

MARKET INSIGHTS

Inflationsschutz durch Assetklasse Real Estate

Juli | 2021

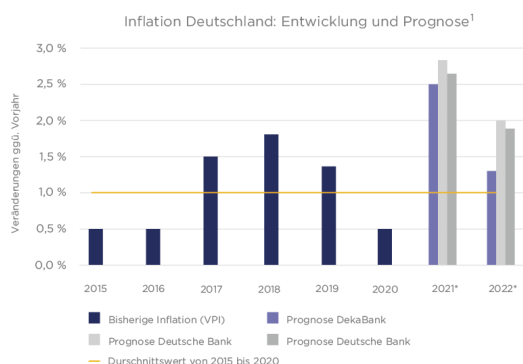


REAL EXPERTS.
REAL VALUES.

Inflationsentwicklung in der Krise

Folge einer Wirtschaftskrise ist neben realwirtschaftlichen Einbrüchen und Arbeitslosigkeit regelmäßig eine erhöhte Inflation. Dies lässt sich auch in der aktuellen COVID-19-Situation feststellen. Während Einschränkungen bei Lieferketten und Produktionsprozessen zu einem eingeschränkten Angebot an Industriewaren, Konsumgütern und Dienstleistungen führten, wurde die Liquidität von Unternehmen und der Bevölkerung durch staatliche Unterstützungsmaßnahmen weitgehend abgesichert. Teils führte dies sogar zu einer Erhöhung von Rücklagen, die nach der Krise in einer höheren Nachfrage münden kann. Der verfügbare Geldbetrag ist jedoch nominaler Art und trifft realwirtschaftlich auf ein konstantes oder noch reduziertes Warenangebot.

Infolgedessen kommt es zu inflationären Tendenzen. Die Deutsche Bank prognostiziert für 2021 eine Teuerungsrate von 2,8 % und für 2022 2,0 %, was 1,8 bzw. 1,0 Prozentpunkte über dem Durchschnitt von 1,0 % der zurückliegenden fünf Jahre liegt. Andere Institute wie die DekaBank und das ifo Institut weichen mit 2,5 % beziehungsweise 2,6 % in ihren Prognosen teils davon ab, gehen aber ebenfalls von einer deutlich höheren Inflation in den nächsten Jahren aus.¹ Seitens der Europäischen Zentralbank scheint diese Entwicklung in Richtung einer höheren Inflation akzeptiert zu sein. Kürzlich wurde die bisher als Maximum verstandene Teuerungsrate von 2,0 % aufgeben, nunmehr strebt man diese Marke lediglich noch an.



¹ Statistisches Bundesamt 2021, Verbraucherpreisindex. Deka 2021, Volkswirtschaftliche Prognosen. Deutsche Bank 2021, Ausblick Deutschland – Halbezeitbilanz. Ifo Institut 2021, ifo Konjunkturprognose Sommer 2021. Eigene Berechnung und Darstellung.

Wenngleich auch eine kurzfristig erhöhte Inflationsrate volkswirtschaftlich noch akzeptabel erscheint, so führt sie speziell bei Kapitalanlagen in verzinsliche Wertpapiere (Anleihen) zu realen Ertragseinbußen und Wertverlusten. Ertragsbezogen sind alle nominalen Verzinsungen in der Nähe oder gar unterhalb der Inflationsrate kritisch. Hierbei werden die Risiken und Kosten der Anlage nicht mehr adäquat vergütet. Durch die Rückzahlung des Wertpapiers zum Nominalwert führt jede Inflation darüber hinaus zu einem Verlust im Realwert, bezogen auf die damit abgebildete Kaufkraft des Anlagebetrags.

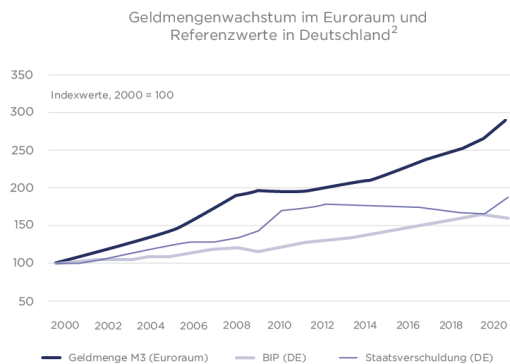
Nicht statistisch erfasste „verdeckte“ Inflation

