

## Demografie, Geldpolitik und Immobilienpreise

# Der Preis der Entschleunigung

Die seit 30 Jahren sinkenden Zinsen haben die Aktien- und Immobilienpreise auf Rekordhöhe getrieben. Das Ende der «Sparschwemme» der alternden Babyboomer ist aber absehbar; genauso die anstehende Umverteilung von privatem Vermögen auf den Staat. Vor dem Hintergrund der bereits fortgeschrittenen Umverteilung von Jung zu Alt ein beunruhigender Ausblick.

---

## IN KÜRZE

Die demografische Entwicklung ist ein starker Treiber der Zinsen und damit der Anlagerenditen. Sollte eine Inflation kommen, dürfen Pensionskassen nicht den Mut verlieren und in Obligationen flüchten.

---

Die letzten zwei Jahrzehnte waren ein vermeintliches Sparer-Paradies: Mit den sinkenden Zinsen stiegen die Marktwerte der Obligationen. Gleichzeitig trieb die Suche der Investoren nach Ertragsquellen die Aktien- und Immobilienwerte in die Höhe. Die Entwicklung war allerdings so langsam, dass diese zunächst kaum wahrgenommen wurde. Man rügte die Zentralbanken und wartete Jahr für Jahr auf die unmittelbar bevorstehende Zinswende und mit dem Platzen der Blase auf eine explosionsartige Rückkehr zur Normalität.

Vor über zehn Jahren wurden Pensionskassen dafür kritisiert, dass sie unverantwortlich hohe Preise für Liegenschaften zahlen. Heute kann sich glücklich schätzen, wer damals noch kräftig einkaufte. Heute glaubt kaum einer mehr an eine baldige Rückkehr zur Normalität. «Bald» ist aber im Kontext der Altersvorsorge für die meisten von uns nach wie vor gar nicht relevant.

### Wenn der dritte Beitragszahler in Pension geht

1972 prophezeite der Club of Rom einen Anstieg der Weltbevölkerung auf 14 Milliarden im Jahre 2032. Glücklicherweise bremste aber exakt das vom Club geächtete Wirtschaftswachstum die Geburtenrate (siehe Grafik). Im neuesten Bericht wird nun eine bei rund 8 Milliarden Menschen stagnierende Weltbevölkerung vorhergesagt.

Diese Entschleunigung hinterlässt allerdings Brems Spuren. 1989 prognostizierten die Ökonomen Mankiw und Weil einen Preisverfall der Vermögenswerte ab dem Jahr 2030, weil die Babyboomer dann ihre Vermögenswerte zur

Finanzierung des Alterskonsums veräussern und nur eine weit schmalere nachfolgende Population diese zur Altersvorsorge anlegen kann.

Die Asset-Meltdown-These wurde in der Vergangenheit vielfach kritisiert. Man argumentierte unter anderem, dass sich der Prozess so langsam vollzieht, dass dieser von kurzfristig wirkenden Effekten stets stark überlagert wird. Die Bevölkerungs- und Sparprognose der beiden Ökonomen waren aber zumindest aus Schweizer Perspektive erstaunlich gut. Gemäss einer Studie des Bundesamts für Statistik (BFS) werden in der Schweiz ab zirka 2035 die Auszahlungen aus der Altersvorsorge die Einzahlungen übertreffen.

In jüngerer Zeit taucht das Thema unter dem Titel «Asset Inflation» wieder auf. Die Ursache der tiefen Zinsen wird nun der Zentralbankpolitik zugeschrieben, der Effekt der aufgeblasenen Vermögenswerte bleibt aber der gleiche. Nur verbinden wir mit Inflation keinen reversiblen Prozess, sodass die bei wieder steigenden Zinsen anstehende «Asset Deflation» kaum thematisiert wird. Ein Fehler, wie das Beispiel von Schweizer Immobilienanlagen veranschaulicht: Die Nettoanfangsrenditen von Immobilien sind in den letzten zwanzig Jahren von rund 5 auf 2.5 Prozent gesunken, was einer Verdoppelung der Preise oder einem jährlichen Wertwachstum von rund 3.5 Prozent entspricht. Mindestens 2.5 Prozent Wertwachstum wurden dabei durch sinkende Renditeansprüche verursacht. Kehrt sich der Prozess um, wird die Werteinbusse den Cash-Return über fast zwei Jahrzehnte hinweg praktisch auffressen.



