



VERBAND DEUTSCHER PFANDBRIEFBANKEN

Interessenvertretung
der Pfandbriefemittenten

Aareal Bank ... apoBank ... BayernLB ... Berlin Hyp ... Bremer Landesbank ... Commerzbank ... COREALCREDIT BANK ... DekaBank Deutsche Hypo ... Deutsche Kreditbank ... Deutsche Pfandbriefbank ... Deutsche Postbank ... Deutsche Schiffsbank Dexia Kommunalbank ... DG HYP ... Düsseldorfer Hypothekenbank ... DVB Bank ... Eurohypo ... Hamburger Sparkasse Helaba Landesbank Hessen-Thüringen ... HSH Nordbank ... IKB Deutsche Industriebank ... ING-DiBa ... Kreissparkasse Köln Landesbank Berlin LBB ... LBBW ... Münchener Hyp ... NORD/LB ... SaarLB ... Santander Consumer Bank ... SEB Sparkasse KölnBonn ... UniCreditBank ... VALOVIS BANK ... WarburgHyp ... Westimmo ... WestLB ... WL BANK ... Wüstenrot Bank

Immobilien als Inflationsschutz?

Die europäische Staatsschuldenkrise hat die Sorge vor Inflation wachsen lassen. Die aktuelle Inflationsrate ist noch immer gering, aber das Potenzial für eine moderate Ausweitung ist da. Auch dadurch steigt das Interesse an Immobilien, die vor der Geldentwertung schützen sollen. Manche können das auch, wie Prof. Dr. Michael Voigtländer vom IW Köln untersucht hat.

Die weltweite Staatsschuldenkrise hat dazu geführt, dass sich Zentralbanken zu massiven Eingriffen veranlasst sahen und sehen, etwa zum Kauf von Staatsanleihen. Damit besteht die Gefahr einer steigenden Inflation. Außerdem ist es möglich, dass in den kommenden Jahren politischer Druck auf die Zentralbanken ausgeübt wird mit dem Ziel, die Sanierung der Staatsfinanzen durch Inflation zu erleichtern.

Inflation problematisch

Volkswirtschaftlich betrachtet ist Inflation problematisch. Für Sparer bzw. Investoren erhöht sich die Unsicherheit mit der Folge, dass weniger investiert wird und das Wirtschaftswachstum insgesamt zurückgeht. Immobilieninvestoren stellt sich die Frage, wie sich Inflation auf den realen Wert von Immobilien auswirkt.

Immobilien gelten als eine Anlageklasse, die weitgehenden Schutz vor Inflation

bietet. Investoren, die sich für „Betongold“ entscheiden, nennen diesen Inflationsschutz häufig als wesentlichen Vorteil von Immobilien. Im Inland traf diese Annahme in der Vergangenheit meistens auch zu. Zwischen 2000 und 2010 erzielten Investitionen in Einzelhandelsflächen eine durchschnittliche Wertsteigerung (inklusive Miet- bzw. Pachteinnahmen) von 73 Prozent. Auf dem zweiten Platz lagen Wohnimmobilien mit 55 Prozent. Büroimmobilien erzielten „nur“ 25 Prozent, lagen damit aber immer noch deutlich über der Inflation, die in diesem Zeitraum bei 14 Prozent lag. Dies macht deutlich, dass es entscheidend auf den Immobilien-typ ankommt, in den investiert wird.

Kurzfristige und langfristige Perspektive

Nicht jeder hält Immobilien über einen Zeitraum von zehn Jahren und mehr. Des-

halb ist für Investoren die Information darüber wichtig, wie wahrscheinlich es ist, innerhalb eines Jahres auch nach Abzug der Inflation noch eine (reale) Rendite zu erzielen. Daher hat das IW Köln mit Hilfe eines statistischen Simulationsverfahrens die Verteilung der realen Renditen auf Basis dieses Zehn-Jahres-Zeitraums untersucht. Hierdurch lässt sich bestimmen, mit welcher Wahrscheinlichkeit eine bestimmte Rendite übertroffen werden kann – analog zum bekannten Risikomaß Value-at-Risk. Danach wurde bei deutschen Einzelhandelsimmobilien mit einer Wahrscheinlichkeit von 90 Prozent eine reale Rendite von zwei Prozent pro Jahr übertroffen und mit 95 prozentiger Wahrscheinlichkeit immer noch eine Rendite von 1,7 Prozent. Ungünstiger war die Situation bei Wohn- und Büroimmobilien. Bei Wohn-(Büro-)immobilien wurde mit 90 prozentiger Wahrscheinlichkeit nur ein realer Verlust von 0,2 (1,3) Prozent übertroffen. Damit boten insbesondere

Büroimmobilien in der Vergangenheit bei eher kurzfristigen Investitionen nur ausnahmsweise einen Inflationsschutz.

In anderen europäischen Ländern waren die Ergebnisse für Ein-Jahres-Zeiträume ähnlich. Besonders bei Büroimmobilien war die Gefahr eines realen Verlustes groß. Nur in einem von acht untersuchten Ländern war die mit 90 Prozent Wahrscheinlichkeit übertroffene reale Rendite positiv. Bei Wohn- und Handelsimmobilien waren die entsprechenden Schwellenwerte hingegen in der Mehrzahl der Fälle positiv. Besonders häufig traten reale Verluste in Großbritannien auf. Dies spiegelt die starke Volatilität des dortigen Marktes wider.

