

## **Coronavirus, COVID-19-Wirtschaftskrise und die deutsche Immobilienwirtschaft: ein verhaltensökonomischer Erklärungsversuch des Black-Swan-Ereignisses**

von

*Professor Dr. Nico B. Rottke*

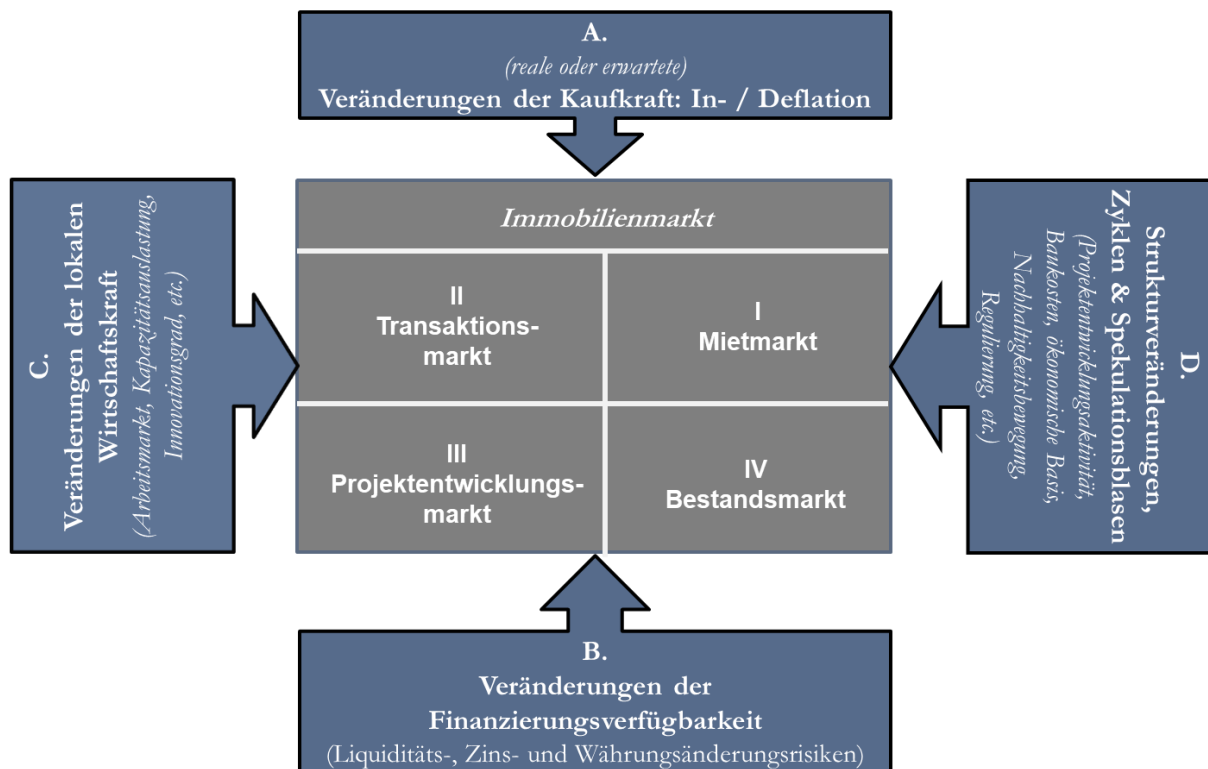
### **I. Immobilienmärkte und exogene Schocks**

Die Immobilien-Assetklasse zeichnet sich durch das typische „Lage-Lage-Lage“-Mantra dergestalt aus, dass immobilienwirtschaftliches Eigentum immobilier Natur ist und in Krisensituationen nicht physisch an einen anderen vermeintlich sichereren Ort verlegt werden kann (wie bspw. die mobilen Investitionsgüter Schiffe oder Flugzeuge oder wie andere Anlagegüter wie bspw. Gold, Oldtimer oder Kunstgegenstände). Immobilien sind entsprechend unvermeidbar exogenen Einflüssen ausgesetzt. Diese können sich neben den systemimmanenten endogenen Zyklen in Form von langfristigen, kaum tagesaktuell beobachtbaren Strukturveränderungen äußern (wie bspw. Änderungen der Demografie oder des Konsumverhaltens) oder aber in Form von exogenen plötzlichen (Einmal-)Schocks.

