

IRE|BS

Beiträge zur Immobilienwirtschaft ■

NIEDRIGZINSUMFELD UND DIE AUSWIRKUNGEN AUF DIE IMMOBILIENWIRTSCHAFT

Kompodium der DVFA Kommission Immobilien und der
IRE|BS International Real Estate Business School

Heft 8

Kompodium in Kooperation mit der



International Real Estate Business School
Universität Regensburg

Herausgeber: DVFA Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.,
www.dvfa.de und die
IRE|BS International Real Estate Business School, Universität Regensburg,
www.irebs.de.

**Hauptverantwortlicher Herausgeber und
Leiter DVFA Kommission Immobilien: Prof. Dr. Sven Bienert *MRICS REV***

Die Autoren sind die Mitglieder der DVFA Kommission Immobilien:

Dr. Heiko Beck, Union Investment Real Estate GmbH

Michael Beck, Bankhaus Ellwanger & Geiger KG

Dr. Thomas Beyerle, Catella Property Valuation GmbH

Prof. Dr. Sven Bienert MRICS REV, IRE|BS, Universität Regensburg

Alexander Dexne, alstria office REIT-AG

Teresa Dreo, HypoVereinsbank Member of UniCredit

Gregor Drexler, CA Immobilien Anlagen AG

Gregor Enzenhofer, Ernst & Young GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Ralf Frank, DVFA

Thomas Gütle, Cordea Savills GmbH

Dirk Hasselbring, Hamburg Trust Real Estate Investment Management GmbH

Dr. Sven Helmer MRICS CIIA, LAGRANGE Financial Advisory GmbH

Herrmann Horster MRICS, BNP Paribas Real Estate Consult GmbH

Dr. Georg Kanders, Bankhaus Lampe KG

Gunther Liermann, KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Dietmar Meister FRICS, Ernst & Young Real Estate GmbH

Michael Müller, Deloitte & Touche GmbH

Dr. Daniel Piazzolo FRICS

Dr. Frank Pörschke, Jones Lang LaSalle GmbH

Dr. Albrecht Reihlen, Deka Immobilien Investment GmbH

Clemens Schäfer, RREEF Spezial Invest GmbH

Dr. Christian Schede, OLSWANG Germany LLP

Ralph Scheer, Drees & Sommer GmbH

Ingo Schierhorn FRICS, CR Investment Management GmbH
Marcus Stahlhacke CFA, CAIA, FRM, Allianz Global Investors GmbH
Herwig Teufelsdorfer MRICS, BUWOG group
Prof. Dr. Matthias Thomas, INREV
Dieter Thomaschowski CEFA, Thomaschowski Research & Advisory
Dr. Hans Volkert Volckens, IMMOBILIS Trust GmbH
Prof. Dr. Justus Vollrath, MSCI Real Estate - IPD
Brigitte Walter, Real I.S. AG Gesellschaft für Immobilien Assetmanagement
Dr. Thomas Wiegmann FRICS, Blue Asset Management GmbH
Thomas Zinnöcker, GAGFAH GROUP

Neben den Mitgliedern der DVFA Kommission Immobilien haben an der vorliegenden Veröffentlichung folgende weitere Autoren mitgewirkt:

Dr. Alexander Börsch, Deloitte & Touche GmbH
Dr. Peter Geiger, **IRE|BS**, Universität Regensburg
Roman Gabriel, **IRE|BS**, Universität Regensburg
Prof. Dr. Tobias Just, **IRE|BS**, Universität Regensburg
Marco Kramer, Real I.S. AG Gesellschaft für Immobilien Assetmanagement
Maya Miteva, GAGFAH GROUP
Helge Scheunemann, Jones Lang LaSalle GmbH
Sebastian Schnejdar, **IRE|BS**, Universität Regensburg
Prof. Dr. Steffen Sebastian, **IRE|BS**, Universität Regensburg
Michael Zingel, Ernst & Young Real Estate GmbH

ISSN 2197-7720

Copyright

© DVFA e.V. 2015 und **IRE|BS** International Real Estate Business School 2015,
alle Rechte vorbehalten

Verantwortlich für den Inhalt dieses Bandes zum Thema „Niedrigzinsumfeld und die Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft“: Prof. Dr. Sven Bienert MRICS REV, Vorsitzender Kommission Immobilien und Geschäftsführer der IRE|BS International Real Estate Business School sowie Ralf Frank, Geschäftsführer und Generalsekretär DVFA e.V. sowie alle Mitglieder der DVFA Kommission Immobilien.

Wir danken insbesondere auch ImmQu - Verein zur Förderung der Qualität in der Immobilienwirtschaft, der im Rahmen der Qualitätssicherung sowie der Verbreitung der Inhalte in Österreich diese Publikation unterstützt hat.

Im Rahmen der Realisierung der Printversion danken wir den Unternehmen KPMG AG, Deutsche Asset & Wealth Management International GmbH, GAGFAH GROUP Immobilien-Management GmbH sowie Hamburg Trust GmbH für ihre finanzielle Unterstützung.

RECHTLICHE HINWEISE

ZUGANG

Die Publikation von und der Zugang zu Informationen in dieser Studie kann durch lokale Vorschriften in gewissen Ländern eingeschränkt sein. Diese Studie richtet sich ausdrücklich nicht an Personen in Staaten, in denen (aufgrund der Staatsangehörigkeit bzw. des Wohnsitzes der jeweiligen Person oder aus anderen Gründen) entsprechende Einschränkungen gelten. Insbesondere richtet sich die Studie nicht an Bürger der USA sowie an Personen, die in den USA oder in einem ihrer Territorien, Besitzungen oder sonstigen Gebieten, die der Gerichtshoheit der USA unterstehen, wohnhaft sind oder dort ihren gewöhnlichen Aufenthalt haben. Personen, für welche entsprechende Beschränkungen gelten, dürfen nicht, weder online noch in anderer Form, auf diese Studie zugreifen.

KEIN ANGEBOT

Der Inhalt dieser Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Werbung, kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Tätigen irgendwelcher Anlagegeschäfte oder sonstiger Transaktionen dar. Diese Studie (einschließlich der darin enthaltenen Informationen und Meinungen) stellt keine Anlageberatung dar und sollte nicht als solche aufgefasst werden. Potentielle Investoren sind gehalten, spezifische Beratung einzuholen und Anlageentscheide gestützt auf ihre individuellen Anlageziele sowie ihre finanziellen und steuerlichen Gegebenheiten zu treffen.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Die Autoren sind darum bemüht, dass diese in dieser Studie enthaltenen Informationen zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung richtig und vollständig sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Die Autoren lehnen jedoch jegliche Verantwortung für die Genauigkeit, Zuverlässigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der hierin wiedergegebenen Informationen und Meinungen ab. Die Autoren lehnen ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste oder Schäden ab, die sich aus der Nutzung dieser Studie oder dem Vertrauen in die darin enthaltenen Informationen ergeben könnten, einschließlich Gewinnauffälle oder anderer direkter und indirekter Schäden.

Executive Summary der DVFA Kommission Immobilien

- **Realwirtschaftliche Aussichten für Europa nur verhalten positiv – Argumente für anhaltende Niedrigzinsphase überwiegen:** Die Weltwirtschaft befindet sich nicht in einem einheitlichem Aufwärtstrend. Während in den USA ein klares Wachstum ersichtlich ist, sind die Aussichten in Europa nur verhalten positiv. Sinkende Rohstoffpreise, günstigere Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und der schwächere Euro-Außenwert unterstützten jedoch eine mögliche konjunkturelle Erholung. Darüber hinaus gibt es gegenwärtig kaum realwirtschaftliche Indikatoren die darauf hindeuten, dass es sich bei der Niedrigzinsphase in Europa um ein kurzfristiges Phänomen handelt. Nach überwiegender Auffassung sind auf mittlere Sicht keine höheren Inflationsraten und auch keine Zinswende zu erwarten. Auf Grundlage gegenwärtiger Zinsprognosen wird der EURIBOR bis zum Jahr 2019 auf moderatem Niveau verharren. Ein wenig wahrscheinliches - aber dennoch mögliches - Szenario im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld sind deutlich steigende Inflationsraten (aufgrund des monetären Inflationsdrucks). Auch sind kurzfristig intensivere deflationäre Tendenzen nicht auszuschließen.
- **Negative Effekte der Niedrigzinspolitik gewinnen im Zeitverlauf an Bedeutung:** Eine verstärkte Wahrnehmung der negativen Effekte der expansiven Geldpolitik, wie bspw. Fehlallokationen (z.B. Preisblasen bei bestimmten Vermögenswerten), Inflationsgefahren, gravierende Belastungen der Rentensysteme bzw. der Lebensversicherungsgesellschaften und Bausparkassen oder der Vermögenstransfer von Sparern zu Schuldnern, werden im Zeitverlauf weiter an Bedeutung gewinnen. Die hieraus erwachsenden Risiken sind höher einzustufen als während der letzten Krise (ab 2007/2008). Dies könnte einen Richtungswechsel der aktuellen Geldpolitik und damit steigende Zinsen unterstützen. Auch verdeutlicht der Blick auf die USA, dass bei Erreichen der geldpolitischen Ziele wieder mit steigenden Zinsen zu rechnen ist.
- **Geopolitische Herausforderungen und Staatsverschuldung bedingen Risiken:** Auch anhaltende geopolitische Risiken, die allgemein hohe Staatsverschuldung und mangelnde Reformfortschritte (bspw. in Griechenland) haben negative Implikationen für die Realwirtschaft und die Kapitalmärkte zur Folge. Eine langfristige Lösung der hohen und zunehmenden Verschuldung ist darüber hinaus nicht in Sicht. Im Vergleich zur letzten Krise (ab 2007/2008) sind die hieraus erwachsenden Risiken nunmehr höher einzustufen.
- **Immobilieninvestmentmärkte weltweit auf Rekordniveau – signifikante Vermögenspreisinflation ist eingetreten:** Vor allem die niedrigen Zinsen und der Mangel an Anlagealternativen, sowie als Folge davon die Erhöhung von Immobilienquoten und neue Investorengruppen beflügeln die Nachfrage. Für 2015 werden mehr als 750 Mrd. US\$ Transaktionsvolumen für gewerbliche Immobilien erwartet. Die Spitzenrenditen sind in vielen regionalen Teilmärkten vor dem Hintergrund der hohen Nachfrage gekennzeichnet

durch anhaltende Yield-Compression in Bezug auf alle Nutzungsklassen. Diese sinkenden Renditen und steigenden Werte sind das Ergebnis einer anhaltenden Vermögenspreis-inflation.

