

# Inflationsszenarien und Immobilienanlagen

Ein Fachartikel von Gregor Strocka, Wischiro Keo und Daniela Tonet, JLL Schweiz



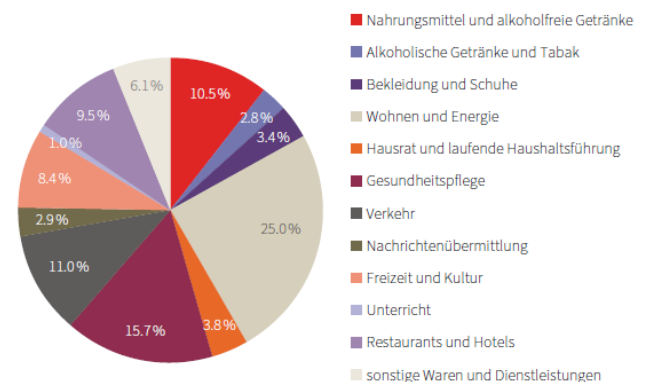
**Seit der Finanzkrise liegen die Inflationsraten in fast allen Industrieländern konstant auf einem sehr niedrigen Niveau. Während die Zentralbanken früher oftmals der Inflation entgegenwirken mussten, kämpften sie in den letzten Jahren gegen deflationäre Tendenzen. Am Horizont zeichnen sich aber Faktoren ab, die in Zukunft eine Inflationsentwicklung begünstigen könnten. Je nach Inflationsszenario sind Immobilienanlagen unterschiedlich davon betroffen.**

Die Finanzkrise im Jahr 2008 löste eine Ära einer beispiellosen Ausweitung der Geldmenge in allen grossen Währungen aus, gefolgt und begleitet von sehr tiefen oder sogar negativen Zinsen. Nach der ökonomischen Theorie müsste eine massive Ausweitung der Geldmenge zumindest mittelfristig mit einer Entwertung des Geldes einhergehen und zu Inflation führen. Dies ist bisher aber nicht geschehen. Nach Jörn Quitzau (2020) kann dies u.a. mit strukturellen und demographischen Faktoren begründet werden. Die Globalisierung drückt mit günstigen Produktionsstandorten auf Preise und Löhne in Industrienationen. Des Weiteren verschärft die Digitalisierung durch erhöhte Preistransparenz den Wettbewerb, was wiederum Preiserhöhungen entgegenwirkt. So resultiert die expansive Geldpolitik bisher nur in einer Vermögenspreisinflation statt in einer Verbraucherpreisinflation.

## Die Theorie hinter Inflation und Zinsen

Mit «Inflation» ist usanzmässig die Preisveränderung von Konsumgütern über eine bestimmte Zeit gemeint. In der Schweiz wird dazu der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) vom BFS berechnet. Die Basis dazu ist ein repräsentativer Konsumwarenkorb, die Zusammensetzung dessen legt das BFS transparent offen (siehe Abb. 1).

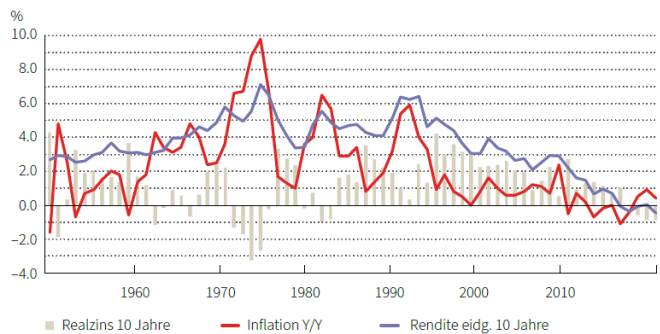
**Abb. 1: Zusammensetzung des Konsumentenwarenkorbs in der Schweiz.**



Quelle: BFS – Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)

Volkswirte nutzen derweil die Fisher-Gleichung, um strukturiert über Zinsen und Inflation nachzudenken. Dieses einfache Modell besagt, dass der Realzins dem Nominalzins minus der Inflationsrate entspricht. Dabei wird unterstellt, dass ein rationales Wirtschaftssubjekt Investitionsentscheidungen auf Basis der Realverzinsung fällt. Das heisst, dass Renditen einer Investitionsmöglichkeit nach Berücksichtigung der herrschenden Inflation beurteilt werden. In Abb. 2 sind zur Veranschaulichung die Renditen der eidgenössischen Bundesobligationen mit einer Laufzeit von 10 Jahren und die jährlichen LIK-Inflationsraten von 1950 bis heute dargestellt. Die Balken repräsentieren dabei die berechneten Realrenditen nach Fisher.