Diese exogenen Wirkkräfte werden, wenn sie völlig unerwartet und kurzfristig eintreten, u.a. nach Nassim Taleb (2008) als „schwarze Schwäne („Black Swans“) benannt, womit im 17. Jahrhundert ein Ereignis bezeichnet wurde, das nicht existiert (hier: der nicht-existente schwarze ggü. dem weißen Schwan) und das als gänzlich unerwartet und unvorhersehbar eingestuft wird und das extreme Folgen nach sich zieht. Solche Schocks können den Verlauf von Immobilienzyklen maßgeblich beeinflussen, da sie einen Impuls in das endogene System entsenden, das sich sodann mehrperiodig fortpflanzt.

Die Immobilienmärkte können in allen vier respektive fünf Teilmärkten einen solchen plötzlichen Schock erleben, also dem (I) Mietmarkt, dem (II) Transaktionsmarkt, dem (III) Projektentwicklungsmarkt und (IV) dem Bestandsmarkt sowie (V) dem dem Projektentwicklungsmarkt vorgelagerten Markt für Grundstücke und Land. Unten stehende Abbildung 1 verdeutlicht, dass diese vier (fünf) Märkte eine direkte Abhängigkeit zueinander aufweisen, die sich u.a. in Immobilienzyklen visualisiert und, dass sich diese vier (fünf) Märkte verschiedensten exogenen Wirkkräften ausgesetzt sehen (bspw. Zinsentwicklungsveränderungen, Kaufkraftveränderungen, Veränderungen der lokalen Kommunalsteuern etc.), die das Gesamtsystem „Immobilienmarkt“ im Zeitverlauf verändern.

Das seit Ende 2019 auftretende und ab Mitte März 2020 als Pandemie eingestufte Coronavirus (genauer: SARS-CoV-2), das die Lungenkrankheit COVID-19 auslöst, ist ein solcher oben bezeichneter Black Swan – ein schwarzer Schwan. Es löst nämlich ein nicht prognostizierbares, nicht vorhersehbares, sich mit enormer Geschwindigkeit verbreitendes globales Ereignis aus, das einen direkten Einfluss auf die Gesundheit großer Teile der Weltbevölkerung hat und negative Folgeeinflüsse auf große Teile der Gesamtwirtschaft. V.a. in einer ersten Welle erleiden Branchen aus den Bereichen Tourismus, Mobilität, Event oder Gastronomie Umsatzeinbrüche; und in einer Folgewelle gilt dies für nahezu alle Branchen durch das Einstellen, Vermindern oder Verbot von Produktion oder Dienstleistungem aufgrund von Infektionsfällen in der Belegschaft oder Ansteckungsgefahr (Angebotsseite) und durch das Vermindern oder Einstellen von Käufen und Konsum über Versorgungs- und Schutzgüter hinaus aufgrund von hoher Unsicherheit und großer plötzlicher Zukunftsangst (Nachfrageseite).



**Abb. 1: Exogene Faktoren und immobilienwirtschaftliche Wertschöpfung**  
© Nico Rottke (2020)

Das Coronavirus selbst ist dabei nicht ein schwarzer Schwan aufgrund seiner potenziellen tödlichen Folgen, sondern aufgrund des erstmaligen Deutlichwerdens der Fragilität des globalen ökonomischen Systems und seiner Lieferketten und -abhängigkeiten für alle Industrien im Jahr 2020.

Aufgrund der globalen Mobilität des Jahres 2020, die vor noch keinen 20 Jahren im Vergleich sehr gering war, existieren ebenso hohe Abhängigkeiten unter allen Staaten voneinander, was die Ausbreitung und Auswirkung einer Wirtschaftskrise noch weiter verstärkt.

## II. Coronavirus: Verlauf und ökonomische Auswirkungen

Das Virus selbst trat erstmals Anfang Dezember 2019 in Asien, genauer in China in der Metropole Wuhan auf und wurde am 31. Dezember 2019 an die Weltgesundheitsorganisation (WHO) gemeldet. Am 30.01.2020 rief die WHO den internationalen Notstand („gesundheitliche Notlage von internationaler Tragweite“) aus. Am 28.02.2020 stufte die WHO das Globalrisiko als „sehr hoch“ ein, zuvor als hoch. Seit dem 11.03.2020 stuft die WHO das Coronavirus offiziell als Pandemie ein und erkennt damit die weltweiten Auswirkungen an.

