



## Unsere Sicht auf die Märkte:

---

### Die Immobilie als sichere Kapitalanlage: Hält sie heute noch, was sie verspricht?

#### Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

mit diesem Marktkommentar möchten wir uns einmal einer Anlageklasse abseits des Börsengeschehens widmen: der Immobilie. Die Immobilie ist uns Deutschen regelmäßig als sichere Geldanlage im Bewusstsein verankert. Andererseits ist immer öfter zu hören, dass sich inzwischen eine Blase am deutschen Immobilienmarkt gebildet haben soll. Es wäre höchste Vorsicht geboten.

Wir erachten das als Grund genug, um uns den Status Quo der Immobilie und ihres Anlageumfelds genauer anzuschauen.

#### ***Das Medium Geld verbindet alles Eigentum.***

Die Realität stellt uns und unsere Eigentumssicherung heutzutage vor manche Herausforderung und die Unwägbarkeiten scheinen eher noch zuzunehmen. Reflexartig zieht sich mancher Anleger zurück und parkt sein Geld auf dem Tagesgeldkonto oder investiert in die Immobilie um die Ecke.

Doch: Alles ist eins! Soll heißen, alles hängt miteinander zusammen – und zwar in diesem speziellen Kontext über das Medium Geld. Ist das Geld bzw. die Währung als Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel „schlecht“, so wird alles Eigentum mehr oder weniger infiziert. Es lässt sich also vorwegnehmen: Gerade in der heutigen Zeit des „schlechten“ Geldes gibt es keine risikolose Geldanlage – so wie das ganze Leben und jeder Tag nicht frei von Risiko sind.

Warum ist das Geld „schlecht“? Weil es keine Wertkonstante mehr für den Menschen und seine erarbeiteten Ersparnisse ist. Zu Zeiten eines (vollständig) gedeckten Warengeldes war eine angesparte Geldeinheit Ausdruck eines festen „Miteigentumsanteils“ am augenblicklichen materiellen Wohlstand der Nation. Dieser wird gemessen am Gesamtwert der Waren einer Nation. Erst die neu erschaffene Ware erlaubte neues Geld. Geld war so ein echter Speicher (materiellen) Wohlstands.

Heute werden die Geldeinheiten stattdessen beliebig in Milliardenhöhe ständig neu aus dem Nichts geschöpft. Die unlimitierte Lizenz dazu haben Zentral- und Geschäftsbanken. Die Folge: Ständige Inflation, sprich Wertverluste des Geldes. Noch sind die Unmengen neuen Geldes der letzten Jahre nicht merklich in die reale Wirtschaft geflossen. Das bleibt aber durchaus denkbar und kann starke Inflationseffekte hervorrufen.

Aber auch das gegenteilige Szenario bleibt real: die Deflation - nämlich das Verschwinden des Geldes aus dem Kreislauf. Wie kann das ablaufen? Hoch verschuldete Staaten oder Banken sind dann nicht mehr in der Lage, ihren Kapitaldienst (Zins und Tilgung) zu finanzieren. Sie bekommen auch keinen neuen Kredit mehr, weil das Spiel schlicht ausgereizt ist. Der Gläubiger bekommt sein Geld nicht zurück. Es hat sich plötzlich in Luft aufgelöst.

Wie kann das sein? Geld ist in unserer Zeit eben kein Speicher von realem Wohlstand mehr, sondern wird in einer Art Taschenspielertrick als Kredit aus dem Nichts geschaffen.

Der sich nach und nach himmelhoch aufbauende Schuldenturm kann aber zur Deflationsspirale werden. In deren Folge werden Banken, Staaten und Unternehmen zahlungsunfähig. Die scheinbar sicheren Geldanlagen, wie die Lebensversicherung oder das Tagesgeldkonto, tendieren dann zum Totalverlust.

### **Zitate sagen mehr als tausend Worte!**

Das sind bisher nur Szenarien bzw. Drohkulissen, die es zu vermeiden gilt. Fakt ist: Das Schicksal unseres Eigentums liegt ganz wesentlich in den Händen weniger Zentralbanker, die das System (noch) mehr oder weniger fest im Griff zu haben scheinen.

Dieser Umstand ist gewiss kein Zufall. Weil das Zitat als solches so wunderbar entlarvend ist, bietet es sich an dieser Stelle zwingend an: „Gib mir die Kontrolle über das Geld einer Nation, und es interessiert mich nicht, wer dessen Gesetze macht.“, frohlockte Meyer A. Rothschild zu Zeiten der Gründung der amerikanischen Zentralbank Fed, die durch Rothschild ganz wesentlich mit initiiert wurde.

