

## Inflationsschutz durch Immobilien?

Inflationsschutz durch deutsche Immobilien ist das zentrale Vertriebsargument. Die dramatischen Ereignisse der Finanzkrise haben erstmals in der Nachkriegsgeschichte dem Bürger wieder klar gemacht, dass Geld im Ernstfall nichts anderes ist, als eine Zahl in einem Computer und das Geld in der Hosentasche oder unter dem Kopfkissen im Ernstfall doch nur Papier ist.

### Was macht den Preis/ Wert von Immobilien aus?

Der „Tages-Preis“ einer Immobilie zur Miete oder zum Kauf hängt von Nachfrage und Angebot ab. Die Miethöhe ist wesentlicher Bestandteil. Der nachhaltige Ertrag ist generell wertbestimmend. Langfristig spielen Reproduktionskosten eine Rolle. Wichtig ist bei der Wertentwicklungserwartung die Grundstückswertentwicklung als Folge der Städtewucherung. Über Jahrhunderte nahm der Bedarf kontinuierlich zu, die Reproduktionskosten stiegen entsprechend dem Lohnniveau und Grundstücke wurden durch Lageaufwertungen expandierender Städte teurer. Ergebnis: Die Preise stiegen parallel bzw. stärker als Inflation.

### Wie sieht es heute in Deutschland aus?

NICHTS stimmt mehr. Es gibt von allem genug. Das Angebot übersteigt die Nachfrage. Die Reproduktionskosten steigen gering. Überhänge stehen noch zum Abbau an. Niedrige Zinsen erhöhen das Angebot weiter. Viele Städte schrumpfen. Mit werterhöhernder Wucherung ist oft nichts mehr. Nur an prosperierenden Standorten nimmt die Bevölkerung zu. Damit wird deutlich: Inflation und Immobilienpreisentwicklung hängen nicht direkt zusammen, sondern sind von gemeinsamen Faktoren abhängig. Lediglich kurzfristig bis mittelfristig verfügen einige Immobilien über einen eingebauten Zusammenhang zwischen Inflation und Immobilienpreisentwicklung.

Büromietverträge sind meist in indexiert. Dies schützt teilweise während der Vertragslaufzeit vor Inflation. Die Anschlussvermietung ist jedoch marktorientiert und kann zu einer deutlichen Abweichung von den zuletzt gezahlten Mieten - sowohl nach unten als auch nach oben - führen. Wohnungsmieten können inzwischen gleichfalls indexiert werden. Da ein kurzfristiger Auszug des Mieters aber immer möglich ist, ist der Inflationsschutz bei diesen Mietverträgen auf Marktentwicklung zzgl. Umzugskosten plus Unannehmlichkeitskosten begrenzt.

Einzelhandelsimmobilien haben dagegen mitunter einen eingebauten Inflationsschutz, sofern die Verträge es hergeben. Die Umsatzabhängigkeit der Mieten erzeugt einen Geldwertbezug durch die veränderten Umsätze, die ja die Inflation widerspiegeln.

### Warum weiß niemand, dass die Immobilie nicht vor Inflation schützt?

Grundsätzlich heißt es: Gibt es keine Inflation, spricht nichts gegen eine anständige Immobilie, gibt es Inflation, habe ich lieber eine Immobilie als ein festverzinsliches Wertpapier. Noch in den 90ern, bei damals immer noch im heutigen Vergleich hohen Zinsen, die bei Wohnen meist kein Leverage erlaubten, prägte sich unter „Experten“ aus Kapitalanlagegesichtspunkten die Definition der Immobilie als „inflation(angst)getriebenes, steingewordenes Steuerparadoxon“, also als Investition, die sich lediglich unter Inflationsschutzgesichtspunkten und durch Steuereffekte rechnete. Was bleibt da, wenn Inflation kein Thema mehr ist und Steuereffekte entfallen? In der Realität ein Realwert der durch Nebenkosten und ausbleibende Wertentwicklung dezimiert wird.

### Inzwischen ist aus dem Steuerparadies Deutschland ein Steueralptraum geworden.

Die Inflation hat schon lange niemanden mehr gezeißelt. Entsprechend konsequent entwickelten sich die Immobilienpreise seitwärts oder sogar nach unten. Deutschland war die einzige prosperierende Nation, der es noch nicht einmal gelang, in der Immobilienpreisentwicklung nominal den Level zu halten, geschweige denn, die Inflation einzuspielen.

