

«Es wird Oportunitäten geben»

Investmentmärkte – Um die Inflation einzudämmen, haben die Notenbanken der USA, der EU und der Schweiz die Leitzinsen erhöht, was unter anderem die Finanzierung von Liegenschaften und Projekten verteuert – und Immobilienpreise unter Druck bringen könnte.

Interview: Richard Haimann

IMMOBILIEN Business: Herr Kloess, 2021 wurden Top-Immobilien an besten Zürcher Lagen zu Anfangsrenditen von unter zwei Prozent gehandelt. Jetzt steigen die Zinsen und drücken die Preise von Liegenschaften. Haben wir das Allzeithoch am Markt gesehen?

Stephan Kloess: Gegenfrage: Was ist ein Allzeithoch? 2001 betrug die Spitzenmiete bei Büroimmobilien in Zürich circa 1.250 Franken pro Quadratmeter und Jahr und in Frankfurt 53 Euro pro Quadratmeter und Monat. Das gab es seither nicht mehr. Allzeithochs haben wir also schon gesehen. Andererseits waren die Anfangsrenditen, zu denen Büroliegenschaften damals gehandelt wurden, mit mehr als vier Prozent deutlich höher als heute. Zehnjährige Eidgenossen rentierten aufgrund höherer Leitzinsen zu jener Zeit bei mehr als drei Prozent.

Angesichts steigender Zinsen ist nicht damit zu rechnen, dass Anfangsrenditen von unter zwei Prozent in nächster Zeit wieder gesehen werden...

In den nächsten ein bis zwei Jahren nicht. Wir wissen aber nicht, wie hoch die Zinsen 2025 oder 2026 sein werden.

Die Zentralbanken erhöhen die Leitzinsen, um die Inflation einzudämmen.

Das dürfte mehr als ein oder zwei Jahre dauern.

Inflation ist eine Frage der Definition. Ökonomen wie Dirk Meyer, Professor für Volkswirtschaft an der Helmut-Schmidt-Universität in Hamburg, der 2005 den Hamburger Appell von 243 Wirtschaftswissenschaftlern für eine

streng stabilitätsorientierte Finanzpolitik mitinitiiert hatte, sehen in der Tradition der österreichischen Nationalökonomie bereits in einer aggressiven Ausweitung der Geldmenge durch die Zentralbanken eine monetäre Inflation.

Demnach wären wir seit der Finanzkrise von 2008 in der Schweiz und in Europa in einer Inflationsphase? Die Europäische Zentralbank hatte damals die Leitzinsen auf null gesenkt und durch Anleihekäufe die Geldmenge ausgeweitet. Die Schweizerische Nationalbank folgte, um eine zu starke Aufwertung des Frankens zu verhindern – und hat am Ende den Leitzins auf minus 0,75 Prozent gesenkt.

Nach der Definition von Ökonomen wie Meyer ist diese Einschätzung richtig. Allerdings haben etliche Unterzeichner des Hamburger Appells sich seither leider von der Forderung distanziert und vertreten nun die aktuell dominierende Mehrheitsmeinung. Danach bedeutet Inflation einen Anstieg des Preisniveaus, verursacht durch ein Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage. Kurz: Wenn Menschen über genügend Geld verfügen, um sich mehr Waren leisten zu wollen, als die Industrie produzieren kann, steigen die Preise.

Auch nach dieser Definition sind wir zurzeit in einer Inflation...

Auf den ersten Blick, ja. Auf den zweiten Blick fällt die Antwort differenzierter aus. Die meisten Menschen haben heute nicht mehr Geld als vor einem Jahr. Die Wirtschaft wäre grundsätzlich in der Lage, genügend Waren zu liefern, um



© tabeavogel.ch

Dr. Stephan Kloess (56), Geschäftsführer des unabhängigen Investment Advisor KRE KloessRealEstate, entwickelt seit 20 Jahren Immobilienanlagestrategien für institutionelle Investoren.

die Nachfrage zu erfüllen. Externe Schocks haben das vorhandene Gleichgewicht gestört.

Sie meinen den russischen Angriffskrieg gegen die Ukraine, in dessen Folge Gas und Öl knapp und dementsprechend teuer geworden sind, sowie die neuerliche Unterbrechung der internationalen Lieferketten durch Corona-Lockdowns in China?

Korrekt. Hinzu kommt noch ein weiterer Aspekt. Einige Konzerne nutzen die dadurch hervorgerufene Verknappung, um die Preise für ihre Güter über Gebühr anzuheben und so ihren Gewinn kräftig zu steigern. Ökonomen sprechen bereits von einer «Greedflation»,

einer Inflation, verursacht von Gier, englisch: Greed. Gleichzeitig sehen wir aber auch, dass in den USA eine Reihe von Unternehmen, darunter Handelsketten wie Best Buy, Target und Walmart, derzeit massiv Preise senken, weil die Konsumenten andere Waren nachfragen und aktuell ihr Geld zusammenhalten. Die Finanznachrichtenagentur Bloomberg schreibt von einer «landesweiten Inventarschwemme».

Die Zentralbanken blicken nicht auf solche Details, sondern auf einen sehr breiten Warenkorb. Dessen Preisentwicklung signalisiert «Inflation». Deshalb werden nun die Leitzinsen erhöht. Die US-Notenbank Fed agiert dabei besonders aggressiv und hat bis zur Jahresmitte den Leitzins auf die Spanne von 1,5 bis 1,75 Prozent angehoben, im Juli dann nochmals um 0,75 Prozentpunkte erhöht. Er liegt damit aktuell in einer Spanne von 2,25 bis 2,50 Prozent (15.8., A.d.R.). 2021 rangierte er noch zwischen null und 0,25 Prozent.