- **Deutscher Immobilienmarkt als „sicherer Hafen“ profitiert:** Aufgrund der (relativ) guten konjunkturellen Lage und relativ geringeren Volatilität zieht der deutsche Immobilienmarkt massiv ausländisches Kapital an. Durch den Nachfrageeffekt im Umfeld niedriger Zinsen kommt es auch hierzulande zu deutlichen Preisanstiegen und zeitverzögert auch zu einer Angebotsausweitung durch Projektentwicklungen.
- **Zinsniveau reflektiert Marktrisiken nur noch begrenzt:** Die niedrigen Zinsen sind Ausfluss der Wachstumsschwäche der Realwirtschaft. Es kann somit angezweifelt werden, dass der „risikofreie Zins“, die Marktvolatilität und damit die Renditeerwartungen der Investoren langfristig abgenommen haben und sich dadurch nachhaltig höhere Preise für eine gegebene Immobilienqualität rechtfertigen lassen. Die Konsequenz, mit der die EZB ihr Instrumentarium immer weiter ausschöpft, mag als Indiz dafür gelten, wie groß die finanz- und realwirtschaftlichen Risiken im Euroraum immer noch sind. Dies gilt es sich bei der Bewertung von Chancen und Gefahren im aktuellen Marktumfeld immer wieder vor Augen zu führen.
- **Zunehmende Diskrepanz zwischen Investment- und Mietmärkten kann zu Übertreibungen führen:** Die Mietmärkte senden in den meisten Regionen der Welt nur verhalten positive Signale aus. Die Realwirtschaft und die hieraus erwachsene Nachfrage am Nutzermarkt entwickeln sich nicht im gleichen positiven Ausmaß wie die Investmentmärkte. Dies könnte mittelfristig zu Problemen führen. Wesentliche Treiber für die fundamentale Qualität der Immobilienanlage und ein damit einhergehendes hohes Preisniveau (wie insbesondere das Wachstum der lokalen Wirtschaft und damit starke Mietermärkte) sind gegenwärtig nur begrenzt vorhanden. In einzelnen regionalen Teilmärkten sind vor diesem Hintergrund Übertreibungen möglich, wenn die Vermögenspreis-inflation nicht fundamental gerechtfertigt ist.
- **Konzentration auf historisch geringe Wertschwankungen und inflationsgesicherte Märkte bei Akquisitionsstrategie:** Steigenden Zinsen spiegeln steigende Inflationserwartungen wieder. Steigende Inflation wiederum kann über steigende Mieten zu steigenden Immobilienwerten führen – dies würde Preiskorrekturen im Falle eines deutlichen Anstiegs der Marktzinsen entgegenwirken. Daher empfiehlt sich in der aktuellen Niedrigzinsphase die Fokussierung auf Objekte, Nutzungsarten und Standorte, bei denen der Zusammenhang zwischen steigender Inflation und steigenden Mieten als empirisch gefestigt angesehen wird bzw. die historisch betrachtet geringe Wertschwankungen aufgewiesen haben.

- **Fokus auf Fundamentaldaten bei steigenden Marktrisiken:** Investitionsentscheidungen müssen insbesondere im gegenwärtigen Umfeld auf immobilienwirtschaftlichen Fundamentaldaten wie Lebenszykluskosten, erzielbaren Marktmieten, lokalem Wirtschaftswachstum, Inflationssicherung und der Wettbewerbssituation im entsprechenden Teilmarkt beruhen. Vor allem für Marktteilnehmer mit erhöhtem Anlagedruck aufgrund von Mittelzuflüssen ist dies eine zunehmende Herausforderung.
- **Relative Vorteilhaftigkeit von Immobilien gegenüber anderen Anlageklassen - positive Verzinsung gegeben:** Aufgrund der teilweise negativen Verzinsung können viele traditionelle Anleihekäufer dieses Segment nur noch im geringeren Umfang nutzen. (Kurzfristige) Kursgewinne - die ggf. bei weiter sinkendem Zinsniveau zu erwarten sind - reichen ihnen aufgrund des langfristigen Anlagehorizontes nicht aus, um ihre Zahlungsverpflichtungen („liability stream“) zu bedienen. Im Gegensatz dazu können mit Immobilienanlagen trotz gestiegener Preise weiterhin deutlich positive Cash-flow-Renditen erwirtschaftet werden. Auch weisen Immobilien bei der langfristigen Performance Vorteile, bspw. gegenüber Geldmarktanlagen, auf.
- **Immobilienanlagen schützen - bei langfristiger Betrachtung und einem diversifizierten Bestand - vor erwarteter und (weitgehend) auch nicht erwarteter Inflation:** Insbesondere bestehen hierbei relative Vorteile im Vergleich zu anderen Anlageklassen. Eine höhere Sicherheit der künftigen realen Verzinsung und erhöhter Schutz gegen Vermögensverluste rechtfertigen dann auch ein moderateres Renditeprofil. **Bei vorhandenen Preisblasen bzw. geopolitischen Risiken ist naturgemäß kein Schutz zu erwarten! Reale Vermögenssicherung ist mit Immobilien auch im deflationären Umfeld möglich:** Bzgl. eines deflationären Umfeldes haben Immobilienanlagen bei empirischen Studien relativ schlechter abgeschnitten als bspw. Geldvermögen. Reale Vermögenssicherung ist jedoch in einer Deflation mit Immobilien möglich. Auch besteht die Möglichkeit, dass Immobilien dann – wie im gegenwärtigen Umfeld – von niedrigen Zinsen profitieren.
- Die Entwicklung deutlich gesunkener Fremdkapitalzinsbelastungen führte bei Immobilienaktiengesellschaften zu einer stark verbesserten Gewinnsituation bei weitgehend konstanten Erlösen und konstanten operativen Kosten. Die **Kurse von Immobilienaktien sind im Niedrigzinsumfeld** auch deshalb **stark gestiegen**. Immobilienaktien weisen bei kurzen Haltedauern ausgeprägte Eigenschaften des allgemeinen Aktienmarktes auf – bspw. eine höhere Volatilität. Erst **bei langer Haltedauer überwiegen die Performanceeigenschaften der Direktanlage** – bspw. in Bezug auf den Inflationsschutz.
- **Glättung des Fälligkeitsprofils zur Risikostreuung für nachfolgende Refinanzierungen:** Durch die gleichmäßige Verteilung der Darlehensfälligkeiten erfolgt eine Vermeidung von Klumpen- und Zinsrisiken. Damit sinkt die Abhängigkeit von ungünstigen Marktbedingungen, wie Liquiditätsengpässen und ggf. steigenden Zinsen. Generell ist diese „Diversifikation“ der Zinsbindungsfristen im Portfolio bei Investoren zu beobachten.

- **Lange Zinsfestschreibungen nehmen zu – Einschränkungen bei Portfoliosteuerung müssen beachtet werden:** Im Backtesting seit 1967 waren variable Zinsen in der Mehrzahl der Fälle im Vergleich zu Fixzinsen die *ex post* günstigere Finanzierungsvariante. Aktuell muss jedoch beachtet werden: Ein weiter fallendes Zinsniveau ist im gegenwärtigen Umfeld nur noch begrenzt möglich. Gegenwärtig werden von Marktteilnehmern deshalb vorhandene Möglichkeiten, um eine längere Festschreibung der Zinskondition zu erreichen, vermehrt in Erwägung gezogen. Dabei ist der richtige Zeitpunkt der Sicherung wesentlich. Längere Zinsbindungslaufzeiten in einer anhaltenden Niedrigzinsphase führen auch zu Einschränkungen bei der aktiven Steuerung der Portfoliozusammensetzung: Durch hohe Vorfälligkeitsentschädigungen können immobilienwirtschaftlich sinnvolle Verkäufe (wenn bspw. steigende Zinsen erwartet werden) verhindert werden.
- **Komplexe Hedging-Strategien nehmen zu:** Analysen zeigen, dass Hedging-Strategien von großen Immobilienunternehmen (insbesondere Wohnimmobilienbestandhalter) auf einen Anteil des **fixen Fremdfinanzierungsvolumens in einer Bandbreite von 80 % bis 100 %** ausgerichtet sind. Es werden oft nicht mehr pauschal und *ex ante* Zinssicherungen erworben, vielmehr werden **Schwellenwerte für die Zinsentwicklung als Indikator** definiert, bei deren Erreichen die Exekution der Zinssicherung durchgeführt wird. Die Strategie muss unternehmensindividuell abgeleitet werden und baut auf (1) der Zinsmeinung, (2) den finanziellen Spielräumen (kritischer Zins), (3) den langfristigen Renditezielen und (4) dem Grad der Risikobereitschaft im Management (Hedgingquote) auf.
- **Konservative Annahmen für Anschlussfinanzierung sind wesentlich:** Investoren treffen gegenwärtig konservative Annahmen bezüglich der Preisentwicklung, die sich an historischen Durchschnittswerten orientieren, um Zinsänderungsrisiken zu begrenzen. Die Mieterwartungen sind gegenwärtig deutlich geringer als im Jahr vor Ausbruch der letzten Krise 2007/2008.
- **Wirkung von Zinsänderungsrisiken auf Covenants werden eingehender analysiert:** Das individuelle Zinsänderungsrisiko und dessen Einfluss auf die Covenants wird in der Branche durch **Stresstests und Szenariorechnungen** intensiver untersucht. Ebenso werden **Liquiditätsstresstests** in größerem Ausmaß vorgenommen als in der Vergangenheit. Auch sollte auf Grundlage von **Wertänderungsstresstests** bereits bei Ankauf der LTV nur so hoch festgelegt werden, dass es auch im Fall deutlich sinkender Werte zu keinem Bruch des LTV-Covenants kommen kann.
Wenig adressiert, jedoch wesentlich erscheint auch eine intensivere Analyse der Auswirkungen von möglichen Negativzinsen im Zusammenhang mit Derivaten die eigentlich zur Zinssicherung im positiven Zinsumfeld erworben wurden (bspw. Risiken von Ausgleichszahlungen, Covenant Tests, Defaults).