Die tiefe Delle Ende der 90er war mit den Verwerfungen in den Neuen Bundesländern, einer Erholung zum Beginn der neuen Dekade mit anschließender zyklischer Korrektur noch nicht signifikant. Erst ab etwa 2005, als klar wurde, dass der Leerstand eine neue Dimension erreicht hatte, die eben nicht mehr das alte zyklische Spiel vom Wechsel zwischen Knappheit und Überangebot erlaubte, wurde immer klarer, dass Inflation an sich kein Preistreiber ist, sondern dass andere Mechanismen für eine parallele Entwicklung von Geldentwertung und Immobilienpreisentwicklung stehen. Seitdem versuche ich auf den fehlenden Zusammenhang hinzuweisen. Inzwischen häufen sich auch Studien und Presseberichte, die vorsichtig von der Inflationsschutzthese abrücken oder zumindest zu bedenken geben, dass Inflationsschutz nur gegeben ist, wenn angepasste Mieten durchsetzbar sind, die zu höheren Preisen, also Inflationsschutz führen.

### **Bei Gewerbeimmobilien wird Wertminderung zur Tradition.**

Jetzt ist zwar nicht die Inflation, aber zumindest die Angst zurück. Zum Höhepunkt der Krise wurde Bargeld zum Renner – Sicherheit durch Papier! Die Inflationsangst ist Immobilienverkaufsargument Nr. 1. Blicken wir auf den Index, der sicherlich im Detail zu diskutieren ist, der aber als einzig verlässliche Datenbasis seit 1975 methodisch konsistent ermittelt wurde, ergibt sich bei 29% Inflation von 1993 bis 2009 bei Wohnen eine annähernde nominale Wertkonstanz und bei Gewerbe ein Absturz, der der Inflation in umgekehrter Richtung entspricht. Auf Deutsch: In gleicher Höhe wie die allgemeine Preisentwicklung inflationierte, deflationierte die Gewerbeimmobilienpreisentwicklung!

Wie sich da der in Fondsprospekten regelmäßig dargestellte Inflationsschutz speziell bei Gewerbeimmobilien begründen lassen soll, dürfte zumindest zweifelhaft sein. Im Zeitalter der Prospekthaftung ist das eine mutige Aussage. In den letzten 14 Jahren seit 1996 wiesen lt. „DIX Total Return“ Chart der IPD (Immobilienpreisindex) lediglich die Jahre 2000 und 2001 eine kleine positive Werterholungsphase auf. Sonst ging es immer bei der Wertänderungsrendite bergab - auch im Boom der Jahre 2006/2007. Bei Wohnen sieht es etwas besser aus, Wohnungspreise konnten wenigstens ihren Nominalwert halten. In Ballungsgebieten mit Zuzug legten die Preise deutlich zu. Aber bedenken Sie, Norbert Walter von der Deutschen Bank rechnete 2006 einmal vor, dass eine Eigentumswohnung unter Berücksichtigung von Zinsbelastung, Kaufpreisentwicklung und Einkommensentwicklung eine deutsche Familie nur noch mit 40% der Kosten belastete, die die vergleichbare Familie 30 Jahre früher, 1977 für ein vergleichbares Investment zu tragen hatte. Studien des ifo-Institutes kommen zu ähnlichen Ergebnissen.

### **Vor welcher Inflation schützt die Immobilie?**

Eine saubere Definition des Inflationsbegriffes wird selten verwandt. Galoppierende Inflation nach deutschem Vorbild oder echte Inflation mit deutlich mehr als 5%, oft zweistellig, nach südamerikanischem oder osteuropäischem Vorbild werden in denselben Topf geworfen wie lästige und auch in ihrer Beherrschbarkeit gefährliche Inflationsraten von 3 bis 5%, die sowohl auf Wirtschaftsdynamik und Energie bzw. Importprobleme zurückzuführen wäre. Und der Deutsche zieht schon Sorgenfalten, wenn sich die „Inflationsrate“ einer „2“ nähert.