**Abb. 2: Fisher-Realrenditen der 10-jährigen Schweizer Bundesobligation von 1950 bis heute.**



Quelle: BFS, SNB

## *Inflation unter bestimmten Faktoren doch ein realistisches Szenario?*

Viele Marktteilnehmer stellen sich die Frage, ob die expansive Geldpolitik doch noch verzögert zu einer Verbraucherpreis-inflation führen könnte. Im Jahr 2020 mussten zahlreiche Staaten ihre oft bereits hohe Staatsverschuldung für die Bekämpfung der Pandemiefolgen weiter massiv erhöhen. Ein Abbau der zum Teil enormen Schuldenlast liesse sich nur durch ein sehr hohes Wirtschaftswachstum oder aber viel einfacher durch Inflation realisieren.

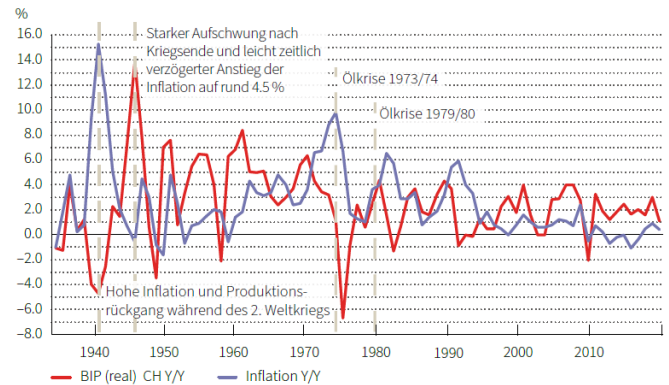
Ursachen für Inflation können unterschiedliche Ereignisse und Entwicklungen sein. In der volkswirtschaftlichen Theorie werden vier Faktoren oft diskutiert: (1) ein wirtschaftlicher Boom mit stark steigendem Konsum, (2) stark steigende Rohstoffpreise, (3) eine expansive Geldpolitik oder im schlimmsten Fall (4) ein allgemeiner Vertrauensverlust in ein Geldsystem.

## *Faktor I: Massive Erholung der Weltwirtschaft*

Eine der häufigsten Ursachen für Inflation ist ein Anstieg in der Konsumnachfrage. Diese Form der Inflation wird entsprechend auch als «Demand-Pull»-Inflation bezeichnet, erstmals beschrieben durch Keynes (1936). Sie tritt auf, wenn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage so stark ansteigt, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion an ihre Auslastungsgrenzen stösst und die hohe Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen nicht mehr decken kann, was in der Folge dazu führt, dass mit dem Wirtschaftswachstum auch die Preise ansteigen. Einer der historisch eindrücklichsten Beispiele für diese Art der

Inflation ist der Wirtschaftsaufschwung nach dem zweiten Weltkrieg (siehe Abb. 3), aber auch in nachfolgenden Zeitperioden konnten verzögerte Preisanstiege nach positivem BIP-Wachstum beobachtet werden.

**Abb. 3: Reales BIP-Wachstum und Inflationsrate der Schweiz von 1935 bis heute.**



Quelle: BFS, SECO

Die Weltkonjunktur ist aktuell massiv durch die Covid-19 Pandemie geprägt. In der Schweiz rapportiert das KOF für das Jahr 2020 einen BIP Rückgang von rund 3 Prozent, was der weitaus stärksten Rezession der letzten 45 Jahre entspricht. Sollte das medizinische Problem, beispielsweise durch eine Impfung, gelöst werden können, könnte dies mit einem raschen und starken Aufschwung der weltweiten und damit auch der Schweizer Konjunktur einhergehen. Ein damit verbundener weltweiter Anstieg der Nachfrage könnte sich durchaus in höheren Preisen niederschlagen.