Nach bisherigen Erkenntnissen liegt die Versterbewahrscheinlichkeit eines mit dem Coronavirus infizierten Menschen laut WHO bei ca. 0,3 bis 1,0%. Dies liegt über der Vergleichswahrscheinlichkeit von 0,1 bis 0,2%, als Grippeinfizierter an der Grippe zu versterben, befindet sich aber auf ähnlichem Niveau. Als sehr problematisch gilt derzeit, dass trotz des vergleichsweise milden Verlaufes (im Vgl. zu bspw. einer Erkrankung an dem Ebolavirus, die, je nach Virustyp, zwischen 25 bis 90% tödlich verläuft), eine gezielte Behandlung, Vorbeugung und Immunisierung, (noch) nicht möglich ist, sondern sich die Maßnahmen auf Schutzmaßnahmen beschränken (müssen) wie das Tragen von Atemmasken, das

Verbieten von Massenveranstaltungen, Schließen von Schulen und Gastronomie oder gar dem Schließen von nationalen Grenzen oder Flugeinreiseverboten von Passagieren aus Infektionsgebieten etc.

Aufgrund des plötzlichen Auftretens, der schnellen weltweiten Verbreitung und der nun ergriffenen Gegenmaßnahmen büßte bspw. der DAX30 von seinem Höchststandsplateau zwischen dem 12. und 20. Februar 2020 von knappen 13.800 Punkten in einem noch nicht beendeten Absturz über 4.500 Punkte ab dem 24. Februar ein bis auf einen vorläufigen Tiefststand von ca. 9.140 Punkte am 12. März 2020: Der Index verlor innerhalb von nur 18 Börsentagen fast 35% seines Wertes (von ca. 1,4 Billionen auf ca. 920 Milliarden EUR), etwa knappe 500 Mrd. EUR an Wertvernichtung in dieser Zeitspanne in Deutschland. Am 12. März folgte der Tag mit dem bis dato 2. höchsten Tagesverlust der DAX30-Geschichte von ca. 12,2%, nur noch übertroffen vom 16. Oktober 1989 (12,8% Tagesverlust; Angst vor bevorstehendem Ende der damaligen Fusionswelle v.a. hoch kreditfinanzierter Unternehmen in den USA). Ähnliche Verläufe wie der in Deutschland sind an allen Weltbörsen zu beobachten.

Aufgrund der direkt einsetzenden Quarantänemaßnahmen sind derzeit erhebliche Auswirkungen auf alle Industriebranchen zu beobachten sowie auf das öffentliche Leben mit abgesagten Kulturveranstaltungen über 1.000 Teilnehmern in Deutschland oder Sportveranstaltungen vor leeren Zuschauerrängen respektive geschlossenen Kindergärten, Schulen oder Universitäten.

### **III. Verhaltensökonomische Erklärung des weltweiten Schockzustandes: Die Maslow'sche Bedürfnispyramide**

Warum nehmen die Reaktionen an den Weltbörsen Ausmaße an, die sich auf dem Niveau derer der weltweiten Finanzkrise von 2007/08 befinden? Warum verfallen Bevölkerungen in Panik und kaufen bspw. Supermarktregale leer und bevorraten Fertigprodukte, Toilettenartikel und Desinfektionsmittel? Im Folgenden soll dieses Verhalten erklärt, eingeordnet und die Konsequenzen auf die Immobilienwirtschaft angewandt werden:

„The essence of Real Estate is human behavior“ erkannte schon 1999 Julian Diaz, einer der führenden Immobilienforscher der USA. Gegebenenfalls muss diese Formel nun erweitert und verfeinert werden zu „The essence of Real Estate is human health“ oder “human security”, also:

**„Der Kern der Immobilienwirtschaft (und ihrer Zulieferketten) ist die menschliche Gesundheit“ respektive „das menschliche Sicherheitsbedürfnis, u.a. nach Gesundheit“.**

Abraham Maslow (1943) beschreibt die menschlichen Bedürfnisse und deren unterliegenden Motivationen als in der Folge in vereinfachender Weise in der Literatur statisch dargestellten Bedürfnispyramide. Wenn in dieser Pyramide grundlegende Bedürfnisse gestillt worden sind, gilt der Fokus der Befriedung von den nächst übergeordneten Bedürfnissen.