**Andreas Loepte**  
Geschäftsführer,  
INREIM AG

### Corona: Money for Nothing and Oil for Free

Das Ausbleiben der Inflation nach bald 20 Jahren expansiver Geldpolitik hat einen fahrlässigen Umgang mit dem Staatshaushalt salonfähig gemacht. Die Coronakrise mit dem schnellsten Wirtschaftszusammenbruch aller Zeiten hat dann ein letztes Tabu zu Fall gebracht: Notenbanken finanzieren Staatsausgaben. Das durch Kurzsichtigkeit und Wunschenken geprägte Verhalten wird als Modern Monetary Theory MMT angepriesen: Eine hohe Staatsverschuldung soll kein Grund zur Beunruhigung sein, wenn ein Staat über eine eigene Währung verfügt. Ungedeckte Staatsausgaben können durch Notenbanken finanziert werden. Dass dies früher oder später zu Inflation führt, wird dabei auch von Vertretern der MMT kaum bestritten.

Doch selbst wenn die Inflation weiter ausbleibt, kann es über politisch tief gehaltene Zinsen zu einer «Financial Repression», einer Umverteilung von privatem Vermögen auf den Staat kommen. Im besten Fall werden die zusätzlichen Staatsausgaben über steigende Steuern finanziert. In jedem Falle zahlen die Privaten die Rechnungen des Staats. Und diese nehmen zurzeit mit atemberaubender Geschwindigkeit zu.

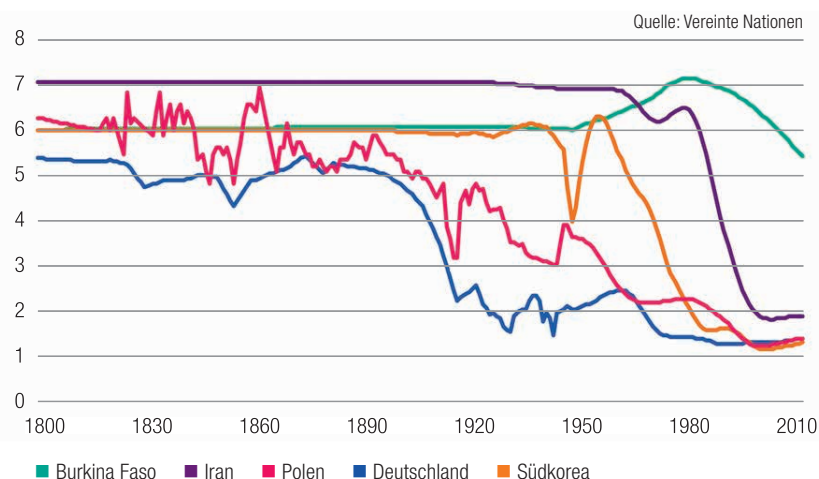
### Schönwetterregulation im Stresstest

Die Regulierung der 2. Säule stammt aus einer Zeit, als noch ein erheblicher Teil der Verpflichtungen mit risikolosen Staatsanleihen finanziert werden konnte. Das ist längst vorbei. Pensionskassen ersetzen deshalb seit Jahren Obligationen durch Immobilien und andere ertragsstarke Assets.