**Effekt auf Immobilienanlagen:** Im Zuge von starkem Wirtschaftswachstum und erhöhten Inflationsraten wäre ein höheres Zinsniveau zu erwarten, wodurch Immobilien in einer solchen Periode gegenüber anderen Anlageklassen an Attraktivität einbüßen würden. Nach einer langen Phase von Negativzinsen und massivem Anlagedruck hätten Anleger wieder mehr Möglichkeiten, in andere rentable Anlagen zu investieren und damit Geld zu verdienen – oder wenigstens nicht mehr Geld zu verlieren. Für Immobilieninvestitionen würde dies neben einem Cashflow-Wachstum auch mit höheren Renditeerwartungen, respektive höheren Diskontierungszinssätzen einhergehen. Anleger hätten mit Immobilien die Möglichkeit, an der Konjunktur zu partizipieren und gleichzeitig von prognostizierbaren Cashflows in Form von Mieteinnahmen zu profitieren. Innerhalb der Asset-Klasse Immobilien dürften somit konjunkturabhängige Gewerbeimmobilien im Zuge eines Wirtschaftsaufschwungs und indexierten Mietverträgen an Attraktivität gewinnen, während z.B. Wohnliegenschaften aufgrund der kurzfristig nur bedingt anpassbaren Mietzinsen und der hohen

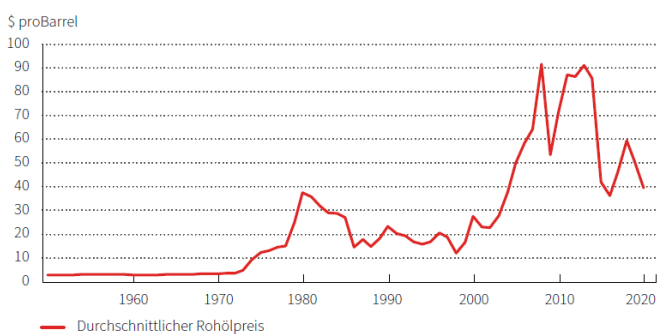
Sensitivität gegenüber Zinserhöhungen zu den Verlierern zählen könnten.

## Faktor II: Anstieg der Rohstoffpreise

Es gibt aber auch weitaus unfreundlichere Formen der Inflation. Volkswirte sprechen in diesem Zusammenhang von einer sogenannten «Cost-Push»-Inflation, welche oft begleitet wird von stagnierendem oder negativem BIP-Wachstum (beispielsweise beschrieben in Samuelson & Solow, 1960). Eine solche Inflation wird von adversen Preisschocks von Produktionsgütern wie Öl oder anderen Rohstoffen ausgelöst. Bei gleichbleibender Nachfrage kostet dasselbe Konsumgut also mehr. In der Folge sinkt die nachgefragte Menge, Firmen setzen weniger um, es kommt zu Entlassungen, die Arbeitslosigkeit steigt und der Konsum reduziert sich: Die Wirtschaftsleistung schrumpft. Historisch betrachtet sind die Ölkrisen von 1973/74 und 1979/80 die prominentesten Beispiele für Cost-Push-Inflation, wobei auch die Schweiz nicht verschont blieb (Abb. 3).

Eine Cost-Push-Inflation ist insofern relevant, da seit 2015 Ölpreise tendenziell wieder gefallen sind und z.B. auch während der Coronakrise kurzfristig neue Tiefstände erreicht wurden (siehe Abb. 4). Steigende Ölpreise werden wieder wahrscheinlicher, so hat sich der Ölpreis im ersten Quartal 2021 wieder merklich erholt. In der langen Frist scheint der Ölpreis einem exponentiellen Pfad zu folgen – eine Cost-Push-Inflation scheint somit vom Ölpreistrend begünstigt zu werden.

Abb. 4: Die Entwicklung des Ölpreises von 1950 bis heute.



