, dass Trump die Flutung auch wieder rechtzeitig stoppt? Im November sind Wahlen; da wird noch etwas mehr Öl ins Feuer geschüttet.

Und die Eurozone?

Die Einführung des Euro brachte der EU Effizienzgewinne im Handel. Der Euro ist aber eigentlich eine Fehlkonstruktion mit hohen politischen Kosten, da eine gemeinsame Geldpolitik praktisch unmöglich ist. Corona könnte da im Schumpeterschen Sinne als «schöpferischer Zerstörer» wirken. Einige Länder werden danach vielleicht wieder eine eigene Währung haben.

Mit steigender Inflation müssten auch die Zinsen steigen. Ist das nicht ein Widerspruch zu der von Ihnen bereits vor Jahren formulierten Theorie des «low for long»? Der Idee, dass Zinsen und Renditen lange tief bleiben,

weil zu viel angespartes Kapital zu wenig Anlagemöglichkeiten findet...

Die Haupteigentnis des Low-for-Long ist, dass vor allem die Inflation «low» ist; negative Realzinsen hatten wir in der Vergangenheit immer wieder. Es ist also durchaus möglich, dass die Realverzinsung trotz Inflation und positiver Nominalzinsen weiterhin «low» bleibt.

Was bedeuten steigende Nominalzinsen für die Wertentwicklung der verschiedenen Assetklassen?

Das letzte Jahrzehnt war ein Sparerparadies: Mit stetig sinkenden Zinsen gewannen die Obligationen an Wert und die Suche der Investoren nach anderen Einnahmequellen trieb die Aktien- und Immobilienwerte in die Höhe. Steigen die Zinsen, kehrt sich der Prozess um. Wenn nun allerdings neu Inflation hinzukommt, wird die «Flucht in die Sachwerte» Aktien und Immobilien weiter stützen. Zu einem eigentlichen Wertseinbruch der Sachwerte, dem Asset Meltdown, wird es vermutlich erst kommen, wenn auch die realen Zinsen wieder steigen.

Sollen Pensionskassen und Sparer also jetzt noch mehr auf Aktien und Immobilien setzen?

Sparer ja, bei Pensionskassen wird es eng. Pensionskassen haben bereits in der Vergangenheit zu viel Geld ausbezahlt. Corona reduziert die Risikofähigkeit der Kassen weiter, sodass Sachwerte abgebaut werden müssten. Für die Kassen ist das aber nur halb so schlimm: Mit steigenden Zinsen sinkt zwar spiegelbildlich der Wert der Obligation, gleichzeitig sinkt aber auch der Gegenwartswert der Verpflichtungen. Für die Rentner sieht die Sache weit weniger erfreulich aus: Beim heutigen Umwandlungssatz von 6,7 Prozent und beispielsweise drei Prozent Inflation bleibt noch eine Realverzinsung des Alterskapitals von 3,7 Prozent – gut die Hälfte also. Dies entspricht im Übrigen etwa dem, was PK-Experten heute – noch ohne Inflation – für ökonomisch realisierbar halten.

Wird die Inflation die Immobilienwerte stützen?

Seit dem zweiten Weltkrieg sind die Mieten für Schweizer Wohnungen mit der Inflation gestiegen. Zieht die Inflation allerdings an, während uns die Corona-Rezession noch im Nacken sitzt, könnte es den Mieterverbänden gelingen, die mietrechtliche Koppelung mit der Inflation über Notrecht aufzuhebeln. Immerhin hat das heutige Mietrecht seine Wurzeln in einem dringlichen Bundesbeschluss aus dem Jahr 1972, der 18 Jahre lang gültig war. Die eigentlichen Risiken für Schweizer Immobilien, im Besonderen der Wohnliegenschaften, sind deshalb politischer Natur. Allen Unkenrufen zum Trotz haben zukünftig vielleicht gewisse Gewerbeliegenschaften die Nase vorn.

Kann sich die Branche nicht politisch besser positionieren?

Leider hat es auch unsere Branche in den vergangenen Jahren verpasst vorzusorgen. Statt einer breit angelegten PR-Kampagne hat man nach dem Lex-Koller-Debakel lediglich ein Polit-Lobbying in Bern installiert. Dies wird einem politischen Frontalangriff kaum standhalten.

Wird die Corona-Krise so zum Sündenbock, um vergangene Fehler zu vertuschen und zum Vorwand, eine politische Agenda durchzuboxen, die ohne Krise nicht möglich wäre?

Die Zukunft wird zeigen, ob das Virus oder die politisch verordnete Rezession das eigentliche Problem darstellt. Wenn die Politik auf eine vielleicht weitgehend selbst verschuldete Rezession mit einschneidenden Regulierungen, zum Beispiel im Mietrecht, reagiert, muss man sich wahrlich fragen, ob die übertriebene Vorsicht nicht auch politisch motiviert war. Inflation ist die Erlösung der überschuldeten Staaten und Unternehmen sowie der sich selbst plündernden Pensionskassen. Der Sparer, also eigentlich wir alle, bleibt dabei auf der Strecke. Das werden wir aber wahrscheinlich erst verstehen, wenn es zu spät ist. ▲