**Angst schlägt Fakten:** Hinzu kommt aber auch ein bisher nicht beachteter Aspekt. Wichtig für das Verhalten der Menschen, also auch das inflationsinduzierte Preisverhalten, ist nicht die Inflation selber, sondern die Inflationsangst. Erst die Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen führt zum Investment in Sachwerte. Aus Immobiliengesichtspunkten überspringen wir einmal die galoppierende und die echte Inflation. Hier werden Inflationspanik mit Mietanpassungen parallel laufen. Da werden Immobilien besser sein als Wertpapiere. Aber ersparen Sie uns die Analyse von Kriegsfolgen und Weltwährungskrisen. Über Realitätsnähe einer „echten“ Inflationserwartung wollen wir nicht diskutieren. **Aber glauben Sie wirklich, dass die Totalentwertung von Nominalvermögen bei gleichzeitiger Entschuldung und Werterhöhung von Immobilien in unserem System von Politik und Bevölkerung getragen würde? Der erfahrene Blick zurück findet schnell die nach der großen Inflation eingeführte „Hauszinssteuer“ (Gebäude-Entschuldungs-Steuer), die Lastenausgleich schaffen sollte. So etwas käme doch auch bei uns mit breiter Bevölkerungsunterstützung unmittelbar zurück.**

### **Warum gibt es immer noch Untersuchungen, die zu „positiver Korrelation“ führen?**

Bildet man über einen Zeitraum von 30 Jahren den Immobilienindex und die Inflation ab, so stellt sich heraus, dass beide Werte positiv miteinander korreliert sind, Immobilien also vor Inflation schützen. Dies trifft auch auf die letzten Jahre seit 1993 zu. Bei der Korrelationsbetrachtung ermittelt nämlich die Statistik bei sinkenden, wenn auch positiven Inflationsraten durchaus einen positiven Zusammenhang zwischen sinkenden und durchaus auch negativen Wertentwicklungen. Damit führt die Statistik zum ersten Paradoxon: Inflation und Wertentwicklung von Immobilien sind positiv korreliert. Dennoch schützte in den letzten 15 Jahren die Immobilie nicht vor Inflation. Die statistischen Ergebnisse sind abhängig vom Betrachtungszeitraum und von der Aussage. Anders als die heutige „Generation Excel“, die dazu neigt, passende statistische Ergebnisse, die der Computer dankenswerterweise in Bruchteilen von Sekunden ausspuckt, als der Weisheit letzter Schluss stehen zu lassen, waren wir generationsbedingt noch gezwungen, auch die ersten Seiten des Statistikbuches zu lesen. Da wurde relativ schnell klar, dass Statistik nicht geeignet ist, aus sich selbst heraus Aussagen zu tätigen, sondern dass die Rechenmethoden lediglich dazu führen, Hypothesen abzulehnen oder festzustellen, dass das Zahlenwerk nicht geeignet ist, Hypothesen abzulehnen. Statistik „beweist“ niemals die Richtigkeit einer Aussage, sondern belegt lediglich, dass das vorhandene Datenmaterial nicht ausreicht, um die jeweilige Hypothese abzulehnen. Statistik alleine ist nicht aussagefähig. Statistik ist lediglich geeignet, analytisch abgeleitete Aussagen anhand mehr oder minder repräsentativer Daten zu verifizieren.

Die Standardargumentation der Immobilienwirtschaft, Immobilien schützen pauschal vor Inflation, wird durch die empirischen Erfahrungen der letzten 20 Jahre in Deutschland nicht mehr gedeckt. Dies lässt sich auch analytisch aus dem geänderten wirtschaftlichen, technologischen und globalen Umfeld ableiten. Da es unter Vergleichsgesichtspunkten in Bezug auf Absicherung gegen Geldentwertung durch Sachwerte keine echte Alternative zur Immobilie gibt, die Sachwert mit regelmäßigem Cash Flow verbindet, sollte man jedoch weniger dem Verlust des pauschalen Inflations-schutzes durch die Immobilie nachtrauern, sondern analysieren, wie die Immobilie dennoch gegen Entwicklungen des Geldwertes schützt.

Hier sind neben Inflationsaspekten auch Deflationsgefahren zu beachten, die in der Analyse regelmäßig vernachlässigt werden. Im Übrigen sind bei entsprechender Differenzierung nach Segmenten und Regionen auch statistisch Immobilienmarktsegmente zu identifizieren, in denen auch seit dem generellen Wendepunkt Anfang der 90er Jahre Immobilienwertentwicklungen und Inflationsraten noch annähernd parallel liefen. In der zukünftigen Entwicklung ist die mögliche Abkoppelung der Vermögenspreis-inflation von der allgemeinen Inflation zu berücksichtigen. Dies haben uns die vergangenen Jahre mit ihren finanzmarktgetriebenen Aktivitäten zum Teil drastisch vor Augen geführt. Auch zukünftig zu erwartende Regulierungen der weltweiten Kapitalmärkte werden nichts an den generellen Rahmenbedingungen einer hohen Kapitalanlagennotwendigkeit in demografisch armen und wirtschaftlich reichen Volkswirtschaften ändern.