Mit Leitzinserhöhungen lässt sich die gegenwärtige Inflation nicht stoppen. Eben weil sie durch externe Schocks ausgelöst ist. Die Notenbanken müssten dafür die Leitzinsen wahrscheinlich auf ein Niveau von 15 oder gar 20 Prozent anheben, wie es 1979 der damalige Fed-Präsident Paul Volcker getan hat, als die Inflation aufgrund der vorangegangenen beiden Ölkrisen ein zweistelliges Niveau erreicht hatte. Das Resultat würde jedoch heute nicht anders sein als vor 43 Jahren: Es würde eine tiefe Rezession mit hoher Arbeitslosigkeit geben.

Fed-Präsident Jerome Powell präsentiert sich als entschlossener Streiter wider die Inflation...

Wir werden sehen, wie lange Herr Powell diese Haltung beibehält. Ich kann mir vorstellen, dass die Fed noch zwei, vielleicht auch drei Zinsanhebungen um jeweils 50 Basispunkte vornehmen wird. Dann aber stoppt, weil sie erkennt, dass sie die Konjunktur damit abwürgt. Bedenken Sie: Oberstes Primat der Fed ist die Arbeitsplatzsicherung. Erst danach folgt in ihrer Aufgabenliste die Preisstabilität.

Die Europäische Zentralbank hingegen ist nur der Preisstabilität verpflichtet...

... auf dem Papier. In der Realität muss sie die Eurozone zusammenhalten. Sie muss dafür sorgen, dass die hochverschuldeten südeuropäischen Länder ihre Staatsanleihen weiterhin zu tiefen Zinssätzen am Kapitalmarkt refinanzieren können. Sonst drohen Staatspleiten und eine neue Eurokrise. EZB-Präsidentin Christine Lagarde hat deshalb lange mit der Zinsanhebung gezögert und wird, so meine Einschätzung, auch künftig nur kleine und so wenige Zinsschritte wie möglich machen, zulasten eines sinkenden Euros und der Inflation.

Das Vorpreschen der Fed hat die EZB unter Druck gebracht?

Definitiv. Mit den Leitzinsanhebungen der Fed sind die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen deutlich gestiegen. Das lockt Kapital aus Europa und lässt den Euro gegen den Dollar fallen. Da der Dollar die globale Rohstoffwährung ist, werden Gas und Öl diesseits des Atlantiks noch teurer. Inflation wird importiert. Aufhalten können dies EZB und SNB nur, wenn sie ihrerseits die Leitzinsen anheben. Wobei SNB-Präsident Thomas Jordan, von einem sehr tiefen Leitzins von minus 0,75 Prozent kommend, nicht nur viel mehr Spielraum hat als Frau Lagarde, sondern auch schon reagiert hat, ein starkes Signal.

Wenn Ihre Annahme richtig ist und die Fed und die übrigen Notenbanken bald die Anhebung der Leitzinsen beenden werden, müssten Investoren vorerst vom Kauf weiterer Liegenschaften absehen und dann zuschlagen, wenn die höheren Zinsen die Immobilienpreise gedrückt haben.

Keine Frage, es wird in jedem Fall Opportunitäten geben – allein schon durch den Zinsanstieg, welcher Fremdkapital verteuert. Sollte durch einen Gaslieferstopp zudem die Wirtschaft einbrechen oder auch nur stagnieren, werden die Immobilienpreise unter Druck geraten. Vor allem aktuelle Eigentümer von Entwicklungen und Refurbishments werden unter Druck kommen. Hinzu kommt, dass viele junge Manager den Immobilienmarkt bisher als Einbahnstrasse

in der Boomphase kennen. Der Aufschwung hat fast 20 Jahre gewährt. Abschwung kennen sie nicht.

Sie meinen, es werden Fehlentscheidungen getroffen werden?

Fehlentscheidungen – ist mir zu krass. Junge Fonds- und Portfoliomanager haben wahrscheinlich die Chance, erstmals die andere Phase des Schweinezyklus kennenzulernen. In der Theorie sind sie darauf vorbereitet, dürfen aber nun ihre persönlichen Erfahrungen machen. Learning by doing läuft nun mal nicht immer glatt. Allerdings können Fehlentscheidungen uns allen immer wieder unterlaufen, dazu muss man nicht jung sein.

Gibt es gegenwärtig noch attraktive Immobilieninvestments?

Wer jetzt investieren will oder muss, sollte besonders auf die Güte der Lage achten. Diese sollte in jedem Zyklus

ANZEIGE

**ASIA
GREEN
REAL
ESTATE**

Investieren Sie heute in die Immobilienmärkte von morgen.

www.asiagreen.com

funktionieren. Wohnimmobilien sind trotz tiefer Anfangsrenditen attraktiv, weil immer gewohnt werden muss. In Regionen mit steigender Bevölkerungsentwicklung ist der Bedarf hoch. Hohe Nachfrage und mögliche Lohnerhöhungen bieten einen gewissen Schutz gegen die Teuerung. Diese Liegenschaften sind vergleichbar mit einer Investment-Grade-Anleihe. Opportunitäten zeichnen sich unter anderem auch in Deutschland ab, wo JLL zufolge das Transaktionsvolumen am Wohnungsmarkt wegen der höheren Zinsen im zweiten Quartal um 36 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum eingebrochen ist. ▲