**Effekt auf Immobilienanlagen:** In einer Cost-Push-Inflation mit einem stagnierenden oder rückläufigem BIP können Immobilien für Anleger interessant sein. Durch inflationsschützende Eigenschaften, beispielsweise über indexierte Mietverträge oder sich zumindest langfristig an die Inflation anpassenden Wohnmieten, können Anleger wie schon bei der Demand-Pull Inflation ihr Kapital schützen, ohne aber zu stark bezüglich der zyklischen Komponente von risikoreicheren Anlagen wie

zum Beispiel Aktien exponiert zu sein. Innerhalb der Asset-Klasse Immobilien steigt die relative Investitionsattraktivität von risikoärmeren Core-Immobilien (bspw. Liegenschaften an zentralen Lagen). Aufgrund der Tendenz zu Stagnation oder negativem BIP-Wachstum in einer Cost-Push-Inflation wird die Zahlungsfähigkeit von konjunkturabhängigen Mietern beeinträchtigt. Dadurch sind Immobilien mit solchen Mietern (bspw. Büro an C-Lagen, Industrie und Produktion) auch mit mehr Risiko behaftet und es findet eine «Flucht in Qualität» innerhalb der Asset-Klasse Immobilien statt.

## Faktor III: Neue Geldpolitik «Average Inflation Targeting»

In der letzten Dekade ist die Inflation nicht nur in der Schweiz ausgeblieben, sondern auch in den USA. Wie vom FED-Präsidenten Powell im Jahr 2020 angemerkt ist aus Sicht der Zentralbank eine zu tiefe Inflation u.a. nicht wünschenswert, da tiefe Inflation mit tiefen Zinsniveaus einhergehen und somit der Zentralbank den Spielraum für die geldpolitische Massnahmen im Falle einer Rezession nimmt. Im Jahr 2020 hat die FED darum einen Paradigmenwechsel in der Geldpolitik angekündigt:

« (...) we will seek to achieve inflation that averages 2 percent over time. Therefore, following periods when inflation has been running below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time.» (Jerome Powell, Chair of the Federal Reserve, 27. August 2020).

Die FED erachtet ein Inflationsziel von rund 2% nach wie vor als optimal. Nach einer langen Periode mit sehr moderater Inflation dürfte die Inflation nach neuer Definition allerdings über eine gewisse Zeit auch höher liegen, um über die Zeit einen Durchschnittswert von 2% zu erreichen. Langfristige Inflationserwartungen gehören gemäss Fed-Präsident Powell zu den Hauptdeterminanten der sich realisierenden Inflation. Mit der Anpassung der Geldpolitik erhofft sich die FED somit, dass Marktteilnehmer nach einer Periode mit langfristigen Inflationserwartungen von deutlich unter 2% (Coibion et al., 2019) nun langfristig wieder mit höherer Inflation rechnen und somit auch die Inflation heute wieder ansteigt. Diese neue Geldpolitik wird als «Average Inflation Targeting» bezeichnet. Weitere Zentralbanken könnten diesem Modell folgen.

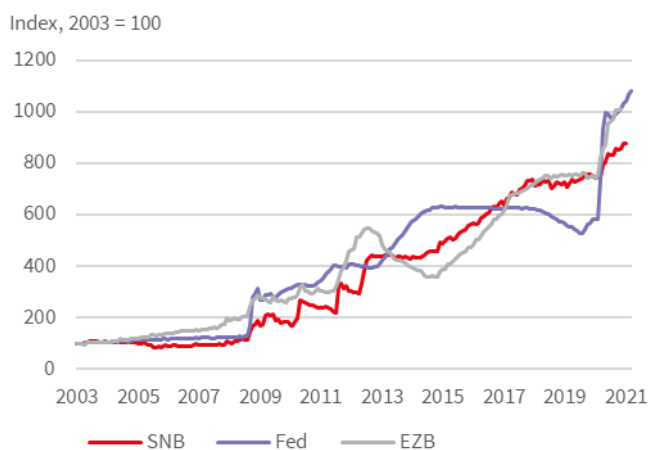
**Effekt auf Immobilienanlagen:** Die neue Geldpolitik dürfte sich auch auf den Immobilienmarkt auswirken. Wie eine Zentralbank mit der neuen Geldpolitik dann effektiv in der