In Industrienationen sind physiologische Grund- und Existenzbedürfnisse wie Nahrung, Wasser, Witterungsschutz etc. in der Regel gegeben und sichergestellt. Sodann ergeben sich Bedürfnisse nach Sicherheit, worauf Sozialbedürfnisse befriedet werden, sodann Individualbedürfnisse nach Anerkennung und Wertschätzung und schließlich das Bedürfnis nach Selbstverwirklichung.

Teil des Sicherheitsbedürfnisses, also eines sehr elementaren Basisbestandteils menschlicher Bedürfnisse – neben den Grundbedürfnissen – sind Bedürfnisse nach der Sicherstellung von u.a. körperlicher Sicherheit, materieller Grundsicherung, Arbeit, Wohnung Familie und auch von Gesundheit.

Doch die individuelle Sicherheit, dass das Bedürfnis nach Gesundheit in den industrialisierten Nationen und ihren sehr guten Gesundheitssystemen grundsätzlich vollständig befriedet und staatlich garantiert

wird, wird durch COVID-19 auf eine harte Probe gestellt und weicht derzeit schockartig der Erkenntnis, dass dieses als gegeben erachtete Elementarbedürfnis künftig, zumindest für eine gewisse Zeit, nicht mehr gegeben sein wird.

**Und so wandelt sich die „Sicherheitsbedürfnis-Sicherheit“ in eine schockartige und plötzliche „Sicherheitsbedürfnis-Unsicherheit.“**

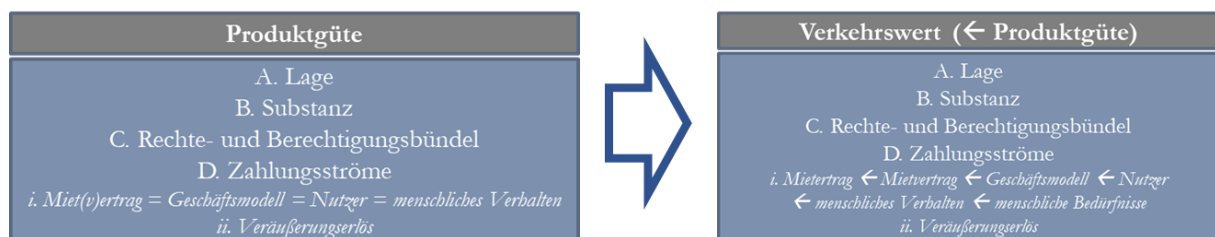
COVID19 stellt als Black Swan einen völlig unerwarteten Eingriff auf die fundamentalen Grund- und Sicherheitsbedürfnisse der Weltbevölkerung dar, der langfristige Strukturveränderungen als Auswirkung haben wird: Das Virus selbst mag ein kurz- bis mittelfristiges Phänomen sein, welches in den nächsten 12 bis 24 Monaten durch geeignete Schutzmaßnahmen sowie die Herstellung von geeigneter Medikation und von Impfstoffen und Immunisierungstherapien erfolgreich bekämpft werden kann.

Doch langfristig wird die Erkenntnis und damit eine Strukturveränderung verbleiben, dass es eine neue, bis dahin unbekannt Variable gibt, die das Zusammenspiel von Immobilie, Mensch und Lieferketten auf Dauer verändern wird. Der „unsichtbare Feind“, der Menschen nichtsahnend infiziert, lässt in der Inkubationszeit aus jedem Alltagshändedruck für den Gegenüber und sein oder ihr Umfeld eine potenzielle Gefahr erwachsen. Diese Erkenntnis verändert das System und seine Produktionslieferketten.

Dies stellt derzeit eine maximale Schocksituation des Sicherheitsbedürfnisses dar, vor der es auf der ganzen Welt kein Entkommen zu geben scheint mit Prognosen, dass sich 60-70% der Weltbevölkerung im Zeitverlauf mit dem Coronavirus infizieren werden.

#### **IV. Kausalkette: Von Gesundheitssicherheit zum immobilienwirtschaftlichen Verkehrswert**

Wie stellt sich nun in einem immobilienwirtschaftlichen Kontext die Kausalkette von der nicht mehr gewährleisteten Gesundheitssicherheit auf den immobilienwirtschaftlichen Verkehrswert dar (siehe nachstehende Abbildung 2)?



**Abb. 2: Neubewertung von Immobilien bzgl. menschlicher Gesundheit und Sachwertdiskussion © Nico Rottke (2020)**

- 1. Entstehung von SARS-CoV-2 und COVID-19 als externer Schock und schwarzer Schwan.**  
Dieser stellt das Sicherheitsbedürfnis nach Gesundheit in kürzester Zeit weltweit in Frage. Dies nimmt Einfluss auf die grundsätzlichen menschlichen Bedürfnisse.
- 2. Menschliche Bedürfnisse**  
Diese nehmen Einfluss auf das tägliche menschliche Verhalten.