Und er fügte an: „Die Wenigen, die das System verstehen, werden dermaßen an seinen Profiten interessiert oder so abhängig von seinen Vorzügen sein, dass aus ihren Reihen niemals eine Opposition hervorgehen wird. Die große Masse der Leute aber, geistig unfähig zu begreifen, wird seine Last ohne Murren tragen, vielleicht sogar ohne je Verdacht zu schöpfen, dass das System ihnen feindlich ist.“ Aus einem anderen Blickwinkel und einige Jahre später hielt der bekannte Automobilist Henry Ford fest: „Eigentlich ist es gut, dass die Menschen unser Banken- und Währungssystem nicht verstehen. Würden sie es nämlich, so hätten wir eine Revolution vor morgen früh.“

Diese wollen wir sicher nicht anstoßen, doch ist weiterhin Aufklärung geboten, um das starke Wissensgefälle auszugleichen. Denn die gedanklichen Grundlagen zum Geldsystem bleiben entscheidende Aspekte für eine sorgsame Vermögensbildung. Sie sind somit auch wichtig für die Bewertung der Immobilie als Kapitalanlage.

### **Die Immobilie: des Deutschen liebste Geldanlage**

Die Immobilie wird oft als des Deutschen liebste Geldanlage bezeichnet. Im Beliebtheitsranking steht sie dicht an dicht mit der Kapitallebensversicherung und den kurzfristig verfügbaren Spareinlagen. Ausschlaggebend für diese Positionierungen ist die gefühlte Sicherheit zu diesen jedoch sehr unterschiedlichen Anlageformen. Im Folgenden gilt es zu untersuchen, ob sich dieses Sicherheitsgefühl zur Immobilie noch objektiv bestätigen lässt. Aus Gründen der Vereinfachung konzentrieren wir uns dabei auf das klassische Zielobjekt des Privatanlegers, nämlich die Wohnimmobilie.

Unbestritten ist die emotionale Wertigkeit des greifbaren Realwerts Immobilie im Allgemeinen und des Eigenheims als Lebensmittelpunkt im Speziellen. Auch liefert die Immobilie weiterhin interessante Möglichkeiten der steuerlichen Gestaltung.

In der Beratungspraxis lässt sich jedoch häufig eine gewisse Sorglosigkeit beim privaten Immobilienanleger erkennen, was gewiss auch durch die emotionale Wertigkeit bedingt ist. Bei Neubauprojekten wird so das Fertigstellungsrisiko vielfach gänzlich ausgeblendet, obwohl es gerade vor dem Hintergrund der Investitionsgrößen zum sehr schwerwiegenden Problem werden kann.

Desweiteren ist zwar bekannt, dass die Immobilie offensichtlich immobil ist, dem wird allerdings oft nicht ausreichend Aufmerksamkeit beigemessen. Analysen, sowohl zum Makro- als auch Mikrostandort, bleiben oberflächlich. Das gilt erst recht für Überlegungen zur Standortentwicklung.

### **Grundlage der richtigen und vorsichtigen wirtschaftlichen Bewertung**

Angenommen die aufgeführten Aspekte sind ausreichend gewürdigt, der technische Zustand des Objekts ist richtig bepreist und die Immobilie befindet sich tatsächlich in guter Lage: Die Frage nach dem Vorliegen eines guten Investments ist damit aber längst noch nicht beantwortet.

Dafür braucht es letztlich einer Renditevorstellung, die für ein „gutes“ Investment erfüllt sein sollte und den Immobilienrisiken und der längerfristigen Kapitalbindung angemessen erscheint.

Diese Rendite sollte sich auf die Mietrendite (inkl. Nebenkosten) beziehen und potentielle Wertzuwächse zunächst ganz außen vor lassen. Die Miethöhe muss dabei marktkonform und am besten mit einem seriösen Abschlag versehen sein. Es sollten außerdem ausreichende Instandhaltungsrücklagen

mit einbezogen und ein realistischer, objekt- und standortbezogener Mietausfall bedacht werden. Auch eine sehr gut situierte Immobilie hat auf lange Sicht Übergangszeiten des Leerstands. Liefert die Mietrendite einen relativ attraktiven Wert, so ist ein wichtiges Datum erfüllt. Wenn nicht, ist der Kaufpreis zu hoch. Andersrum kann eine Immobilie nicht zu teuer sein, wenn mit ihr eine akzeptable Rendite und zudem gute Entwicklungsperspektiven verbunden sind. Vielfach lassen sich Anleger von einem Quadratmeterpreis abschrecken, ohne die Rentabilität der Immobilie zu kennen.

