



Immobilienanlagen in der Transformation: Cash versus Wert

Dr. Stephan Kloess, *Gründer & Geschäftsführer, KRE Kloess Real Estate*

Politisch, geldpolitisch und wirtschaftlich ist das Umfeld anspruchsvoll. In diesem bleiben Immobilien aller Wahrscheinlichkeit nach attraktiv. Wichtig ist, Cashflow- und Wertentwicklung über die Zeit genauer zu beurteilen. Die Ertrag und Wert definierenden Faktoren sowie deren Steuerung sollten in den Fokus rücken.

Handels- und politische Konflikte sowie die sich dem Kulminationspunkt nähernde Brexit-Frage haben in den vergangenen Monaten die Erwartungen an die Konjunktur-entwicklung in allen maßgeblichen Volkswirtschaften gedämpft. Niedriges Wirtschaftswachstum, steigende Geldhaltung und ein niedriges Investitionsniveau der Industrie stützen niedrige Zinsen. Die inverse Zinsstruktur in den USA ist Ausdruck der Tatsache, dass eine kritische Masse von Investoren die kurzfristige Konjunktur-entwicklung skeptischer sieht als die langfristige. Sie war bisher lediglich Vorbote einer Rezession, aber nie ihr Auslöser. Absehbar ist, dass Politik und Zentralbanken alles tun werden, um eine Rezession abzuwenden.

Ausgangslage spricht für Immobilien

Die Fed hat begonnen, den Leitzins in den USA wieder zu senken, und die EZB hat die Märkte auf eine Senkung in den Negativbereich vorbereitet. Weiter gibt es aus dem IWF ein starkes geldpolitisches Signal: Signe Krogstrup, ehemalige stellvertretende Leiterin geldpolitische Analyse bei der Schweizerischen Nationalbank, und Katrin Assenmacher, Leiterin der Abteilung Geldpolitische Strategie der EZB, plädieren in einem Strategiepapier im Krisenfall sogar für Negativzinsen von bis zu zehn Prozent. Hier ist weniger die Höhe erschreckend, sondern vielmehr das offizielle politische Signal an sich.

Abzusehen ist somit, dass die Asset-Inflation zunimmt und Realwerte an Attraktivität

gewinnen. Profitieren wird aufgrund ihres hybriden Charakters aus Aktie und Obligation die Immobilie. Sie lässt Investoren je nach Risikoappetit den Fokus auf Ertrag oder Wert legen. Um interne oder regulatorische Mindestverzinsungen zu erreichen, werden Immobilienquoten weiter steigen.

Veränderte Anforderungen der Anleger

Sinkende Zinsen haben die Investitionsbe-gründung bei Immobilien verändert. Früher waren Diversifikation und Risikoadjustierung die Argumente. Heute gehen Investoren größere Risiken ein. Früher Einstieg in Projekte und der Verzicht auf Risikoprämien sind zwei der Themen. Fokus wird auf einen attraktiven Plan-Cashflow gelegt, während von der Wertentwicklung abstrahiert wird.

Die Diskussion über den Fokus Cashflow versus Wert ist neu entfacht. Cashflow-Renditen sinken prozentual aufgrund hoher Werte und Zielrenditen verwässern. Somit legen Investoren wieder Wert auf Wert. Es ist aber eben dieser Cashflow in Form des Nettoertrages, der den Wert über die Zeit sichert. Das Objekt mit seinen Attributen stellt sicher, dass der Wert – sollte er mal sinken – über die Zeit aufholbar ist. Der Nettoertrag entscheidet über den Erfolg. Analysen zeigen, dass über die Zeit die Qualität des Nettoertrags in Bestandsportfolios wichtiger für die Gesamtrendite ist, als die Senkung der Verzinsung. Oder anders formuliert: Nicht realisierter Mietertrag ist unwiederbringlich verloren.

Fundamentaldaten sind wichtig

Über den Ertrag haben Höhe und Nachhaltigkeit des Mietzins Einfluss auf den Wert. Damit rückt der Produktionsfaktor des Cashflows in den Fokus: die Fläche. Ihre Liquidität ist eine Funktion von Lage, Qualität, Flexibilität und technischer Ausstattung. Hohe Nachfrage, kurze Absorptionszeiten und nachhaltiger Mietertrag sind ergebnisrelevant. Wenn tiefe Objektrenditen mit Potenzialen begründet werden, besteht die Gefahr, dass Investments, wie 2006/07, mit künftigen Mietentwicklungen „schön gerechnet“ werden. Leerstände und kurze Mietvertragslaufzeiten sind aber keine automatischen Potenziale.

Niedrige Zinsen und mangelnde Alternativen haben die Renditeanforderungen der Investoren an die Immobilie kontinuierlich sinken lassen. Relevante Märkte zeigen, dass Spreads zwischen jeweiliger 10-jähriger Staatsanleihe und Verzinsung zwischen 150 und 300 Basispunkten liegen. Gilt ein Delta von 200 Basispunkten als Daumenregel für einen „attraktiven Abstand“, existieren noch Märkte, in denen der Spread historisch hoch ist. Risikoadjustiert ist damit aktuell nicht viel Platz für weitere Renditesenkungen.

Der Rahmen hat sich geändert und wir sollten unser Verhältnis zur Rendite überdenken. Welche Kennzahlen sind relevant und welche Zeiträume betrachten wir? Künftige Wertsteigerungen können nicht mehr sinnvoll aus der Senkung von Verzinsungsansprüchen kommen, sondern nur noch aus nachhaltigen Nettoerträgen. Langfristige Investoren sollten künftig dem Ertrag mehr Aufmerksamkeit schenken als dem Wert!