3. **Menschliches Verhalten**

Dies nimmt Einfluss auf die Nutzer von Immobilien

4. **Nutzer von Immobilien**

Diese nehmen Einfluss auf die von Ihnen betriebenen Geschäftsmodelle ihrer Unternehmen

5. **Geschäftsmodelle**

Diese nehmen direkten Einfluss auf das Abschließen von immobilienwirtschaftlichen Mietverträgen und der Sicherstellung, diese auch langfristig bedienen zu können

6. **Mietverträge**

Diese garantieren das Leisten von Mieterträgen für den Vermieter / Eigentümer.

7. **Mieterträge**

Diese nehmen zusammen mit immobilienwirtschaftlichen Beurteilungskriterien wie Lage, Substanz und Rechtbündel als Teil des Zahlungsstromes Einfluss auf die Produktgüte

8. **Produktgüte**

Aus dieser ergibt sich langfristig der Verkehrswert einer Immobilie

9. **Verkehrswert**

Dieser wird von vorgenannten Strukturtrends, Zyklen, Blasenbildung und exogenen Schocks kurz, bis mittel- oder langfristig beeinflusst.

## **V. Vermutliche Auswirkung auf einzelne Immobilien-Assetklassen**

Vor dem Hintergrund einer neuen Variablen, die das Potenzial hat, Immobilienverkehrswerte über die Geschäftsmodelle von Nutzern langfristig zu beeinflussen, lohnt ein Blick auf die heterogene Immobilienwirtschaft und ihre Assetklassen in Abhängigkeit von dem menschlichen Sicherheitsbedürfnis nach Gesundheit. In diese Betrachtung gehen reine Assetklassen der Immobilienwirtschaft ein (andere, von der COVID-19-Krise massiv betroffene Industrien, werden hier nicht betrachtet).

Ebenso können zum jetzigen Zeitpunkt nur Aussagen getroffen werden über die direkten Auswirkungen von Primäreffekten der Gesundheitsbedrohung. Außen vor in der Analyse verbleiben Sekundäreffekte: Die Immobilienwirtschaft befindet sich derzeit in der Hochphase eines Immobilienzyklus. COVID-19 kann dazu führen, dass auf Eigen- und Fremdkapitalmärkten der gesamten Asset Allokation (über die Immobilienwirtschaft hinaus) Mechanismen in Gang gesetzt werden, die den Übergang des Hochphasen-Zyklusplateaus im Sinne eines Katalysatoreffektes in eine Abwärtsphase schneller einleiten, als dies ohne diesen exogenen Schock geschehen wäre. Ebenso können derzeit auftretende Strukturverläufe und Tendenzen anderer Asset Klassen noch beschleunigt werden, deren Fortgang sich bereits abgezeichnet hatte (bspw. der zunehmende Trend zur Digitalisierung und Home Office-Tätigkeit).

Die hier vorgenommenen Einschätzungen sind verallgemeinernd, vorläufig und entsprechenden möglichen Änderungen unterlegen. Sie sollen eine Diskussion anregen und begründen keine dogmatische Sicht. Diese Einschätzungen werden sich im Zeitverlauf sicherlich verändern oder präzisieren.

Offensichtlich wird, dass anhand einer ähnlichen „Schock“-Variablen die Industrie erst einmal klassifiziert worden ist, nämlich nach den Terrorattacken von 2001 und der Fragestellung nach Wahrscheinlichkeiten (und Versicherungsprämien) für Gebäude in Bezug auf terroristische künftige Attacken.