### **Die relative Attraktivität der Immobilie**

Wie sieht die relativ attraktive Rendite aus? Schließlich liegt Attraktivität immer im Auge des Betrachters. Am aussagekräftigsten ist die Kennzahl jedenfalls im Vergleich der Immobilien untereinander. Vergleichen wir den Mietzins (in %) hingegen zu einer festverzinslichen Anlage, so brauchen wir dafür ein langlaufendes Schuldpapier mit geringem Ausfallrisiko, um dem bedachten Leerstand der Immobilie gerecht zu werden. Dafür bietet sich aktuell die deutsche Staatsanleihe mit 10 Jahren Laufzeit an. Die Renditen sind lediglich um die unterschiedliche Besteuerung anzugleichen, um ein Fazit ziehen zu können:

Die Staatsanleihe bringt zurzeit etwa +1,3 % (nach Steuern). Ein Immobilieninvestment müsste (inkl. Gebäudeabschreibung) vergleichbar etwa +2,0 % Mietrendite vor Steuern abwerfen. Das gelingt in aller Regel deutlich. Wir können z.B. für den Wohnungskauf regelmäßig Mietrenditen oberhalb von +3,5 %<sup>1</sup> feststellen. Die Immobilie rentiert also eindeutig besser als die vergleichbare Festgeldanlage.

Seriös ermittelte Mietrenditen von über +3,5 % sind darüber hinaus eine gute Grundlage zur Vermögenssicherung. Und zwar sowohl in Phasen moderater Inflation, erhöhter Inflation und moderater Deflation. Im Basisszenario der (moderaten) Inflation sind zudem zusätzliche Wertsteigerungen wahrscheinlich - sofern die (Wohn)Immobilie am gewählten Standort auf eine weiterhin intakte (Wohn)Nachfrage trifft. Der pauschale Rückschluss „Inflation gleich Wertsteigerung“ auf die Immobilie im Allgemeinen ist dagegen gänzlich unzulässig.

Diese positive Korrelation zwischen Inflations- und Preisentwicklung der wertigen Immobilie lässt die relative Attraktivität zur Festgeldanlage mit zunehmender Zeit signifikant anwachsen. Denn die Festgeldanlage wird als Nominalwert zum Laufzeitende ohne Inflationsanpassung zurückgezahlt. Spätestens dann wird klar: Der Realwert „Qualitäts-Immobilie“ schlägt den Nominalwert!

Lediglich bei starker Deflation und damit einhergehend stärker fallenden Mieten kann es knapp werden mit dem positiven Ertrag. Hinzukommt ein dann merklich steigendes Zinsniveau für anstehende Anschlussfinanzierungen. Außerdem werden die Immobilienpreise (nominal) durch die Kreditverknappung stark nachgeben. In diesem Umfeld führt ein Verkauf mit großer Wahrscheinlichkeit zum Verlust – zumindest in der nominalen Bewertung.

Doch die Frage muss gestellt werden, wie andere Anlageformen in diesem schwerwiegenden Umfeld der Geldverknappung abschneiden würden. Nicht auszumalen, was dann beispielsweise aus den Staatsanleihen der Euro-Peripherie und den Gläubigern dieser Papiere, den Geschäftsbanken, Versicherungsgesellschaften oder den Pensionskassen und nicht zuletzt aus den Guthaben ihrer Sparer, werden würde. Dieses Szenario zu vermeiden, besitzt höchste Priorität bei den politisch Handelnden und ist aktuell daher das unwahrscheinlichste.

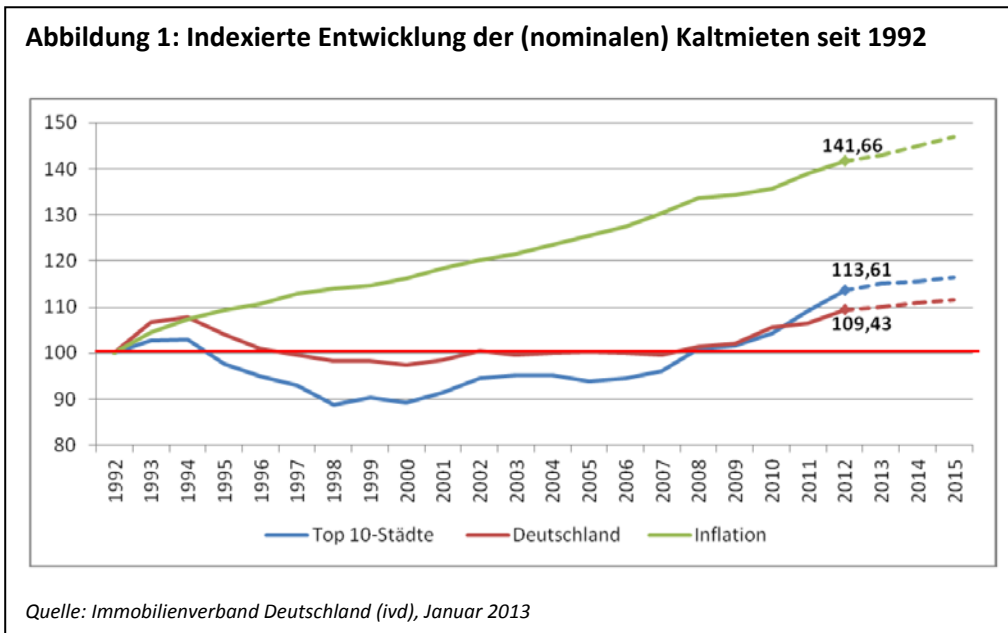
### **Die Immobilienblase: Realität oder Meinungsmache?**