In der amtlichen Statistik wird die Inflation meist über den Verbraucherpreisindex (VPI) abgebildet. Dieser basiert auf einem definierten Warenkorb, der den typischen Bedarf von Konsumenten abbilden soll. Der tatsächliche Bedarf von Personen und Unternehmen kann davon abweichen. Individuelle Preise und Ausgaben können somit deutlich stärker steigen, als dies der VPI vermuten lässt. Ein Beispiel hierfür ist ein anteilig höherer Energieverbrauch (Strom, Heizung, Kraftstoffe etc.) vor dem Hintergrund hoher Kostensteigerungen gerade in diesem Bereich. Auch die Preise eigengenutzter oder vermieteter Immobilien sowie auch anderer Assets und Kapitalanlagen sind im VPI unterrepräsentiert. Individuell oder auch gruppenbezogen wahrgenommene Preisentwicklungen können letztendlich erheblich vom VPI der amtlichen Statistik abweichen.

Eine weitere Dämpfung erfährt der VPI durch die Bereinigung der Preisentwicklung um Mehrausstattungen und technischen Fortschritt beispielsweise bei modernen Pkw oder IT-Geräten.

Höhere Preise beim Folgeprodukt werden in diesem Sinne nicht zwingend als Inflation gewertet. Andererseits sind billigere Produkte mit der früheren Qualität auch nicht mehr markttypisch oder verfügbar.

Insgesamt ist es daher fraglich, ob die Methodik der amtlichen Statistik tatsächlich zu einem realistischen Bild bezogen auf die Inflation führt. Die bisher ausgewiesenen Werte im Bereich zwischen 1,0 % und 2,0 % Inflation p. a. erscheinen relativ gering. Es besteht eine Diskrepanz zur „gefühlten“ Inflation und auch zu zahlreichen Vergleichsgrößen einzelner Preissteigerungen. Eine alternative Erfassung des „Geldwerts“ kann über den Vergleich der im Umlauf befindlichen Geldmenge (M3) und der Wirtschaftsleistung (BIP) erfolgen.



Allgemein bekannt ist, dass die Europäische Zentralbank eine sehr expansive Geldpolitik verfolgt, die durch die Coronakrise neue Rekorde erreichte. Im Sinne einer Preisstabilität sollte die Geldmenge parallel zur wirtschaftlichen Aktivität verlaufen, sich somit am BIP-Wachstum orientieren. Jedoch zeigen die zurückliegenden 20 Jahre ein BIP-Wachstum von nur 59 %, während die Geldmenge M3 im Euroraum um 189 % – also mehr als das Dreifache – gestiegen ist.²

Als weitere Referenzgröße kann die Staatsverschuldung betrachtet werden, die im selben Zeitraum um 86 % gestiegen ist.

Es liegt auf der Hand, dass die überschüssige Geldmenge nicht nur in Rücklagen und Sparquoten geflossen ist, was in diesem Sinne nicht unmittelbar inflationstreibend wäre. Vielmehr hat sie zu einem Preisauftrieb bei diversen Konsum- und Investitionsgütern sowie auch Kapitalanlagen geführt, die in der statistischen Inflationsberechnung nicht oder nur in geringem Maße verarbeitet werden. Neben den amtlichen Inflationsangaben sind diese segmentbezogenen Preisentwicklungen ebenfalls zu beachten. Auch wenn es hierfür keine offiziellen statistischen Referenzwerte gibt, dürften anders gewichtete Inflationsmodelle zu weitaus höheren Geldentwertungen kommen als der klassisch verwendete VPI.

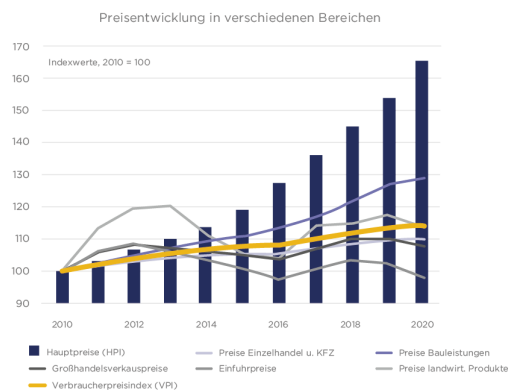
Wertentwicklung der Hauspreise vs. VPI

Unabhängig von der exakten Messmethode und Höhe der Inflation ist anzunehmen, dass das Thema Wertstabilität und Wertsicherung künftig an Relevanz gewinnt. Damit stellt sich die Frage, wie man der Inflationsgefahr und dem einhergehenden Kaufkraftverlust langfristig und effektiv entgegenwirken kann.