aktuellen Situation mit sehr tiefer Inflation agieren würde, hängt davon ab, ob sich eine Demand-Pull oder Cost-Push-Inflation abzeichnet. Beim ersten Szenario wäre die Inflation von einer Hochkonjunktur begleitet. Beides ist im Sinne der Zentralbank, so dass keine geldpolitischen Massnahmen zu erwarten sind. Gemäss Fisher-Gleichung würden bei gleichbleibenden Nominalzinsen und steigender Inflation die Realzinsen sinken. Für den Immobilienmarkt bedeutet dies, dass der Anlagendruck weiter zunimmt und noch tiefere Immobilienanfragsrenditen zu erwarten sind. Beim Szenario zusammen mit einer Cost-Push-Inflation könnte es sogar zu einem Extremszenario kommen. Um der einhergehenden Stagnation oder dem negativen BIP-Wachstum begegnen zu können, muss mit weiteren geldpolitischen Lockerungen gerechnet werden. Das bedeutet, dass der Realzins gemäss Fisher-Gleichungen noch stärker in den negativen Bereich vordringt. Marktteilnehmer würden dies als ein Szenario mit extremen Realnegativzinsen wahrnehmen. Die möglichen Folgen von extremen negativen Zinsen hat JLL in der Publikation «Büromarkt Schweiz 2020» im Artikel «Der Elefant im Raum – Gedankenanstösse zu sehr tiefen Negativzinsen» thesenartig skizziert.

### *Faktor IV: Vertrauensverlust in das Geldsystem*

Eine andauernde Inflation, welche die Zentralbanken nicht effektiv zu bekämpfen vermögen, könnte das Vertrauen in ein Geld- oder Währungssystem nachhaltig abschwächen. Die meisten Zentralbanken haben in den letzten Jahren durch Interventionen am Finanzmarkt ihre Bilanzsummen massiv ausgedehnt. Abbildung 5 veranschaulicht dies für die FED, EZB und die Schweizerische Nationalbank.

**Abb.5: Entwicklung der Zentralbankenbilanzen 2003-2021.**



Quelle: SNB, Fed, EZB

Mit dieser extremen Ausweitung der Geldmenge und dem «Quantitative Easing» haben die Zentralbanken Neuland betreten. Wenn die Inflation in der Folge nun doch mit einer zeitlichen Verzögerung deutlich ansteigen würde, könnten Wirtschaftsakteure zunehmend befürchten, dass die Situation ausser Kontrolle gerät. Zu erwarten wäre eine Flucht in andere Währungen, oder in Realgüter wie Gold oder Immobilien. Interessanterweise kommen seit einigen Jahren als Ausweichmöglichkeit auch digitale Güter wie Kryptowährungen in Frage. Diese sind bei unkontrollierbaren Inflationsraten insbesondere deshalb interessant, weil diese Geldsysteme sich bisher jeglichem Einfluss von Zentralbanken und Staaten entziehen.

**Effekt auf Immobilienanlagen:** Für Immobilienanlagen wären in einem eher unwahrscheinlichen Szenario von Entwertung der Hauptwährungen infolge eines Vertrauensverlustes in das Geldsystem neue Wertfindungsmechanismen zu erwarten, weil Immobilienwerte in alternativen Währungen oder Geldsystemen berechnet oder umgerechnet werden müssten. In der Konsequenz könnten sehr uneinheitliche Immobilienbewertungen resultieren. Zudem wäre davon auszugehen, dass die Marktliquidität massiv abnehmen würde, da Wirtschaftssubjekte in einer Phase von so hohen Unsicherheiten reale Vermögensgegenstände nur aus Not veräussern würden.

### *Viele Faktoren sprechen im Falle von erhöhten Inflationsraten für ein temporäres Phänomen*

Die Inflation ist eine der bedeutendsten makroökonomischen Variablen für Immobilienwerte und kann durch unterschiedliche Faktoren verursacht werden. Je nach Ursache der Inflation werden Immobilienwerte unterschiedlich reagieren.