- **Diversifikation der Finanzierungsinstrumente:** Die Verteilung der Finanzierung auf verschiedene Finanzierungsinstrumente und -quellen (Bankenfinanzierung, CMBS, Unternehmensanleihen) reduziert einseitige Abhängigkeiten. Diese Flexibilität bietet auch Vorteile in der Wachstumsstrategie und Zinsoptimierung durch die Nutzung der unterschiedlichen Finanzierungsbedingungen. Unternehmensanleihen als unbesicherte Immobilienfinanzierung stellen in diesem Kontext eine interessante Alternative für Marktteilnehmer dar.
- **Verbesserte Gewinnsituation schafft Spielräume:** Steigende Gewinne werden teilweise ausgeschüttet, aber auch zur Schuldentilgung eingesetzt. Allerdings bestehen auch starke Anreize, den Verschuldungsgrad zur Maximierung der Eigenkapitalrendite weiter zu steigern. Die og Analysen mit Blick auf künftige Covenant-Relationen sollten hier Grenzen aufzeigen.
- **Mittelzuflüsse als zunehmende Herausforderung:** Bestimmte Vehikel, wie bspw. offene Immobilienfonds, können das niedrige Niveau der Kreditzinsen nur bedingt nutzen. Aufgrund der hohen Mittelzuflüsse, teilweiser negativer Festgeldverzinsungen und einem hohen Wettbewerb um Core-Immobilien kommt es verstärkt zu sinkenden Fremdkapitalanteilen und einer **Substitution des Fremd- durch Eigenkapital**. Im Unterscheid zum Jahr 2007/2008 sind hier somit die Risiken starker Wertkorrekturen geringer.
- **Möglichkeiten zur Portfoliobereinigung:** Unterschiedliche Erwartungen bei Marktteilnehmern und Marktasymmetrien werden gegenwärtig von verschiedenen Investoren als Möglichkeiten genutzt, Immobilienportfolien nach den eigenen Rendite- und Qualitätskriterien zu bereinigen.

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary der DVFA Kommission Immobilien	I
Inhaltsverzeichnis.....	VI
Abbildungsverzeichnis.....	VIII
1. Einleitende Bemerkungen und Themenstellung	- 10 -
2. Analyse der Eignung von Immobilienanlagen als Inflations- bzw. Deflationsschutz ..	- 12 -
3. Aktuelle (immobilien-) wirtschaftliche Lage.....	- 21 -
a. Globale Perspektive.....	- 21 -
b. Europäische Perspektive	- 27 -
c. Deutsche Perspektive	- 30 -
4. Zinswende vs. Deflation – Entwicklung der Leitzinsen sowie	
Zinsprognosen in Europa und den USA	- 35 -
5. Geldpolitik – Steuerungselement zur wirtschaftlichen Entwicklung	- 46 -
6. Zeitpunkt und Reaktion internationaler Kapitalströme bei Leitzinsänderungen	- 51 -
7. Immobilienperformance im Vergleich zu anderen Anlageklassen	- 55 -
a. Einfluss des Zinsniveaus auf die Immobilienwirtschaft - Beurteilung von Nachfrage- und Angebotseffekten.....	- 55 -
b. Direktanlagen vs. Geldmarkt.....	- 58 -
c. Immobilienaktien vs. andere Anlageklassen (Deutschland & Europa).....	- 62 -
d. Immobilienaktien vs. andere Anlageklassen (USA).....	- 69 -
8. Reaktionsmuster und – strategien einzelner Marktsegmente im Niedrigzinsumfeld..	- 76 -
a. Zinssicherungsinstrumente im Rahmen des Risikomanagements	- 77 -
b. Bedeutung von Zinsänderungsrisiken für Investmentfonds.....	- 83 -
c. Managementstrategien am Beispiel geschlossener Fonds der Real I.S.....	- 86 -
d. Managementstrategien am Beispiel Offener Fonds der Union Investment.....	- 89 -
e. Managementstrategien am Beispiel von Aktiengesellschaften mit Fokus auf Wohnimmobilien – hier der GAGFAH GROUP	- 92 -
f. Managementstrategien am Beispiel von Aktiengesellschaften mit Fokus auf Büroimmobilien – hier der Alstria AG	- 99 -

g.	Managementstrategien für in Immobilien investierende Spezial-AIFs nach Kapitalanlagegesetzbuch – hier der Deutsche Asset & Wealth Management ...	- 103 -
9.	Literaturverzeichnis	- 109 -
10.	Stichwortverzeichnis	- 118 -

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Übersicht Inflation-Hedging Studien mit Immobilienbezug	- 17 -
Abbildung 2: Entwicklung der realen Verzinsung Deutschland	- 19 -
Abbildung 3: Weltwirtschaftswachstums in 2014 und Prognose 2015.....	- 22 -
Abbildung 4: Globale gewerbliche direkte Immobilientransaktionen (> 5 Mio. US Dollar) -	24 -
Abbildung 5: Vermietungsleistung Büro der Jahre 2014 und 2015	- 26 -
Abbildung 6: Entwicklung gesamtwirtschaftlicher Investitionen 2008 bis 2016.....	- 28 -
Abbildung 7: Attraktivität Europas für Investmentkapital	- 30 -
Abbildung 8: Risikofaktoren des deutschen Immobilienmarktes – Vergleich 2007/2008 vs. 2015.....	- 32 -
Abbildung 9: „Null-Zins“ Umfeld sorgt für anhaltend hohe Renditedifferenz.....	- 33 -
Abbildung 10: Entwicklung der Zinsstrukturkurve über die letzten 12 Monate in Europa..	- 35 -
Abbildung 11: EZB Leitzinsentwicklung seit Beginn der Krise 2008.....	- 36 -
Abbildung 12: Inflationsrate Euroraum vs. Deutschland (01.2014-01.2015).....	- 38 -
Abbildung 13: „Zinsgewinner“ und „Zinsverlierer“ in der Eurozone	- 39 -
Abbildung 14: Mögliche Szenarien für den 6-Monats-Euribor	- 42 -
Abbildung 15: Zinsprognosen USA, Japan, UK und Eurozone im Vergleich	- 43 -
Abbildung 16: Dauer der Nullzinspolitik der EZB	- 45 -
Abbildung 17: Entwicklung von Zinsniveaus und Hauspreisen	- 47 -
Abbildung 18: Rendite ausgewählter Staaten für 10-jährige Bundesanleihen sowie Federal Funds Rate und Leitzins der EZB.....	- 51 -
Abbildung 19: Immobilieninvestments in Europa: Globalisierung der Kapitalquellen.....	- 52 -
Abbildung 20: Entwicklung Zinsniveau (Effektiv bei unterschiedlichen Zinsbindungen) ...	- 56 -
Abbildung 21: Immobilienperformance im langfristigen Trend vs. Renditeerwartung	- 60 -
Abbildung 22: Immobilienperformance vs. Geldmarktzinsen	- 61 -
Abbildung 23: Japanischer Immobilienaktienindex vs. 10-jährige Staatsanleihe	- 63 -
Abbildung 24: Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes	- 64 -
Abbildung 25: Wertentwicklung ERIX im Vergleich.....	- 65 -
Abbildung 26: Historische Renditeprofile verschiedener Anlageklassen	- 68 -
Abbildung 27: Performanceentwicklung NAREIT, S&P500, NCREIF und CPI	- 70 -
Abbildung 28: Lead-Lag-Beziehung 1978 bis 2014	- 72 -
Abbildung 29: Korrelation von REITS mit NCREIF bzw. S&P 500	- 73 -
Abbildung 30: Quartalsdeltas von REITs, Direktanlagen und Preisindex	- 74 -
Abbildung 31: Korrelationen des Inflationsindex mit dem Immobilien- und Aktienmarkt-	75 -
Abbildung 32: Performance-/ Renditecharakteristika vs. Zinserhöhungszyklen der Fed .	- 76 -
Abbildung 33: Übersicht Finanzielle Risiken Immobilien.....	- 77 -
Abbildung 34: Finanzierungskosten im Backtest seit 1967	- 80 -

Abbildung 35: Real I.S. Portfoliofonds – Zins- und ICR-Entwicklung..... - 87 -
Abbildung 36: Optimierung des Fälligkeitsprofils - 94 -
Abbildung 37: Beispielhafte Implementierungsmatrix für Zinssicherungsgeschäfte - 98 -

1. Einleitende Bemerkungen und Themenstellung

Aufgrund der Interventionen von Zentralbanken in Folge der *Wirtschaftskrise* ab 2008 ist das Zinsniveau nunmehr auf historischen Tiefstständen. Gleichzeitig suchen alte und neue Investorengruppen verstärkt nach sicheren Anlagemöglichkeiten. Beide Aspekte begünstigten Immobilieninvestitionen in Europa und insbesondere in Deutschland in den vergangenen Jahren.¹ Bestimmte Teilmärkte zeigen vor diesem Hintergrund bereits (wieder) Anzeichen einer Überhitzung.² Gleichzeitig wird über das Ende der niedrigen Zinsen, mögliche inflationäre Tendenzen oder gar eine Deflation diskutiert.

Die möglicherweise starken Auswirkungen einer *Zinswende* in den USA oder in späterer Folge ggf. auch Europa auf die auf die verschiedenen Anlageklassen sorgen für ein großes, auch öffentliches Interesse. In diesem Themenfeld ist somit dauerhaft „Aufklärungsarbeit“ bzgl. einer großen Bandbreite an einzelnen Fragestellungen - mit denen sich insbesondere auch die Marktteilnehmer der Immobilienwirtschaft auseinandersetzen müssen - zu leisten. Diese umfassen:

- Wie gehen Immobilienunternehmen im Rahmen der Finanzierung von Beständen mit der Niedrigzinsphase um (Absicherung vs. Spekulation)?
- Wie ist der Vorbereitungsstand der Branche in Bezug auf potenzielle Zinsänderungen allgemein einzustufen?
- Wie verändern sich Risikoeinschätzungen bei immobilienwirtschaftlichen Produkten im Fall einer Veränderung der Zinslandschaft?
 - Wie ist die Exponiertheit zu *Zinsänderungsrisiken* der Produktkategorien einzuschätzen?
 - Wie könnte sich hierdurch die Produktakzeptanz bei potenziell steigenden Zinsen verändern?
 - Welche Szenarioanalysen stellen die Marktteilnehmer in diesem Zusammenhang an?
- Wie könnten sich nationale und internationale Kapitalströme bei deutlichen Veränderungen der Zinslandschaft wandeln?
- Hat das niedrige Zinsniveau bereits in Teilbereichen zu Immobilienblasen geführt?