Isolierung des Inflationsschutzes

Der Vergleich vergangener Renditen und Inflationsraten ist für Investoren zwar hilfreich, bietet für die Abschätzung künftiger Entwicklungen jedoch nur ein unzureichendes Bild. Schließlich werden reale Renditen nicht nur von der Inflation bestimmt, sondern vor allem von der Entwicklung der Nachfrage, der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung und der Angebotssituation. Um zu wissen, ob sich die Immobilienrenditen tatsächlich mit der Inflation verändern – also inflationsicher sind – müssen die übrigen Determinanten der Renditen herausgefiltert werden. Dies hat das IW Köln im Rahmen einer empirischen Untersuchung von sieben europäischen Ländern getan. Das Ergebnis: Alles in allem passen sich die Renditen von Wohnimmobilien am besten an die Inflation an. Steigen die Verbraucherpreise um ein Prozent, steigen auch ihre Renditen durchschnittlich um ein Prozent an. Bei Handels- und Büroimmobilien konnte ein Zusammenhang zwischen Renditen und Inflation hingegen nicht nachgewiesen werden.

Immobilienklassen reagieren unterschiedlich

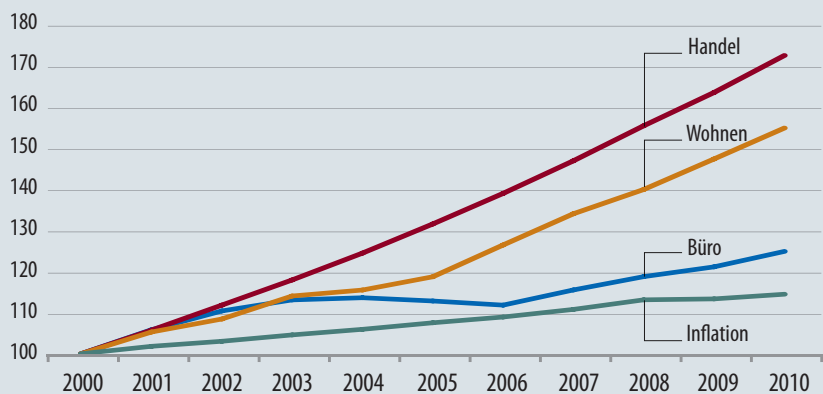
Die Unterschiede in dem Inflationsschutz der einzelnen Immobilienklassen verwundern zunächst, erklären sich aber durch den Effekt der Inflation auf die jeweilige Immobiliennachfrage. Grundsätzlich mindert Inflation den Sparanreiz, da die Unsicherheit über die reale Verzinsung

der Ersparnisse wächst. Wird weniger gespart, wird auch weniger investiert, was besonders die Nachfrage nach Büroflächen trifft. In der Folge passen sich die Renditen von Büroimmobilien nicht an die Inflation an, weil weniger Büros genutzt werden. Bei Handelsimmobilien hängen dagegen die Mieten häufig direkt oder indirekt von den Handelsumsätzen ab. Erwarten die Kunden eine moderate Inflation, hat der „gefühlte“ Kaufkraftverlust den Effekt, dass sie ihre Nachfrage anpassen. Das führt zu niedrigeren Handelsumsätzen. Obwohl die Preise also allgemein steigen, können die Renditen von Einzelhandelsimmobilien dies nicht ab-

Wohnimmobilien investieren. Das aktuelle Interesse der Kapitalanleger an Wohnimmobilien wird nicht zuletzt von solchen Vorsichtsmotiven getrieben. Allerdings sollte die Inflationsgefahr nicht überschätzt werden. Schließlich besteht über die Instrumente der Geldpolitik die Möglichkeit, die derzeit in den Markt gegebene Liquidität kurzfristig auch wieder einzusammeln. Hinzu kommt, dass derzeit Rezessionsgefahren bestehen, die dämpfend auf die Preisentwicklung wirken. Sollte es tatsächlich zu einer Rezession kommen, wären deutsche Wohnimmobilien wiederum sehr krisenresistent, da die Wohnimmobilienpreise in diesem Land

Immobilienrenditen und Inflation in Deutschland

Entwicklung der Total Return Indizes für verschiedene Immobiliennutzungsklassen und des Verbraucherpreisindex, 2000 = 100



Quellen: Deutsche Bundesbank, Investment Property Databank, IW Köln

bilden. Anders ist dies bei Wohnimmobilien: Hier haben Vermieter die Möglichkeit, allgemeine Preissteigerungen letztlich 1:1 an die Mieter weiterzugeben. Im Gegensatz zum Büro- und Handelsmarkt gibt es für die Nutzer hier auch keine kurzfristigen Ausweichmöglichkeiten, da auf das Gut Wohnen nicht verzichtet werden kann.

Schlussfolgerungen für Investoren

Wer sich mit Immobilien vor Inflation schützen will, sollte folglich vor allem in

kaum auf Veränderungen des Bruttoinlandsprodukts reagieren. Der Nachteil der Wohnimmobilien – gerade für institutionelle Anleger – ist allerdings die relativ geringe Rendite, die eine Folge der hohen Sicherheit ist. In einem diversifizierten Portfolio sollten daher Büro- und Einzelhandelsimmobilien weiter eine wichtige Rolle spielen.

Die Studie „Inflationsschutz von Immobilien-Direktanlagen und Aktien im Vergleich“ kann auf der Webseite www.immobilienoekonomik.de des IW Köln heruntergeladen werden.



**VERBAND DEUTSCHER
PFANDBRIEFBANKEN**