Auswirkungen von COVID-19 auf die...		
	(sehr) positiv (+)+ neutral (0) (sehr) negativ (-)-	Erläuterung
<b>Immobilienmärkte</b> (und deren Entwicklung der unterliegenden Verkehrswerte)		
<b>Datencenter</b>	+	Keine Abhängigkeit von Menschen; dagegen zunehmende Digitalisierung und überproportional steigende Datenvolumina
<b>Energieimmobilien</b>	+	Keine Abhängigkeit von Menschen sowie höherer Bedarf an Energie, v.a. bei steigender Digitalisierung
<b>Logistikimmobilien</b>	+/-	Relevanz steigt, da Präsenz-Marktplätze leiden; kaum Ansteckungsgefahr, jedoch dann Gefahr, falls Lieferketten längerfristig unterbrochen werden sollten
<b>Light Industrial / Leichtindustriemobilien</b>	+	kaum Ansteckungsrisiken; in Deutschland in Aufschwung begriffene und noch unterallokierte Assetklasse, die von einer Umallokierung innerhalb der Immobilien-Assetklasse profitieren könnte
<b>Wohnen</b>	++	Krisengewinner in unsicheren Zeiten; Profiteur von künftiger Zinsentwicklung, Beleihbarkeit; „Fluchtassetklasse“; keine Ansteckungsgefahr; atomisierte Mieterstruktur
<b>Nahversorgung / Einzelhandel</b>	++	Basisversorgung der physiologischen Grund- und Existenzbedürfnisse, v.a. des Lebensmitteleinzelhandels
<b>Mittelgroße Geschäftshäuser</b>	+	Verlagerung von Investments in Hochhäuser auf mittelgroße Geschäftshäuser: weniger Menschenansammlungen und größere regionale Nachhaltigkeit in Bezug auf Umweltbelange (Reisetätigkeit; weniger Pendeln)
<b>Studentenwohnheime</b>	0	Problematisch durch Menschenansammlungen auf engem Raum, Studenten oftmals mit internationalem Hintergrund, aber Alternativlosigkeit der Anmietsituation
<b>Pflegeheime</b>	0	Problematisch aufgrund von Menschenansammlungen gerade der älteren Bevölkerungsteile, aber Alternativlosigkeit der Anmietsituation; daher noch verstärkte Sicherheitsmaßnahmen für Pflegepersonal und Pflegebedürftige
<b>Bürohochhäuser</b>	0	Hohe Ansammlung von Menschenmassen; ggf. Beschleunigung des Trends zu mittelgroßen Bürohäusern „vor Ort“ und digitalen Arbeitsplatzlösungen
<b>Gastronomie</b>	-	Mittlere Ansteckungsgefahr, aber kleinere Menschengruppen; Gefahr der temporären Verbote, die Liquiditätsreserven aufzehren könnten
<b>Kinos / Entertainment</b>	--	Hohe Ansteckungsgefahr und psychologische Angst vor Menschenansammlung auf engstem Raum
<b>Hotels</b>	--	Hohe Ansteckungsgefahr; Einbruch der Tourismusmärkte; hoher Rückgang der Flugzeug- und Kreuzfahrtschiff-Reisenden sowie der Belegung durch nicht stattfindende Messerveranstaltungen; ggf. Beschleunigung der Konsolidierungswelle; Rückgang Tagungsgeschäft
<b>Malls</b>	--	Hohe Ansteckungsgefahr durch Menschenansammlungen in v.a. geschlossenen Räumlichkeiten / Food Courts
<b>Highstreet / Einkaufsstrassen</b>	-	Mittlere Ansteckungsgefahr; erheblicher Rückgang der Passantenfrequenzen
<b>Freizeitimmobilien (Themenparks, Fußballstadien, Museen, Schwimmbäder etc.)</b>	--	Hohe Ansteckungsgefahr je nach Größe der Menschenansammlung; Verbote in weiten Teilen schon umgesetzt; hohes Risiko von Insolvenzwellen der jeweiligen Betreiber
<b>Co-Working</b>	0/-	Psychologische Angst vor den unbekanntem und ggf. internationalen Mitarbeitern nicht bekannter Firmen. Gefahr aufgrund kurzer Mietvertragslaufzeiten; Aber auch: Nutzen der höheren Flexibilität des Co-Working-Angebotes; Rückgang des Tagungsgeschäftes analog zu Hotels