Fragestellungen zu einem bestimmten Zinsniveau oder der Entwicklung von Zinsen sind dabei immer eng mit der korrespondierenden Inflationsrate bzw. deren Veränderung verwoben – da

1 Vgl. Just, T. et al. (2014), S.1.

2 Vgl. Ott-Laubach, P. (2014), S. 1.

eine enge Korrelation zwischen dem herrschenden Zinsniveau und der Inflationsrate bestehen.³ Zur Klärung der oben genannten Aspekte ist es somit auch zielführend, die Rolle der Inflation mit in die immobilienwirtschaftliche Analyse des Status quo und möglicher künftiger Entwicklungslinien einzubeziehen. In diesem Kontext ist ein klares Verständnis der folgenden Bereiche wesentlich:

- Welchen Schutz bieten Immobilienanlagen vor *Inflation* bzw. *Deflation*?
- Wie können *Inflationsrisiken* differenziert und gemessen werden?
- Wie ist dieser Schutz einzustufen gegenüber anderen Anlagenklassen?
- Bedeutet eine mögliche Zinswende automatisch auch eine steigende Inflation?

In den folgenden Abschnitten werden zunächst die Grundlagen bzgl. der Exponiertheit von Immobilienanlagen in Bezug auf Inflationsrisiken aufgearbeitet, um darauf aufbauend strukturiert die weiter oben dargelegten Fragestellungen zu beantworten. Hierzu wird in einem ersten Schritt die Immobilienmarktlage sowie die generelle globale als auch europäische Wirtschaftslage und hier spezifisch Deutschland, beleuchtet. Aufbauend auf die realwirtschaftliche Sachlage werden Argumente in Bezug auf ein mögliches Ende der *Niedrigzinsphase* diskutiert. Im Anschluss wird dann eine Erläuterung der Geldpolitik zusammen mit den Steuerungsmöglichkeiten der Europäischen Zentralbank (EZB) und der gesamtwirtschaftlichen Wirkungsmechanismen zur Einordnung geldpolitischer Maßnahmen erfolgen. Der *Transmissionsmechanismus* im Sinne eines entstehenden Risikokanals steht dabei im Fokus.

In einem weiteren Schritt wird die Auswirkung der aktuellen Niedrigzinsphase auf die Immobilienwirtschaft eingehend analysiert sowie der Effekt auf verschiedene Immobilienanlageprodukte und die Attraktivität von Immobilienanlagen relativ zu anderen Assetklassen untersucht. Hierbei werden auch spezifisch mögliche Auswirkungen im Fall eines Endes der niedrigen Zinsen diskutiert.

Im Anschluss stehen die immobilienwirtschaftlichen Marktteilnehmer im Fokus der Betrachtung. Hierzu wird zunächst allgemein das Zinsänderungsrisiko im Kontext des immobilienwirtschaftlichen Risikomanagements aufgearbeitet. Im Anschluss daran bilden die individuellen *Reaktionsmuster* einzelner Marktteilnehmer, ausgehend von konkreten Erfahrungsberichten, sowie mögliche Strategien im Rahmen des gegenwärtigen Zinsniveaus den Abschluss der Ausführungen.

³ Vgl. bspw. Maurer, R. und Sebastian, S. (2002a): Zur Relevanz der Inflation in Bezug auf das Zinsniveau.

2. Analyse der Eignung von Immobilienanlagen als Inflations- bzw. Deflationsschutz

Relevanz von Inflations- bzw. Deflationsrisiken für (Immobilien-)anlagen

Die Anlage von Vermögen bedingt Konsumverzicht bzw. den Verzicht auf alternative Investitionsmöglichkeiten im entsprechenden Zeitraum. Aus Sicht des jeweiligen Wirtschaftssubjektes ist Sparen rational, da in der Entnahmephase aufgrund der (in normalen Wirtschaftsphasen positiven) Verzinsung ein höherer Kapitalbetrag zur Verfügung stehen soll. Als natürliche Untergrenze der erwarteten Rendite wird regelmäßig der Ausgleich realer Wertminderungen durch Preissteigerungen definiert. Insbesondere für langfristige Investitionshorizonte ist dieser Zusammenhang wesentlich. Eine Inflationsrate von 2 % p.a. bedingt beispielsweise einen realen Wertverlust eines Anlagebetrages (in $t=0$) von über 30 % innerhalb von 20 Jahren.⁴

Die historische Entwicklung in Deutschland war praktisch ausschließlich geprägt durch ein inflationäres Wirtschaftsumfeld.⁵ Speziell die großen Geldentwertungen 1923 sowie 1948⁶ sind weiterhin präsent und auch einer der Gründe, warum in Deutschland die Bevölkerung gegenüber Inflationsgefahren besonders sensibel ist. Das wahrscheinlichste Szenario in Europa sind weiterhin *moderate Inflationsraten*. Aufgrund der weltweiten Ausweitung der Staatsverschuldung in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise besteht grundsätzlich jedoch auch die Möglichkeit *hoher künftiger Inflationsraten* (vgl. auch Abschnitt 4 zur *expansiven Geldpolitik*). Weiterhin ist im aktuellen makroökonomischen Umfeld bei niedrigen Leitzinsen und anhaltend schwacher Nachfrage ist auch ein *deflationäres ökonomisches Umfeld* im Bereich des Möglichen.

Immobilieeigenschaften bei Inflation und Deflation

Immobilienanlagen wird in Relation zu anderen Anlageformen gemeinhin ein geringeres Inflationsrisiko attestiert. Im Gegensatz zu nominalen Anlagen – wie bspw. Anleihen, Sparkonten, Festgeld – bei denen der Kapitalbetrag und die laufenden Zinszahlungen den Veränderungen eines eintretenden *Kaufkraftverlustes* voll ausgesetzt sind, besitzen Immobilien vorteilhafte Eigenschaften. Die Einnahmen aus Miet- oder Pächterlösen und damit im Ergebnis auch der Marktwert der Immobilie selbst, werden in der Realität in regelmäßigen Abständen neu verhandelt bzw. beinhalten ggf. schon die Mietvertragsklauseln entsprechender Anpassungen

⁴ Vgl. Sebastian, S. (2003), S.1f.

⁵ Vgl. Statistisches Bundesamt (2014), S. 2ff.

⁶ Vgl. bspw. Buchheim (2001), S. 147.

zum künftigen Inflationsausgleich. Im besten Fall gelingt es, durch Steigerungen der Nominalbeträge einen vollständigen Ausgleich der eingetretenen Inflation und damit eine konstante *Realverzinsung* zu bewirken.⁷

Bei einer ersten Betrachtung liegt die Vermutung nahe, dass die Argumentation im Fall von Deflation exakt entgegengesetzt ist und es somit auch in einem deflationärem Umfeld grundsätzlich möglich ist, eine konstante Realverzinsung (bei sinkenden nominellen Preisen) zu erreichen. Für private Anleger mag es ggf. ausreichend sein, bei stetig fallenden Preisen den *realen Wert* der Immobilie bzw. die damit korrespondierende *Kaufkraft* zu erhalten und damit nominelle Verluste hinzunehmen. Bei institutionellen Anlegern stellt sich die Ausgangssituation in vielen Fällen anders dar. Bei diesen Investoren ist die Mittelverwendung der mit Immobilien verbundenen Einnahmen oft in nominalen Einheiten betragsmäßig fixiert. Dieser sog. *Liability-Stream* muss auch in einem deflationären Wirtschaftsumfeld sicher bedient werden können, weshalb in derartigen Situationen konstante nominale Zahlungsströme (und damit sogar steigende reale Werte) als "*Deflationsschutzes*" erforderlich wären. Bei Deflation entstehen jedoch durch sinkenden Preise zusätzliche Immobilienrisiken. Sinken die Erlöse der Unternehmen durch ein fallendes Verbraucherpreisniveau, werden diese bestrebt sein, ihre Kostenstrukturen anzupassen. Dies führt zur Reduktion von Mitarbeitern und sinkendem Flächenbedarf und damit sinkender Vermietungsleistung sowie sinkenden Mieten und Immobilienpreisen. Entsprechend waren während der langen Deflation in Japan insbesondere Immobilien und Aktien unbeliebt.⁸ Während der reale Wert von Geld in der Deflation laufend zunimmt, stagniert dieser bei Sachanlagen.

Differenzierung der Inflationsrisiken

Inflation lässt sich differenzieren in die sog. *erwartete Inflation* und die *unerwartete Inflation*.⁹ Die erwartete Inflation stellt für Anleger faktisch kein Risiko dar: Ist die in der Zukunft (erwartete) Höhe der Inflation den Marktteilnehmern bekannt, kann diese bei Vertragsabschluss entsprechend eingepreist werden. Will ein Anleihezeichner bspw. eine reale Rendite von 5 % erzielen, so müsste er bei einer erwarteten Inflationsrate von 2 % entsprechend eine nominale Verzinsung in Höhe von 7 % einfordern. Bereits bei dieser einfachen Betrachtung wird deutlich, dass es aus Sicht von *risikoaversen Anlegern* wesentlicher ist eine Anlageform zu wählen, die auch in der Lage ist Sicherheit zu bieten, wenn die tatsächliche künftige Entwicklung von den getroffenen Annahmen abweicht.

⁷ Anmerkung: Mieten für Wohnraum sind *per constructionem* mit der Inflation verknüpft, da diese Teil des Warenkorbs sind, dessen Preisentwicklung zur Inflationsmessung verwendet wird.