Der Blick in die Vergangenheit zeigt, dass mit Ausnahme der Ölkrise bisher ein starker Nachfrageanstieg (Faktor I) die häufigste Ursache für erhöhte Inflationsraten darstellte. In der aktuellen Konstellation einer COVID-geschwächten Weltwirtschaft mit viel Nachholbedarf und Erholungspotenzial scheint dies auch aktuell der naheliegendste Auslöser von erhöhten Inflationsraten zu sein. Sollten sich infolge einer raschen Erholung wirklich erhöhte Inflationsraten zeigen, stellt sich allerdings die Frage, ob es sich dabei um kurzfristige temporäre Effekte handeln wird oder ob die Inflationsraten über ein längere Periode erhöht bleiben werden. Einige Faktoren wie Digitalisierung, Technologisierung und Globalisierung, welche in der Vergangenheit für tiefe Inflationsraten gesorgt haben, dürften von langfristiger Natur sein und mittelfristig wieder einem

temporären Preisanstieg entgegenwirken. Auch auf der Produktionsseite dürften die Kapazitäten mit einer gewissen Verzögerung bei einem starken Post-COVID Wirtschaftsaufschwung wieder hochgefahren werden können, um die gestiegene Nachfrage wieder besser decken zu können, was den Wettbewerb wieder erhöhen und einer Lohn-Preis-Spirale entgegenwirken könnte.

Insbesondere im Hinblick auf die Auswirkung erhöhter Inflationsraten auf die Asset-Klasse Immobilien ist die Frage nach einem temporären oder längerfristigen Phänomen entscheidend. Hierbei spielt auch die Investitionsstrategie von vielen institutionellen Immobilienanlegern eine zentrale Rolle. Der Schweizer Immobilienmarkt ist geprägt von Anlegern mit eher konservativen und langfristigen Buy and Hold Investitionsstrategien. Von solchen Investoren sind auch im Falle von erhöhten Inflationsraten oder steigenden Zinsen kaum Panikverkäufe zu erwarten, wodurch das Risiko einer negativen Preisspirale als niedrig erscheint. Allerdings könnte sich in Bezug auf Neuakquisitionen eine temporäre Zurückhaltung und Marktbeobachtung einstellen, was in Kombination mit der Zurückhaltung bei Devestitionen temporär die Marktliquidität senken könnte.

Ob, wann und über welche Dauer eine höhere Inflation kommt, lässt sich nicht prognostizieren und ist keineswegs klar. Immobilieninvestoren sollten dennoch bereits heute in Szenarien denken und Strategien formulieren, um für allfällig steigende Inflationsraten gewappnet zu sein.

## *Weiterführende Literatur*

Coibion O., Gorodnichenko M. & Ulate M. (2019): Is Inflation Just Around the Corner? The Phillips Curve and Global Inflationary Pressures, NBER Working Paper No. 25511.

Fisher I. (1930): The Theory of Interest.

Keynes J. M. (1936): The General Theory of Employment, Interest, and Money.

Powell, J. H. (2020): New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review, Rede am wirtschaftspolitischen Symposium "Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy", veranstaltet durch die Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming.

Quitza, J. (2020): Droht nun Inflation?, Hrsg. Konrad-Adenauer-Stiftung, Berlin.

Samuelson P. A. & Solow R. M. (1960): Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy, American Economic Review Vol. 50 No. 2.

## **JLL**

### *Gregor Strocka, CAIA, MRICS*

Managing Director  
Zürich  
+41 44 215 75 15  
gregor.strocka@eu.jll.com

### *Wischiro Keo, CFA*

Vice President  
Zürich  
+41 44 215 75 28  
wischiro.keo@eu.jll.com

### *Daniela Tonet*

Vice President  
Zürich  
+41 44 215 75 20  
daniela.tonet@eu.jll.com

[www.jll.ch](http://www.jll.ch)

### *Jones Lang LaSalle*

© 2021 Jones Lang LaSalle IP, Inc. All rights reserved. The information contained in this document is proprietary to Jones Lang LaSalle and shall be used solely for the purposes of evaluating this proposal. All such documentation and information remains the property of Jones Lang LaSalle and shall be kept confidential. Reproduction of any part of this document is authorized only to the extent necessary for its evaluation. It is not to be shown to any third party without the prior written authorization of Jones Lang LaSalle. All information contained herein is from sources deemed reliable; however, no representation or warranty is made as to the accuracy thereof.