Der Charme der in Mode gekommenen privaten, nicht kotierten Kapitalanlagen liegt dabei nicht so sehr in einer vermeintlichen Gratisprämie, als vielmehr in einem schlecht fassbaren Risiko. So können innerhalb des regulatorischen Rahmens mit nicht kotierten Anlagen höhere Risiken eingegangen und höhere Renditen erreicht werden. Ob Volatilität oder Illiquidität, ist aber letztlich nicht entscheidend. Wer Illiquidität aussitzen kann, kann auch die Volatilität aussitzen, und umgekehrt. Hauptsache, der laufende Ertrag ist hoch und stabil.

Nobelpreisträger Robert Merton hat dies in einem Aufsatz zur Krise in der

### Kinder pro Frau (1800 bis 2015)



Altersvorsorge wie folgt umschrieben: «Das Management eines beitragsorientierten Vorsorgeplans soll sich auf die Maximierung des Ruhestandseinkommens konzentrieren, nicht auf das Vermögen, wie dies bei herkömmlichen Anlageansätzen der Fall ist.» So gesehen könnten Immobilien und Aktien noch lange attraktiv und damit teuer bleiben.

Falls die Inflationserwartung allerdings dann doch einmal anzieht und die Nominalzinsen in die Höhe treibt, während die Realzinsen vielleicht weiterhin negativ bleiben, geraten die Pensionskassen in ein Dilemma: Zur Verbesserung ihres Rendite-Risiko-Profiles werden viele gezwungen sein, wieder verstärkt in Obligationen zu investieren, obwohl deren Ertrag den Versicherten (real) nichts bringt. Für diese wäre es vielleicht besser, in den riskanteren Assets wie Immobilien zu bleiben, die zumindest einen teilweisen Schutz vor Inflation bieten.

Retten die Kassen dann primär ihre eigene Nase, werden die Versicherten ausweichen und die höheren Risiken zum Beispiel mit Wohneigentum privat abdecken. Dies würde die Immobilienpreise weiter stützen, die Resilienz der Schweizer Volkswirtschaft und die 2. Säule aber markant schwächen.

### Demografie ist kein Random Walk

Das Risiko von Finanzanlagen wird in einer ersten Näherung als eine vom Zufall geprägte, nicht prognostizierbare Entwicklung verstanden (Random Walk). Erwarten wir allerdings Entwicklungen, die sich wie demografische Ver-

änderungen über Jahrzehnte erstrecken, ist kein sprunghaftes Antizipieren der Zukunft, sondern eine langsame, kontinuierliche Anpassung rational. Die Prognostizierbarkeit von Preisveränderungen steht in diesem Fall nicht im Widerspruch zur Vorstellung effizienter Märkte.

Was bleibt, wenn zukünftig die Vermögenswerte unauffällig, aber nachhaltig dahinschmelzen und die heroischen Staatsausgaben über zu tiefe Zinsen, Inflation und Steuern den privaten Vermögen in Rechnung gestellt werden? Relativ sicher sind Dividenden der Aktien und Mieten der Liegenschaften. Ganz sicher wird nur die Gewissheit sein, dass wir die letzten Jahre über unser Mass gelebt haben. Es entbehrt nicht einer gewissen Logik, dass Politik und Finanzindustrie nun mit der bereits «geplünderten» Altersvorsorge auch noch das Klima retten wollen. Notabene wiederum zu Nulltarif.

Es bleibt zu hoffen, dass unsere Kurzsichtigkeit den Wohlstand zukünftiger Generationen nicht zu stark beeinträchtigt. Selbst wenn deswegen die Geburtenrate wieder ansteigen würde, es würde die Probleme der Altersvorsorge kaum lösen: Gemäss einer Studie der UBS müsste jede Frau wieder fünf Kinder zur Welt bringen, damit unsere AHV stabil bleibt. Ansonsten besteht die Hoffnung, dass nach der Entschleunigung des Bevölkerungswachstums wieder vernünftige Erträge auf Kapitalanlagen möglich sind. Dann wird den aufgeblasenen Vermögenswerten auch endlich die Luft ausgehen. |