⁸ Zu Immobilienanlagen in Japan während der Deflation vgl. Ito, T. and Mishkin, F. (2006):

⁹ Zur Differenzierung der Inflationsbegriffe vgl. Sebastian, S. (2003), S. 133 ff.:

Die Absicherung gegenüber Inflationsrisiken, das sog. *Inflation-Hedging*,¹⁰ ist somit spezifisch in Bezug auf die unerwartete Inflation von hoher Relevanz.¹¹ Von einem *perfekten bzw. vollständigen Hedging* in Bezug auf Inflationsrisiken kann hierbei nur gesprochen werden, wenn eine eintretende Preissteigerung zu einer in „Richtung und Ausmaß“ identischen Steigerung der schwankenden Nominalrendite der jeweiligen Anlage führt.¹² Bei der Immobilien-Direktanlage greift intuitiv die bereits oben dargelegte Argumentation. Auch im Fall unerwartet steigender Preise können die Mieteinnahmen bei vorhandenen Vertragsklauseln zur Mietindexierung entsprechend angehoben werden. Praktikern sind die Grenzen dieses Schutzes vor Preissteigerungen, wie bspw. Teilindexierungen bei Ankermietern, Verträge ohne Indexklauseln, Anforderungen an das Überschreiten bestimmter Mindeststeigerungen oder einfach nur die zeitliche Verzögerung der Anhebung im Vergleich zur bereits eingetretenen Preissteigerung eines zu Grunde liegenden repräsentativen Warenkorb, bekannt. Auch ist der Schutz bei bestehenden Umsatzmieten im Falle von Handelsimmobilien faktisch oftmals begrenzt. Theoretisch steigen zwar die Einzelhandelsumsätze und damit auch die Mieten im inflationären Umfeld. Die Empirie zeigt jedoch, dass die Anteile der Einzelhandelsumsätze an den privaten Konsumausgaben generell rückläufig sind. Kostensteigerungen, die durch Preissteigerungen außerhalb des Handelssektor bedingt sind, können in einem wettbewerbsintensiven Umfeld dann häufig nicht an den Konsumenten weitergegeben werden.¹³

Der vorhandene Schutz vor unerwarteter Inflation wird auch als sog. *non-pekuniärer Ertrag* der Immobilie bezeichnet.¹⁴ Effiziente Märkte vorausgesetzt, ist dieses Sicherheitselement der Immobilienanlage im Ergebnis *ceteris paribus* ein Argument dafür, im Vergleich zu alternativen Anlagen moderatere Verzinsungen einzufordern und damit im Sinne eines ausgewogenen Risiko-Rendite-Verhältnisses einen Ausgleich für relativ geringere Risiken zu schaffen.¹⁵

Als weiteres Maß für den Schutz vor Inflationsrisiken kommt das sog. *finale Risikoverständnis* zum Einsatz. Hiervon wird gesprochen, wenn der reine Vermögenserhalt und damit die Vermeidung einer negativen Realverzinsung wesentlich sind.¹⁶

¹⁰ Vgl. Downes (1998), S. 254.

¹¹ Vgl. Sotelo, R. (2001), S. 117.

¹² Vgl. Sebastian, S. (2003), S. 5.

¹³ Vgl. Just, T. und Uttich, S. (2015), S. 165ff.

¹⁴ Vgl. Riese, H. (1986), S. 10ff.

¹⁵ Vgl. Sotelo, R. (2003), S. 121: „Kernaussage der vermögensmarktwirtschaftlichen Theorie ist, dass Vermögensbesitzer bei der Zusammenstellung ihres Portfolios bedacht sind, eine hohe reale Rendite möglichst sicher zu erhalten und daher bereit sind, eine Prämie für die Sicherheit zu entrichten.“

¹⁶ Vgl. Hamelink et al. (1997), S. 63ff.

Hedging-Eigenschaften von Immobilienanlagen – Studien im Überblick

Die wissenschaftliche Erforschung der Beziehung zwischen der Inflationsentwicklung und der (nominellen) Renditeerwartung von Anlagen reicht bis ins 18. Jhd. zurück. Allen Arbeiten zu diesem Themenkomplex ist gemein, dass in der Vergangenheit Preissteigerungen immer zu einem höheren Zinsniveau führten und auch bereits die bloße *Erwartung* einer anhaltenden künftigen Geldentwertung die *Leitzinsen* und in der weiteren Folge die *Marktzinsen* weiter ansteigen ließ.¹⁷ Diese positive Korrelation zwischen Marktzins- und Inflationsniveau ist für die hier dargelegten weiteren Überlegungen zu den Auswirkungen des Niedrigzinsumfeldes auf die Immobilienanlagen und damit die Immobilienwirtschaft als Branche zentral. Wenn Immobilien tatsächlich im Vergleich zu anderen Anlageklassen in Bezug auf Inflationsrisiken vorteilhafte Eigenschaften besitzen, so werden sich diese auch bei Zinsänderungen (respektive Änderungen der Inflationsrate) vorteilhaft auswirken.

Neben der praktischen Beurteilung bestimmter Wirkungszusammenhänge können die Inflation-Hedge-Eigenschaften von Immobilienanlagen insbesondere auch empirisch untersucht werden. Hierbei kommen regelmäßig Korrelations- oder Regressionsanalysen zum Einsatz. Die Arbeiten von *Fisher* (1896, 1907, 1930)¹⁸ bilden dabei bis heute - trotz unterschiedlichster Kritik an der theoretischen Fundierung¹⁹ - die wesentliche Grundlage für die Untersuchung der Inflationseigenschaften verschiedenster Anlagen.²⁰ Der Zusammenhang zwischen *Realverzinsung* und *Nominalverzinsung* stellt sich als die sogenannte *Fisher-Gleichung* (1) wie folgt dar:²¹

$$(1) \quad i_{nom} = i_{real} + I_{erw}$$

i	=	Verzinsung
i nom	=	Erwarteter Nominalzins
i real	=	Erwarteter Realzins
I erw	=	Erwartete Inflation

Bei Gültigkeit der *Fisher-Hypothese* stellen die *erwartete Inflation* und der *erwartete Realzins* voneinander unabhängige Größen dar, weshalb die Möglichkeit zum Hedging für unterschiedliche Anlagegüter durch Regressionsanalysen untersucht werden kann.²² Die Grundlagen für ein breites Feld empirischer Arbeiten auf diesem Gebiet legten schließlich *Fama/Schwert*

¹⁷ Vgl. Thorton, H. (1802), S.336; Mill, J.S. (1865), S.646; De Haas, J. (1989), S. 23.

¹⁸ Vgl. Fisher, I. (1896), S. 9ff; Fisher, I. (1907); S. 360ff; Fisher, I. (1930), S.37ff.

¹⁹ Vgl. zur Kritik am Analyseansatz nach Fisher bspw. Keynes (1936), S. 141f.

²⁰ Vgl. Sebastian, S. (2003), S. 131ff.

²¹ Vgl. Fisher, 1930, S. 61ff.

²² Vgl. Sebastian, S. (2003), S. 133.

(1977).²³ Ihr Modell umfasste – im Gegensatz zu den Arbeiten von Fisher – Regressionsparameter, die Auskunft über die Hedging-Eigenschaft der jeweiligen Anlage in Bezug auf die erwartete und einen weiteren für die unerwartete Inflation gaben. Ein vollständiger Hedge gegenüber der Inflation bzw. auch der Deflation liegt demnach vor, wenn die Regressionsparameter der nominalen Rendite gegenüber der Inflationsrate exakt eins betragen.

Während bei *Direktanlagen* die Interpretation noch relativ einfach erscheinen mag, so ist diese doch im Fall von *indirekten Anlagen* (Aktiengesellschaften, offenen und geschlossenen Fonds etc.) deutlich komplexer. Aspekte wie die Finanzierung der Investitionstätigkeit sowie die jeweils spezifischen institutionellen und sonstigen rechtlichen Rahmenbedingungen der verschiedenen Vehikel beeinflussen hier ebenfalls die Veränderungen von Zahlungsströmen bei Preissteigerungen. Abbildung 1 gibt einen Überblick über wesentliche empirische Arbeiten bzgl. der Eigenschaften verschiedener Immobilienanlageprodukte vor erwarteter bzw. unerwarteter Inflation zu schützen:

²³ Vgl. Fama, E. and Schwert, G. (1977), S. 115ff.

Abbildung 1: Übersicht Inflation-Hedging Studien mit Immobilienbezug

Studien/ Autoren	Land	Anlagentyp	Sample	+/- Effekt in Bezug auf	
				Erwarteten Inflations-schutz	Unerwarteten Inflations- schutz
Barber, Robertson und Scott (1997)	UK	Direkte Immobilienanlagen	1967-1994	+	+
Brueggeman, Chen und Thibodeau (1984, 1992)	USA	Commingled Real Estate Funds	1972-1991	+	k.A.
Chatrath und Liang (1998)	USA	REITS	1972-1995	-	-
Demary und Voigtländer (2009)	USA, Kanada, Finnland, Frankreich, Deutschland, Irland, Niederlande, Schweden und UK	REITS, ImmoAgs, Direkte Immobilienanlagen	1994-2008 (EPRA, NAREIT) 1998-2007 (IPD)	- (Aktien, REITS) + (Direkte Immobilienanlagen)	- (Aktien, REITS) + (Direkte Immobilienanlagen)
Fama und Schwert (1977)	USA	Residential Real Estate	1953-1971	+	-
Fleischmann, Rehring und Sebastian (2014)	UK	Direkte Immobilienanlagen	1956-2010	+	k.A.
Hartzell, Heckman und Miles (1987)	USA	Commercial Real Estate Funds	1973-1983	+	+
Hoesli, MacGregor, Matysiak und Nanthakumaran (1997)	UK	Direkte Immobilienanlagen	1963-1993	+	+
Hoesli, Lizieri und MacGregor (2008)	UK, US	REITS und Direkte Immobilienanlagen; Commercial Real Estate	1977-2003	+	+ Private Real Estate - Public Real Estate
Limmack und Ward (1988)	UK	Direkte Immobilienanlagen	1966-1976	+	-
Liu, Hartzell und Hoesli (1997)	AUS, Südafrika, Japan, UK, USA,	REITS	1980-1991	+	+
Newell (1996)	Australien	Office, Retail and Industrial Property	1984-1995	+	-
Maurer und Sebastian (2002)	Deutschland	Indirekte Immobilienanlagen	1980-2000	+	-
Maurer und Sebastian (2002)	Frankreich, Deutschland, Schweiz, UK	Real Estate Securities	1980-1998	+ (nur für deutsche offene Immobilienfonds)	-
Rubens, Bonds und Webb (1989)	USA	Residential Real Estate	1960-1986	+	+
Rubens, Bonds und Webb (1989)	USA	Commercial Real Estate	1960-1986	+	-
Sebastian (2003)	Deutschland	Deutsche offene Immobilienfonds	1980-2000	+ (schwacher Zshg.)	-
Thambiah und Foscari (2011)	USA	Direkte Immobilienanlagen	2004-2010	+	+
Wurtz bach, Mueller und Machi (1991)	US	Office and Industrial Property	1977-1989	+	k.A.
Xiaorong und Sherwood (2010)	China	Residentail and Commercial Real Estate	2000-2008	-	-
Yobaccio, Rubens und Ketchman (1995)	USA	REITS	1972-1992	+ (bedingt)	-
Zhou, Gunasekarage und Power (2005)	Neuseeland	Residentail and Commercial Real Estate	1979-2003	+	k.A.