<b>Kreditmärkte</b> (und deren Versorgung mit Fremdkapital für die Immobilienwirtschaft)		
<b>Kapitalmarkt-refinanzierte Banken</b>	--	Kapitalmarkt refinanzierte deutsche Banken sind den allgemeinen derzeitigen Verwerfungen an den Kapitalmärkten unterworfen. Diese Banken werden derzeit gar im Industrievergleich unverhältnismäßig hoch abgestraft. Sie sollten so in der Immobilienfinanzierung, soweit sie diese anbieten, vor höheren Herausforderungen stehen als das übrige deutsche Bankensystem.
<b>Privatbanken</b>	+ / 0	Je nach Refinanzierung sollten Privatbanken wenig von der aktuellen Situation betroffen sein und weiterhin Kredite an ihr Klientel, auch für die Immobilienfinanzierung, begeben.
<b>Private-Equity-refinanzierte Banken</b>	+	Private-Equity-refinanzierte Banken bieten i.d.R. Spezialprodukte und -lösungen zu höheren Konditionen / Margen an. Sie sollten unter den Kreditgebern von dieser Situation im Vergleich profitieren solange ihre eigene Refinanzierung sich nicht verändert.
<b>Pfandbriefrefinanzierte Banken</b>	0	Pfandbriefrefinanzierte Banken sollten in der Refinanzierung nicht über den Maßen eingeschränkt sein aufgrund der Risikoaversion der Produktpalette. Hingegen könnte die abkühlende Konjunktur, die durch COVID-19 beschleunigt wird, die Neugeschäftstätigkeit begrenzen.
<b>Volksbanken und Sparkassen</b>	+	Sparer sollten aufgrund langjähriger bewährter Hausbank-Beziehungen und weiterhin hohen Vertrauens in das lokale Finanzsystem nicht in Nervosität verfallen; und so sollten Volksbanken und Sparkassen weiterhin ihrer Funktionen gerecht werden können; ggf. werden für eine gewisse Zeit im Depot-A- und -B-Bereich geringere Risiken eingegangen aus grundsätzlichen Risikoüberlegungen bzgl. der derzeit neuen Situation rund um COVID-19.
<b>Mezzanine Fonds</b>	++	Mezzanine Fonds sollten von der Situation der Unsicherheit bei bereits eigenen eingesammelten Kapitalversprechen profitieren und höhere Projektauswahl vorfinden.
<b>Kreditfonds</b>	++	Kreditfonds sollten von der Situation der Unsicherheit bei bereits eigenen eingesammelten Kapitalversprechen profitieren und höhere Projektauswahl vorfinden.
<b>Kapitalmärkte</b> (und deren Versorgung mit Eigenkapital für die Immobilienwirtschaft)		
<b>Asset Manager (u.a. für nachgenannte Investoren)</b>	0 / -	Asset Manager hängen direkt von den in sie investierenden Unternehmen ab (s.u.) und deren Investor-Relations-Management, der Situation ohne Panikhandlungen zu begegnen.
<b>Versicherungen</b>	0	Begrenzung auf Core-Risiken; Treuhandverantwortung; ggf. unternehmerischer Ansatz
<b>Versorgungswerke</b>	0 / -	Begrenzung auf Core-Risiken; Treuhandverantwortung
<b>Pensionskassen</b>	0 / -	Begrenzung auf Core-Risiken; Treuhandverantwortung
<b>Stiftungen</b>	-	Begrenzung auf Core-Risiken; Stiftungsverantwortung; wenig Ermessensspielräume
<b>Family Offices</b>	+ / 0 / -	Je nach Struktur und Fokus des Family Offices in der gesamten Asset Allokation können sich partiell Chancen ergeben, Cashmittel in Projekte anzulegen, die keine anderweitige Eigen- oder Fremdmittelfinanzierung mehr erhalten; völliger „Risk-Off-Modus“ aber auch denkbar aufgrund von Infektion aus anderen Assetklassen.
<b>Hedge Funds und Private Equity Funds</b>	++	Hedge- und PE-Fonds sind exakt für solche Situationen konzipiert. Sie sollten von der Situation der Unsicherheit bei bereits eingesammelten Kapitalversprechen profitieren und höhere Projektauswahl vorfinden.

**Tab. 1: COVID-19-Auswirkungen auf Immobilien-, Kredit- und Kapitalmärkte;**

© Nico Rottke (2020)

## VI. Zukunftsausblick: Multi-Asset-Allokation und Gesamtökonomie

In der Multi-Asset-Allokation (Barmittel, Aktien, Rohstoffe, Anleihen, alternative Investments, Immobilien) werden Immobilien häufig falsch eingeschätzt, da Immobilien de facto nicht zu einer Asset Klasse oder einer Industrie gehören und deren Werttreiber in der Regel aus Mietverträgen von Mietern verschiedenster Industrien mit verschiedensten Geschäftsmodellen entstehen. Ist die Immobilie nur drittverwendungsfähig (= unspezifisch) genug, so führt das Nicht-Bedienen eines Mietvertrages durch einen Nutzer nicht zum langfristigen Zahlungsausfall, sondern zu dem Ersatz eines Mieters durch einen anderen der gleichen oder einer anderen Branche (und damit auch eines anderen Risikos).