Klassischerweise spielen bei entsprechenden Absicherungsstrategien Investitionen in Sachwerte, insbesondere die Assetklasse Real Estate, eine große Rolle. In der Rückschau war damit nicht nur in den Großstädten, sondern auch gemessen an konservativen, marktbreiten Indizes wie dem Hauspreisindex HPI eine Kompensation verschiedener Preissteigerungen, nicht nur der Inflationsmessgröße VPI, möglich.³

² EZB 2021, Monetary aggregate M3. Statistisches Bundesamt 2021, VGR des Bundes. Bundesbank 2021, Verschuldung gem. Maastricht-Vertrag – Deutschland.

³ Statistisches Bundesamt 2021, ausgewählte Preisindizes und Häuserpreisindex HPI.



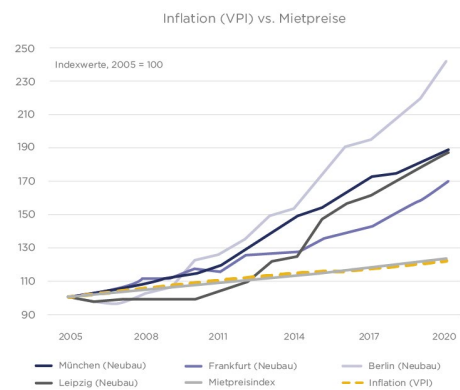
Selbst wenn Teile der Preisentwicklung am Immobilienmarkt der Zinsentwicklung und den damit einhergehenden niedrigen Bewertungsrenditen zuzuschreiben sind, so repräsentieren ihren immanenten Nutzen

einen nachhaltigen Gegenwert. Aufgrund der ebenfalls ansteigenden Baukosten ist das Wirtschaftsgut Immobilie künftig auch kaum kostengünstiger zu erstellen und anzubieten. Unabhängig immer möglicher Marktschwankungen temporärer Art oder bezogen auf bestimmte Standorte beinhaltet die Assetklasse Real Estate einen grundsätzlich stabilen Realwert, ist also eine relativ inflationssichere Anlage.

Eingebauter Inflationsschutz: indexierte Mieten und an Baukosten orientierte Sachwerte

Die Coronakrise hat schon einen entscheidenden Vorteil der Wohnimmobilien in Krisenzeiten gezeigt. So waren die Zahlungsströme für die Miete der privaten Haushalte in der Krise nicht zuletzt durch das Kurzarbeitergeld und andere Unterstützungsleistungen überwiegend gewährleistet.

Ein weiterer Vorteil von Wohnimmobilien ist der eingebaute Inflationsschutz, der durch die steigenden Mieten bei einem steigenden Preisniveau gewährleistet ist. Die Mietpreisentwicklung verlief zuletzt vor allem in den Großstädten sehr dynamisch, hat aber auch an anderen



Standorten und in der Breite des Markts mit der allgemeinen Inflation durchaus Schritt gehalten. Der allgemeine Mietpreisindex folgte in den vergangenen Jahren der Inflation.

Während der Verbraucherpreisindex von 2010 bis 2020 um ca. 14 % stieg, zeigten Neubaumieten in Berlin mit 98 % und in Leipzig mit 87 % einen weitaus stärkeren Zuwachs. Auch Großstädte mit einem höheren Ausgangsniveau wie München und Frankfurt am Main zeigten Mietanstiege weit oberhalb der allgemeinen Inflation (+65 % bzw. +45 %). Die Mieten sind dort somit auch real deutlich gestiegen.⁴

Während Gewerbemieten über Indexklauseln meist direkt an die Inflationsentwicklung gekoppelt sind, ist dies bei Wohnraummietverträgen seltener der Fall. Allerdings sorgen auch dort zumindest mittelbare Faktoren wie nominal steigende Baukosten, Gehälter und Kaufkraft dafür, dass über Neuvermietungen und Mieterhöhungsverfahren die realen Mieterträge – vielleicht etwas zeitverzögert – erhalten bleiben.

Bewertungsbezogen sorgen nominal steigende Mieterträge (Perspektive Ertragswert) bzw. nominal steigende Grundstücks- und Baukosten (Perspektive Sachwert) für eine entsprechende nominale Wertentwicklung der Immobilien. Gerade Wohnimmobilien in Großstädten werden nachhaltig nachgefragt und bilden in den Portfolios von Investoren einen eingebauten Inflationsschutz.

⁴ Statistisches Bundesamt 2021, Verbraucherpreisindex; F+B 2020, Marktmietenmonitor.