Quelle: Eigene Darstellung IRE|BS²⁴

²⁴ Anmerkung: Ein negatives Vorzeichen bedeutet, dass kein Effekt zwischen Inflation und der nominellen Anlagerendite feststellbar war.

Die Ergebnisse können folgendermaßen zusammengefasst werden: Generell unterstützen die empirischen Studien die These, dass die Immobiliendirektanlage und Offene Immobilienfonds im Vergleich zu anderen Anlageklassen einen besseren Inflationsschutz bieten. Insbesondere in der langfristigen Betrachtung zeigen sich diese Vorteile.²⁵ Bei börsennotierten Immobilienaktien-Gesellschaften bzw. REITs zeigt sich hingegen, dass diese kurzfristig durch die Anlagecharakteristika der Vehikel selbst („Mehr Aktie als Immobilie“) dominiert werden, sich jedoch langfristig tendenziell wie das Asset selbst verhalten. Auch wird deutlich, dass in Bezug auf unerwartete Inflation der Inflationsschutz nicht in allen Arbeiten nachgewiesen werden konnte. In Bezug auf Nutzungsarten kann bei einer Metabetrachtung der Studien zusammengefasst werden, dass Wohnimmobilien in Bezug auf den Inflationsschutz tendenziell besser abschneiden als Gewerbeobjekte. Ein Erklärungsansatz könnte sein, dass die Nachfrage nach Wohnen bei Preissteigerungen nicht so intensiv nachgibt – Mietpreissteigerungen können dann auch im inflationären Umfeld beim Nutzer durchgesetzt werden, was die Werthaltigkeit und damit den *Total Return* positiv beeinflusst.

Allen Spielarten der unterschiedlichen Interpretationsversuche der Inflationsschutz-Eigenschaften von Immobilien ist jedoch gemein, dass jeder der Diskussionsbeiträge letztlich auch eine Aussage impliziert, inwieweit man der *nicht-monetären Argumentation* (keynesianischen) oder aber alternativ der *monetären Argumentation* folgt. Bei einer nachfrage- oder angebotsinduzierten (nicht-monetären) Inflation werden dabei die Wirkungsgeflechte der makroökonomischen Aggregate und in der weiteren Folge die damit einhergehenden Effekte auf die Immobilienpreise analysiert. So könnten steigende Rohstoffpreise (bspw. des produzierenden Gewerbes) aufgrund der anziehenden Weltkonjunktur in diesem Sinne auch (angebotsinduzierte) Preissteigerungen bei Immobilien begünstigen. Bei der in der heutigen Zeit intensiver diskutierten monetären Perspektive wird hingegen argumentiert, dass die Inflation letztlich aufgrund der Ausweitung der Geldmenge bei *ceteris paribus* gleichbleibendem Warenangebot zunimmt (sog. *Quantitätsgleichung*) und damit Preissteigerungen letztlich einen Ausgleich bewirken.

Bei einem Anstieg der Kreditzinsen dies *ceteris paribus* eine negative Auswirkung auf Immobilienwerte, da sich die Finanzierungskosten verteuern und dies die Werte aufgrund der rückläufigen Nachfrage negativ beeinflusst.²⁶ Umgekehrt – und dieser Effekt ist gegenwärtig sichtbar – heizt ein sinkendes Zinsniveau die Nachfrage nach Immobilien an. Da Inflations- und Zinsniveau regelmäßig eine gleichgerichtete Entwicklung aufweisen ist dies ein Argument gegen die These, dass steigende Inflation die nominalen Immobilienpreise nach oben treibt und somit die Immobilienrendite zunimmt. *Demary und Voigtländer* führen in diesem Kontext aus,

²⁵ Vgl. Koniarski, T. und Sebastian, S. (2014), S.1, S.14, S. 17.

²⁶ Vgl. Jäger, M. und Voigtländer, M. (2007), S. 26 ff.

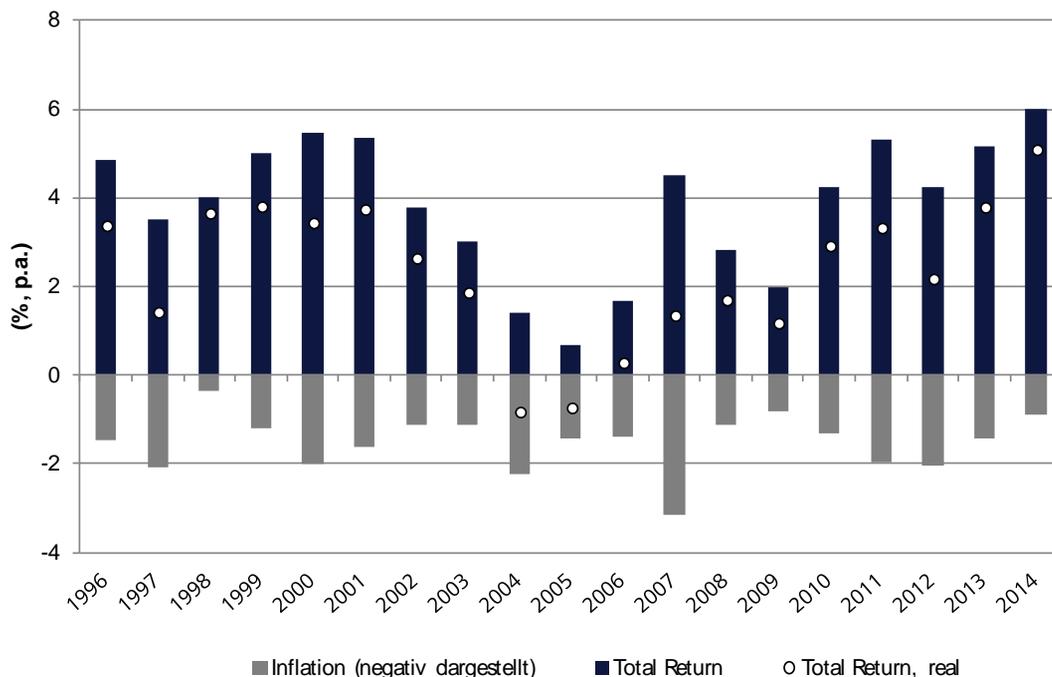
dass diese *Fisher-These* (d.h. steigende Inflation führt zu steigenden nominellen Immobilienpreisen) im Ergebnis oft nicht bestätigt werden konnte.²⁷ Wesentlich ist somit, dass die Realwirtschaft floriert und letztlich steigende Mieten die Werte positiv beeinflussen.

In der praktischen Durchführung derartiger Studien erwies sich insbesondere in frühen Jahren die Datenbeschaffung als zentrale Herausforderung. Die Datenverfügbarkeit und -qualität relevanter Zeitreihen in der Immobilienwirtschaft hat sich jedoch in den letzten 10 Jahren deutlich verbessert hat.

In Bezug auf das *finale Risikoverständnis*, also die Eignung von Immobilien zur Vermeidung negativer Realverzinsung während der gesamten Haltedauer, kommen als Analyseinstrumente unterschiedlichste *Verlustrisikomaße* (*Shortfallmaße* wie *VaR* etc.) zum Einsatz.²⁸ Bei der Beurteilung historischer Datensätze werden dabei oftmals überlappende sukzessive Anlagezeiträume untersucht, um der Herausforderung begrenzter Zeitreihen entgegenzuwirken. Auch hierbei schneiden unterschiedliche Immobilienanlagen zum Teil sehr gut im Vergleich zu anderen Anlageklassen ab.²⁹

Abbildung 2 stellt die tatsächliche Entwicklung der realen Verzinsung (hier in Form des sog. *Total Returns* (real) gem. MSCI –IPD) während eines langen Zeitraums in Deutschland dar:

Abbildung 2: Entwicklung der realen Verzinsung Deutschland



Quelle: Eigene Darstellung bereitgestellt von MSCI – IPD / hier: reale Verzinsung von Immobilienanlagen

²⁷ Vgl. Demary, M. and Voigtländer, M. (2009), S. 4.

²⁸ Vgl. Sebastian, S. (2003), S. 189ff.

²⁹ Vgl. Sebastian, S. (2003), S. 215ff. Koniarski, T. und Sebastian, S. (2014).

Die Abbildung zeigt, dass über die Periode von 18 Jahren die realen Immobilienrenditen bis auf zwei Krisenjahre positiv waren und somit im Ergebnis gegen die Inflation geschützt haben. Bei einem durchschnittlichen Total Return über den betrachteten Zeitraum i.H.v. 3,7 % konnte bei einer durchschnittlichen Inflationsrate von 1,5 % eine reale Verzinsung von im Durchschnitt 2,2 % realisiert werden. Ein Vergleich mit anderen Ländern wie bspw. UK zeigt ein, von der Struktur ausgehend, analoges Bild, d.h. im Regelfall deutlich positive Realverzinsungen. Allerdings wird auch die unterschiedliche Marktstruktur schnell deutlich. So konnten in UK im selben Zeitraum deutlich höhere Inflationsraten (von durchschnittlich 3,0 %) und auch höhere nominale Total Returns (von durchschnittlich 9,0 %) festgestellt werden. Einschränkend muss hierzu angemerkt werden, dass es sich bei den IPD/MSCI Daten im Regelfall um sehr gute Objekte in vorteilhaften Lagen handelte. Im Umkehrschluss gab es somit in dem og Zeitraum auch Regionen und Bestände, deren reale Werte über einen längeren Zeitraum sanken.