Die Immobilienwirtschaft („it’s-the-voids-not-the-solids“-Argument von James Graaskamp (1977)) ist also in sich diversifiziert über die diversen Geschäftsmodelle ihrer Nutzer. In die Immobilien-Asset-Klasse in sich wird die neue wesentliche „werttreibende“ Variable „Gesundheitssicherheit“ Einzug halten. Die Anfälligkeit des Systems ggü. dem Black Swan „COVID-19“ und künftigen Folgeereignissen ist nun präsent und offensichtlich, ebenso die Auswirkungen auf die weltweiten Lieferketten, die zu Folgeschäden der Weltwirtschaft in allen Asset Klassen und allen Industrien führen können.

Ein weiter Folgeeffekt von COVID-19 für die Immobilienwirtschaft wird sich daraus ergeben, dass Investoren der gesamten Multi-Asset-Allokation ihre Portfolien überarbeiten in Bezug auf quotale Anlagen. Die Neubewertung durch COVID-19, respektive im weiteren Sinne **Bewertungsabhängigkeiten von Lieferkettenanfälligkeit und Menschenagglomerationen**, wird durchgängig über die gesamte Asset Allokation vorgenommen werden. Dies kann neben kurzfristigen Umschichtungen, bspw. ausgelöst durch den derzeitigen Aktienmarkt-Crash, auch langfristige Auswirkungen haben.

Tendenziell sollten die Auswirkungen für den Teil der Immobilienwirtschaft, für den unter (V) neutrale oder positive Auswirkungen angenommen werden, bspw. Wohnimmobilien, Geschäftshäuser oder Industrieimmobilien, im Rahmen der Sachwertlogik in unsicheren Zeiten nach dem Absorbieren von Panikhandlungen und Marktstillständen mittelfristig überwiegend wahrscheinlich positiv verlaufen. Die wesentliche Frage, die es neben den Ausprägungen spezifischer immobilienwirtschaftlicher Subasset-klassentypologien zu stellen gilt, ist, wie Investoren und Finanzierer auf dem Immobilienmarkt kurz- und mittelfristig reagieren: Verfallen sie in Panik, siehe die derzeitige Situation am Aktienmarkt mit den 2. höchsten Rekordverlusten seit Auflegung des Dax30 an einem Tag, oder lassen sie ruhige Hand walten, solange sie dies überhaupt aufgrund vorab festgelegter regulatorischer Rahmenbedingungen oder aufgrund von vorgelagerten Handlungen anderer Systempartner im Gesamtsystem können.

Aus der (rein ökonomischen) Sicht des Verfassers besteht kaum ein Grund für panikartige Handlungen aufgrund von COVID-19, da die unterliegenden Finanzsysteme seit der Finanzkrise 2007/08 stark stabilisiert wurden und der deutsche Staat in den letzten Jahren sehr gut gewirtschaftet hat und sich grundsätzlich finanziell in einer komfortablen Situation befindet. Es bleibt abzuwarten, ob Investoren und Finanzierer aus Angst vor dem Ungewissen, (bisher) nicht Quantifizierbaren, die Strategie der völligen Risiko- und damit Transaktionsvermeidung einschlagen, was zu einer **Liquiditätsaustrocknung der Immobilienmärkte** für eine gewisse Zeit führen könnte.

Oder aber, COVID-19 wird als das eingeordnet, was es ist: ein Virus, das sich Stand heute auf ähnlichen Niveaus der Mortalitätsrate wie die jährliche Grippe bewegt mit überwiegend milden Krankheitsverläufen, das aber konsequent für einen begrenzten Zeitraum mit in das alltägliche Leben eingreifenden Maßnahmen bekämpft werden muss. COVID-19 wird in absehbarer Zeit voraussichtlich medikamentös behandelt und Schutzimpfungen werden erfolgen können. Sollte eine solche Einordnung gelingen, so wird sich die kurzfristige Situation der Panik wieder normalisieren. Wirtschaftliche Folgeschäden wären merklich, aber doch eingegrenzt. Sollte der Versuch fehlschlagen, würden die wirtschaftlichen Folgeschäden dieser Pandemie vermutlich bis tief in das Jahr 2021 oder darüber hinaus nachwirken.