Die Frage nach der Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt soll aber noch einmal aufgeworfen werden. Dazu schauen wir uns zweierlei an: die Entwicklung der Kaufpreise und der Mieten über einen Zeitraum von 20 Jahren. Die Datenbasis liefert der Immobilienverband Deutschland (ivd).

Die These, dass Mietrenditen von größer als 3,5 % eine gute Renditebasis sind, steht noch unter dem Vorbehalt der Prüfung des aktuellen Mietniveaus. Ein rasanter Mietanstieg in jüngster Vergangenheit

<sup>1</sup> Es wird eine innerstädtische Wohneinheit in guter Lage zugrunde gelegt. Das Berechnungsverfahren der Mietrendite wurde oben skizziert.

würde diese Aussage ins Wackeln bringen. Doch die Fakten bringen vor dem Hintergrund der politischen Diskussion um Mietpreisbremsen Überraschendes zutage: Seit 1992 ergibt sich ein Anstieg der Wohnungsmieten von insgesamt nur +9,4 %. In den Top 10-Metropolstädten sind es im Durchschnitt +13,6 %. Das entspricht einer Jahresrate von +1,5 % und liegt unterhalb der offiziellen Inflationsrate. An der Spitze der Mietentwicklung steht im Übrigen München mit 2,0 % p.a.



Die Mietrenditen sind alles andere als aufgeblasen. Die Entwicklung der zurückliegenden Jahre ist lediglich als gesunder Aufholprozess zu bezeichnen und die politische Debatte ist nichts anderes als ein weiterer Vorstoß staatlicher Repression gegen Freiheits- und Eigentumsrechte der zusehends entmündigten Bürger. Die Erhöhung der Immobiliensteuern (Grunderwerbs- und Grundsteuern) runden diesen Eindruck ab und zeigen einen weiteren negativen Aspekt der fehlenden Mobilität: Die unausweichlichen Zusatzbelastungen der Immobilie in Zeiten verschuldeter öffentlicher Haushalte.

Wie steht es um die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise? Womöglich drohen zukünftige Wertverluste aufgrund eines aktuell überbewerteten Angebots, was die positiven Mietrenditen bei Wiederverkauf aufzehren könnte.

Wir konzentrieren uns dabei nur auf die Top 10-Städte (Berlin, München, Hamburg, Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf, Köln, Hannover, Dortmund und Nürnberg), da hier der Preistrend am stärksten ausgeprägt sein dürfte. Das Ergebnis der durchschnittlichen Preissteigerung pro Jahr, und zwar über alle Wohnwert-Kategorien hinweg, sieht wie folgt aus: Seit 1992 sind +1,35 %, seit 2002 +1,3 % und seit 2008 jährlich +1,75 % festzustellen.

Ein signifikanter Ausreißer findet sich mit einem Preiszuwachs von über +30 % (+10,1% p.a.) seit 2010 nur in Berlin (Kategorie „einfacher Wohnwert“). Hamburg (guter Wohnwert) wird noch auffällig mit +4,2 % p.a. im 5-Jahres-Zeitraum und München (gesamt) läuft seit 10 Jahren mit +2,85 % p.a.

Hieraus aktuell insgesamt eine Blasenbildung abzulesen, verlangt schon allerhand Phantasie – zumal wir nur die Metropolen im Fokus haben. Vielmehr liegt dem deutschen Wohnimmobilienmarkt ein moderater und sehr stabiler Langfristrend zugrunde. Die oben beschriebenen Mietrenditen von regelmäßig über +3,5 % sind also gut unterstützt und eben nicht akut gefährdet durch eine platzende Immobilienblase.