Fazit zum Inflations- und Deflationsschutz von Immobilien

Im Wesentlichen kann festgestellt werden, dass Immobilien in der Gegenüberstellung zu anderen Anlagen, wie Aktien oder Anleihen, tendenziell besser vor Inflationsrisiken schützen. Dies gilt bei einer Durchschnittsbetrachtung und insbesondere bei längerfristiger Anlage. Grund dafür ist die Möglichkeit durch Erhöhung der Nominalbeträge (Mieteinnahmen und Verkaufserlöse) eine konstante Realverzinsung zu generieren. Im deflationären Umfeld ist bei Immobilien mit sinkenden nominellen Rückflüssen zu rechnen, was für institutionelle Investoren - deren Verpflichtungen *ceteris paribus* nominal konstant sind - zu Liquiditätseinbußen führen kann. Hier bieten Finanzanlagen, insbesondere festverzinsliche Wertpapiere, den besseren Schutz.

3. Aktuelle (immobilien-) wirtschaftliche Lage

Michael Müller, Deloitte & Touche GmbH sowie Dr. Frank Pörschke und Helge Scheunemann, Jones Lang LaSalle GmbH

Die konjunkturelle Entwicklung ist getrieben durch eine Vielzahl an volkswirtschaftlichen Variablen. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass die wirtschaftliche Lage in Zeiten fortschreitender Globalisierung durch komplexere Zusammenhänge geprägt ist, als es in der Vergangenheit der Fall war. Aus diesem Grund ist es von Interesse, die zukünftigen Konjunktureinschätzungen für die Immobilienwirtschaft und darüber hinaus gleichermaßen das finanzwirtschaftliche Umfeld auf internationaler, europäischer und nationaler Ebene eingehender zu betrachten.

a. Globale Perspektive

Globaler Aufschwung weiterhin verhalten

Die aktuelle Botschaft des *Internationalen Währungsfonds (IWF)*-Berichts³⁰ über die Weltwirtschaft läutet einen eher pessimistischeren Ton ein. Die Studie bestätigt, dass zum Jahresbeginn hin nicht nur die Erholung uneinheitlich ist, auch die Risiken eines Rückgangs der weltweiten Wirtschaftsleistung erhöhen sich. Die nüchterne Einschätzung des IWF ist jedoch keine radikale Neubewertung, da die Frühjahrsprognosen lediglich leicht nach unten korrigiert wurden. Sie spiegelt größtenteils die Besorgnis über eine Erholung wider, die langsamer als erwartet voranschreitet und die sich von den Rückschlägen des 1. Halbjahres 2014 erholen muss. Zudem lastet nach wie vor das Erbe der weltweiten Finanzkrise in den Industrieländern immer noch wie ein Bremsklotz auf der möglichen Konjunkturlokomotive.

Die entscheidende Frage bleibt: Deuten die aktuellen Entwicklungen auf eine Abschwächung (d.h. eine Verschnaufpause des Aufschwungs) oder gar auf einen Rückfall in eine Wirtschaftskrise hin? Aktuell herrscht weitgehend Konsens darüber, dass es sich lediglich um eine Abschwächung handelt. In den meisten Industrieländern ist für 2015 höchstwahrscheinlich mit einer Zunahme der Dynamik zu rechnen, auch wenn der Aufschwung in den meisten Fällen moderat ausfällt. Des Weiteren haben sich die Prognosen der einzelnen Länder seit dem letzten Quartal nur marginal verändert.

Wachstumsimpulse aus den USA

Insgesamt hat es in der Weltwirtschaft 2014 einen Wandel gegeben. Seit der Finanzkrise kamen die Wachstumsimpulse vor allem aus den Schwellenländern. Im zurückliegenden Jahr kamen sie eher aus den Industrieländern, hier vor allem aus den USA und dem Vereinigten Königreich. Einige Schwellenländer wie Brasilien kämpfen mit hausgemachten Problemen,

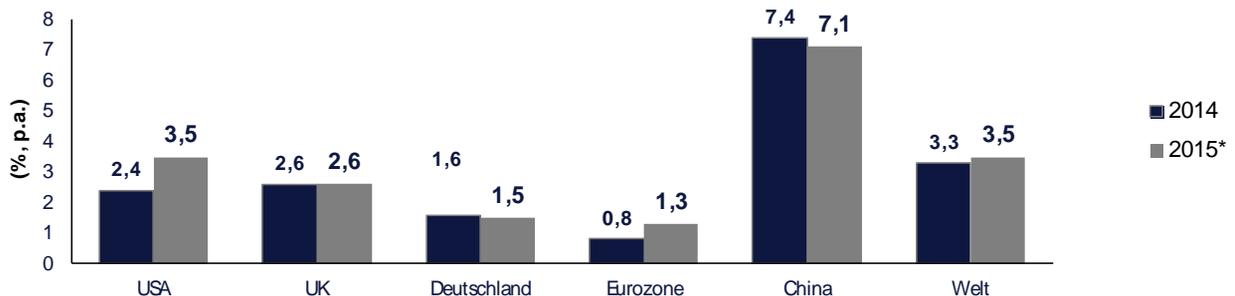
³⁰ Vgl. IWF Jahresbericht (2014), S. 14ff.

während China bewusst seine früheren Wachstumsraten nicht erreichen will, um seine Wirtschaft binnenorientierter und nachhaltiger zu gestalten.

2015 wird die Weltwirtschaft insgesamt durch die jüngsten Entwicklungen des Ölpreises unterstützt, der zwischen Sommer und Jahresende 2014 um mehr als ein Drittel gefallen ist. Dies wird allerdings gleichzeitig die rohstoffexportierenden Volkswirtschaften, vor allem Russland und lateinamerikanische Staaten, unter Druck setzen. Die Schwellenländer insbesondere in Asien sollten leicht dynamischer wachsen als 2014 und China seinen etwas niedrigeren Wachstumspfad fortsetzen.

Die USA, und auch das Vereinigte Königreich, werden voraussichtlich 2015 die Lokomotive der Weltwirtschaft bleiben. Getragen, wie schon im Vorjahr, vom privaten Konsum, der wiederum auf einer verbesserten Lage auf dem Arbeits- und Immobilienmarkt beruht sowie sinkenden Energie- und Rohstoffpreisen, dürfte sich die Konjunktur weiterhin dynamisch entwickeln. Allein in den USA wurden im Jahr 2014 ca. 3 Mio. Arbeitsstellen neu geschaffen – der höchste Wert seit 15 Jahren. Insgesamt kann man eine leichte Beschleunigung für das weltwirtschaftliche Wachstum und eine deutliche für den Welthandel erwartet (vgl. Abbildung 3).

Abbildung 3: Weltwirtschaftswachstums in 2014 und Prognose 2015



Quelle: Eigene Darstellung, * Prognose, Datenquelle: Europäische Kommission, Eurostat (02.2015) .³¹

Zentralbanken kämpfen mit der zukünftigen Ausrichtung der Geldpolitik

Mit der konjunkturellen Erholung in den USA, hat sich die Spekulation darüber verschärft, ob und wann die US-Notenbank die kurzfristigen Zinsen erhöhen wird. Die US-Notenbank ist bemüht, klare Signale zu geben, fürchtet jedoch die Reaktionen auf dem Markt. Überwiegend wird damit gerechnet, dass die US-Notenbank die Zinsen frühestens im 3. Quartal 2015 erhöhen wird. Die anfängliche Steigerung dürfte im Fall einer Anhebung bei 25 *Basispunkten* (BP) liegen, gefolgt von einer weiteren schrittweisen Erhöhung. Die US-amerikanische Wirtschaft

³¹ Anmerkung: In März 2015 haben diverse Organisationen für Deutschland ihre Prognose angehoben: Bundesbank 1,5 %, ifW 1,8 %, IWH 2,0 %.

scheint robust genug zu sein, um eine Anhebung des Zinsniveaus zu überstehen. Trotzdem wird befürchtet, dass diese Änderung andere schwächere Volkswirtschaften, wie beispielsweise die Schwellenmärkte und Teile Europas, aus dem Gleichgewicht bringen könnte.

Hinzu kommt, dass der Dollar gegenüber dem Euro stark aufgewertet hat, was vor allem die exportorientierten Unternehmen in den USA belastet. Sollte der Dollar noch stärker zulegen, wären die Effekte ähnlich wie bei einem Drehen an der Zinsschraube.

In diesem Fall wäre die Notwendigkeit der *Federal Reserve Bank* (Fed) größer die expansive Geldpolitik länger aufrecht zu erhalten. Während die Abwertung der eigenen Währung in der Vergangenheit hauptsächlich der Stimulierung der Exportwirtschaft und damit der Konjunkturbelebung galt, tritt nunmehr die Deflationsbekämpfung verstärkt in den Vordergrund. In diesem Kontext wird bereits von sog. *Währungskriegen* gesprochen (vgl. auch Abschnitt 5). Großbritannien ist mit ähnlichen Problemen wie die USA konfrontiert. Die Botschaften der *Bank of England* sind eher gemischt, was zu einer Erhöhung der Unsicherheit beiträgt. Im Sommer 2014 war der britische Aufschwung so weit fortgeschritten, dass von einer Zinserhöhung noch vor Ende des Jahres auszugehen war. Seitdem hat die Bank of England einen vorsichtigeren Ton angeschlagen, da erneut beunruhigende Anzeichen aus dem Euroraum und eine Abkühlung des britischen Wohnungsmarktes zu einer Lockerung des Drucks auf die Zinsen beigetragen haben. Es besteht Konsens darüber, dass eine leichte Zinserhöhung erst eintreten wird, wenn sich klare Signale aus den USA abzeichnen.