Gerade unter Sicherheitsgesichtspunkten werden neben dynamisch wachsenden, aber deswegen auch hoch volatilen jungen, unausgereiften Volkswirtschaften verstärkt reife Volkswirtschaften mit stabiler, aber gut prognostizierbarer Entwicklung profitieren. Auch dürften die Zinsen zum einen durch ihre Abhängigkeit von der Zahlungsfähigkeit hoch verschuldeter Staaten und zum anderen durch verstärkten internationalen Standortwettbewerb im Vergleich zu früheren Ausschlägen eher stabil und niedrig bleiben und so Leverage-Effekte dauerhaft ermöglichen. Zumindest während der Mietvertragslaufzeit schützt die Immobilie sicher vor Deflation. Der Schutz gegen Inflation ist durch Vertragsklauseln dagegen meist eingeschränkt. Bei geringer Geldentwertung werden die Anpassungshürden von heute, meist 5 oder 6% und früher oft 10%, selten überschritten. Zudem ist die Indexierung oft auf 50 oder 70% der Geldentwertung eingeschränkt.

In der langfristigen Entwicklung bestimmt sich der Wert einer Immobilie aus der nachhaltigen Ertragskraft. Nach Untersuchungen von Feri resultieren 70% der Wertentwicklung von Immobilien aus der wirtschaftlichen Prosperität des Standortes. Neben der Standortauswahl gewinnen im

Zuge zunehmender CO<sub>2</sub>-Diskussionen und energiepolitischer Vorgaben und natürlich vor dem Hintergrund sich rasant entwickelnder Informationstechnologien die technischen Potentiale einer Immobilie an Bedeutung. Bei Neubauentscheidungen ist auf Einhaltung moderner Standards mit entsprechenden Nachhaltigkeitssiegeln zu achten. Hier ist bei Einkauf und Analyse bestehender Portfolios zu unterscheiden in Immobilien mit K.o.-Kriterien, bei denen die nachhaltige, perspektivische Verwendbarkeit (juristisch) nicht gewährleistet oder wirtschaftlich nicht vertretbar ist und Immobilien, deren energetische Nachteile oder Funktionsnachteile durch Preis- und Mietanpassungen bzw. geplante Restrukturierung aufgefangen werden können.

Die laufende Analyse des Portfolios sowie die stetige Optimierung der Ertragspotentiale der einzelnen Immobilie stellen hohe Anforderungen an einzelfallbezogenes Einkaufsmanagement, strategisches Asset Management und besonders auch an praktisches Doing im Gebäudemanagement. Gerade das Zusammenspiel der drei Disziplinen, die in der modernen Diskussion gerne gesplittet werden, ist einer der wesentlichen Erfolgsfaktoren des Managements eines Portfolios bzw. eines Offenen Immobilienfonds. Dies bedingt aber immer noch langjährige Immobilienmarkterfahrung des Managements und nachrangig die Virtuosität im Umgang mit Tabellen.

Neben der regionalen Fokussierung auf prosperierende Regionen reagieren Marktsegmente auch im Zeitverlauf unterschiedlich. Allein schon eine grobe Einteilung nach Gewerbe und Wohnen bzw. Büro, Handel, Logistik oder auch Healthcare- / Sozialimmobilien kann Diversifikationschancen aufzeigen.

**Zusammengefasst stellen wir fest**, dass es durchaus Sinn macht, über den Tellerrand zu schauen, wenn vor Ort die Investmentqualität nachlässt. Neben den möglichen besseren Immobilienstandorten im Ausland lassen sich in der Regel nicht unerhebliche Steuervorteile erzielen. Im Idealfall sind die Erträge aus Immobilien im Ausland steuerfrei, während die Erträge aus Immobilien hier in Deutschland für den Inländer voll steuerpflichtig sind. Der alte Grundsatz, erstens Lage, zweitens Lage und drittens Lage, hat bei der Immobilienauswahl zwar nach wie vor seine Berechtigung aber der Grundsatz selbst ist zu erweitern: neben der Lage sind die langfristigen Einflüsse auf eben die Lage durch Wirtschaftswachstum, Demographie, politische Sicherheit und die Bonität des Standortes zunehmend kriegsentscheidend.

Ich wünsche Ihnen ein schönes Wochenende!

Beste Grüße

Heiko Kolodzik