Die angeführten Marktdaten dienen dem Zweck, den aktuellen Gesamtmarkt einigermaßen bewerten zu können. Wie die einzelnen Beispiele zeigen, sind die regionalen Märkte, deren Teilmärkte und

letztlich die konkrete Immobilie stets einer eigenen Wirtschaftlichkeitsanalyse zu unterziehen. Gerade in Märkten wie Berlin, Hamburg oder München können sich so Renditen ergeben, die eher für eine alternative Standortwahl sprechen – sofern nicht die reine Projektentwicklung, sondern die Bestandshaltung der Immobilie angestrebt wird.

### **zaldor-Immobilienauswahl**

Die Auswahl unseres Immobilienangebots folgt der Optimierung des Chance-Risiko-Verhältnisses. Es enthält zweierlei Anlageformen: Die direkte Investition in die einzelne Immobilie und die Beteiligung an einem professionell betreuten Immobilienportfolio.

Für ein direktes Engagement haben wir aktuell an den Standorten Dresden, Stuttgart und Bamberg rentierliche Objekte selektiert. Das Objekt in Bamberg verfügt außerdem über die signifikanten steuerlichen Vorteile der Denkmal-Immobilie.

Neben der dezidierten Analyse des Standorts, des Bauträgers und der Wirtschaftlichkeit erachten wir es auch als wichtig, die jeweilige Immobilie im Kontext des Anlegers bzw. seiner Vermögensstruktur zu bewerten. Zudem optimieren wir die Ausgestaltung des Darlehens auf Grundlage der Kundenanforderungen hinsichtlich Liquidität, Eigenkapitalrendite (Stichwort „Leverage-Effekt“) und steuerlicher Wirkung. Alle diese Wirkungen machen wir im Zeitablauf transparent über eine individuelle Finanzplanung. Teil dessen sind stets Sensitivitätsanalysen, bspw. für Mietausfälle oder Zinsveränderungen, um stets ausreichend Planungspuffer für die zukünftige Liquidität zu wahren.

Bei den Immobilien-Beteiligungen haben wir zurzeit zwei Fonds-Portfolios ausgewählt. Beide vereinen jeweils dutzende von Immobilien an verschiedenen Standorten. Fonds Nummer 1 setzt seinen Fokus auf Mehrfamilienhäuser in deutschen Metropolregionen.

Fonds Nummer 2 investiert international in sog. Institutionelle Immobilien-Zielfonds. Diese Zielfonds sind spezialisiert auf bestimmte lokale Immobilienmärkte und bieten nur wenigen Großanlegern, wie Pensionsfonds, Banken, Versicherungsgesellschaften oder Staatsfonds, exklusive Immobilien-Portfolios an. Der Fonds erlangt als Kapitalsammelbecken Zutritt zu dieser elitären Investorenklasse.

Diese Immobilienbeteiligungen sind mit verhältnismäßig kleinen Investitionsbeträgen zugänglich. Sie haben eine Anlegerrendite von größer als 7 % zur Zielsetzung. Vor allem bieten sie jedoch ein sehr überzeugendes Risikomanagement - von der professionellen Objektauswahl bis zur breiten Anlageverteilung in viele einzelne Immobilien.

Weitere zusammenfassende Informationen sind der Anlage zu entnehmen.

### **Fazit**

Für den deutschen Wohnimmobilienmarkt lässt sich aktuell insgesamt keine Blasenbildung erkennen. Somit bleibt die Wohnimmobilie, zum marktgerechten Preis und am zukunftsfähigen Standort eingekauft, ein Qualitäts-Realwert, der in jedes gut sortierte Anleger-Portfolio gehört. Gerade in Zeiten eines instabilen Geldsystems liefern solche Realwerte als Wertspeicher echte Stabilität im Vermögen.

Das weiterhin niedrige Zinsniveau stiftet zudem Gestaltungsspielraum, um die Rendite einer Immobilieninvestition über den Leverage-Effekt zu stärken. Wir erwarten aufgrund der schwierigen makroökonomischen Perspektive auch in den kommenden Jahren keine signifikanten Zinserhöhungen oder Kreditverknappungen. Der heimische Wohnimmobilienmarkt dürfte daher gut unterstützt bleiben.

Letztlich muss aber jeder konkreten Investitionsentscheidung immer eine dezidierte Analyse von Standort, Objekt, Wirtschaftlichkeit und Anlegereignung vorausgehen.

**Wir stehen Ihnen weiterhin mit passenden Lösungen zum Erhalt und Ausbau Ihres Vermögens bereit.**

Jörg Haldorn, CFP  
 Hofheim am Taunus im Oktober 2013