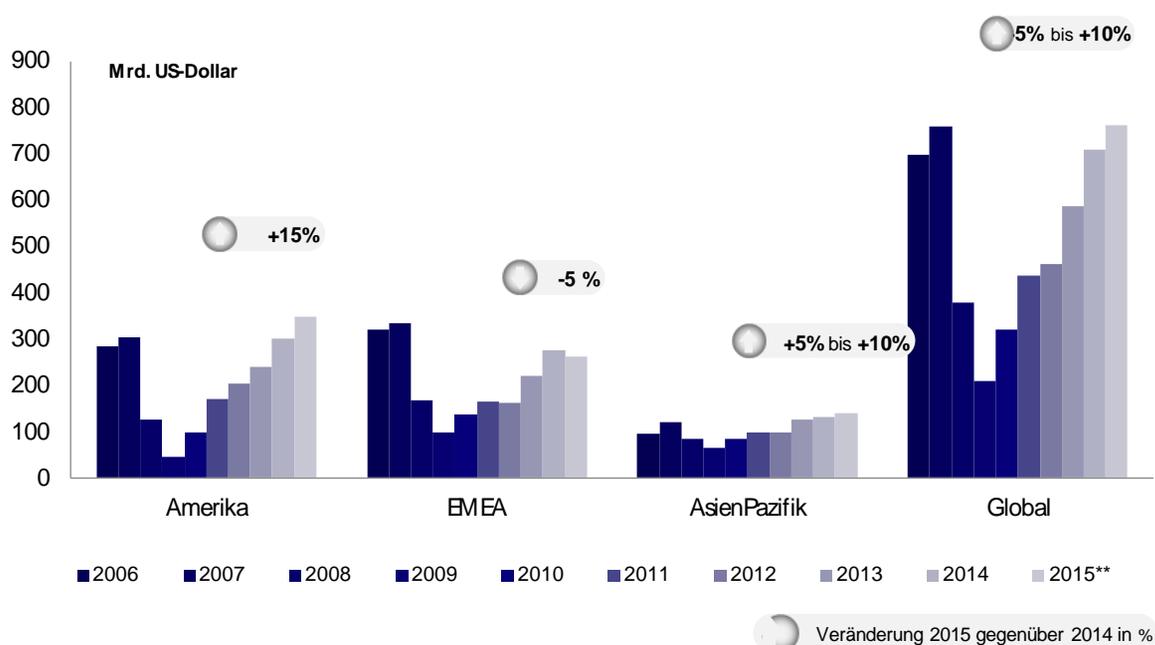
In Kontinentaleuropa wird derzeit nicht über Zinserhöhungen spekuliert. Hier sind die Inflationsraten niedriger (+ 0,5 %) ³² und der wirtschaftliche Aufschwung ist weniger stabil. Nach zahlreichen Zinsanpassungen im Juni 2014, leitete die EZB im September 2014 weitere stimulierende Maßnahmen ein. Anfang März 2015 startete dann das sog. *Quantitative Easing* (QE) im Euroraum, also der Ankauf von Staatsanleihen (vgl. Abschnitt 5).

Auswirkungen und Konsequenzen für die gewerblichen Immobilienmärkte

Die globale Immobilien-Investmentlandschaft bleibt sehr dynamisch. Trotz wachsender geopolitischer und wirtschaftlicher Unsicherheit, fließt eine erhebliche Kapitalmenge in Gewerbeimmobilien. Sofern sich die existenten Risiken nicht erhöhen bzw. manifestieren, kann man davon ausgehen, dass das Jahr 2015 ein weiteres dynamisches Jahr werden wird; allerdings mit einem geringeren Tempo (vgl. Abbildung 4).

³² Vgl. Deutsche Bundesbank (2015), S. 1ff.

Abbildung 4: Globale gewerbliche direkte Immobilientransaktionen (> 5 Mio. US Dollar)



Quelle: Eigene Darstellung bereitgestellt JLL / ** Prognose

Immobilien-Investments sind gegenwärtig sehr beliebt und das Engagement in diese Anlageklasse steigt weiterhin bei fast allen Investoren. Dies ist auch Resultat der Entwicklungen anderer Anlagealternativen. Aktienmärkte sind hochvolatil und Anleihemärkte teilweise überhitzt oder bieten eine nur geringe Verzinsung. Staatsanleihen vieler bonitätsstarker Länder weisen aktuell eine negative Nominalverzinsung auf. Hier sind Kurssteigerungen aufgrund weiterer Zinssenkungen die einzige Renditequelle der Anleger bleibt. So gesehen bleibt eine relativ attraktive Spanne zwischen Immobilienrenditen und Finanzierungskosten, trotz des weiteren Rückgangs der Immobilienverzinsung aufgrund der anhaltend hohen Nachfrage (sog. *Yield Compression*).

Starke Nachfrage drückt weiter auf die Spitzenrenditen

Das Interesse der Investoren ist diversifiziert und konzentriert sich auf verschiedene Länder, Assetklassen und –größen. Zahlreiche großvolumige Portfolio- und Einzeltransaktionen treiben das Investitionsvolumen in die Höhe. Ein scharfer Wettbewerb in den *Core*-Märkten führt zu teilweise neuen Renditetiefständen und rückt B-Lagen oder B-Städte stärker in den Fokus der Betrachtung. Dennoch gilt nach wie vor, dass vor allem die vier globalen „Megacities“ – London, New York, Tokio und Paris – weiterhin erhebliche Investitionsaktivitäten auf sich vereinen (rund ein Fünftel des weltweiten Investitionsvolumens). Daneben fällt auf, dass neben New York weitere nordamerikanische Metropolen, sog. „*Gateway-Städte*“, zunehmend unter den Topstandorten auftauchen. Derzeit befinden sich sechs der Top Ten Immobilien-Investment-Märkte in den USA: Los Angeles, Boston, San Francisco, Chicago und Washington DC weisen in diesem Kontext große Investitionsvolumen auf.

Transaktionsvolumen weltweit auf Rekordniveau

Renditen für erstklassige Gewerbeimmobilien in den wichtigen Weltmärkten entwickeln sich abermals mit einer moderaten Renditekompression auch im 2. Quartal 2015. Die stärkste Renditekompression verzeichnen die B-Städte in den USA und Europa, da diese Märkte aufgrund des zunehmenden Mangels an Core-Produkten bzw. des hohen Pricings in diesem Segment immer mehr in den Fokus von Investoren rücken.

Das Kreditumfeld ist für die Aufrechterhaltung dieser Dynamik nach wie vor sehr günstig, eine Kreditklemme, wie in anderen Bereichen der Wirtschaft zu befürchten, ist für die Immobilienmärkte nicht zu erkennen. So gesehen kann von einem weiteren Anstieg des Investitionsvolumens 2015 im Bereich von bis zu 10% ausgegangen werden. Damit würde in diesem Jahr ein globales Investitionsvolumen von über 750 Mrd. US-Dollar erreicht werden.

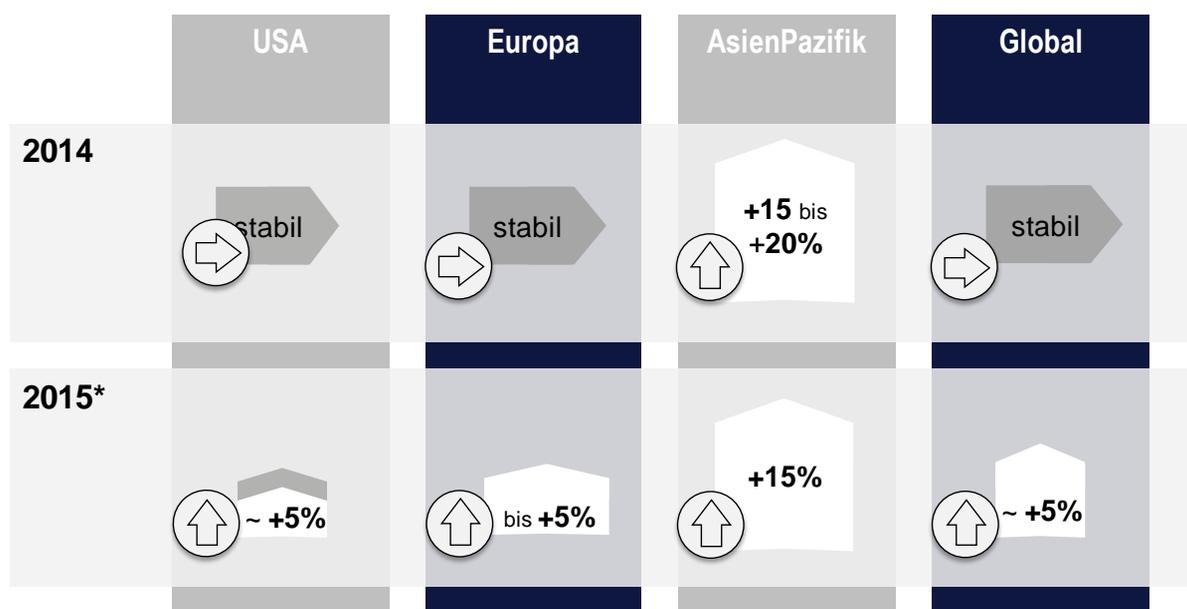
Globale Mietmärkte weniger euphorisch

Eine gewisse Unsicherheit bleibt aber auf der Vermietungsseite. Corporates reagieren unterschiedlich auf die gemischten Signale der Weltwirtschaft. Auf den Vermietungsmärkten zeichnet sich eine vielfältige Dynamik, unterschiedliche Stimmung und Performance ab. Getragen wird ein verhaltener „Aufschwung“ von den Märkten in den USA, London und Teilen Asiens. Aufgrund mangelnder qualitativ hochwertiger Flächen sind die Möglichkeiten für die Mieter in vielen Märkten eingeschränkt.

Die Rahmenbedingungen für die Büovermietungsmärkte erholen sich in den USA deutlich. Hier hat die Nettoabsorption den Höchststand des aktuellen Zyklus erreicht, und die Mieteraktivitäten breiten sich auf die B-Städte aus. London verzeichnet beinahe ein Rekordumsatzvolumen. Demgegenüber ist in Kontinentaleuropa die Dynamik eingetrübt, inmitten erneut aufkeimender wirtschaftlicher Unsicherheiten. Der Aufschwung in den Vermietungsmärkten in der Asiatisch-Pazifischen Region ist uneinheitlich. Allerdings liegt das Umsatzvolumen in allen Regionen bis dato 16 % über dem Vorjahresniveau. In China stammt das Gros der Nachfrage von chinesischen Firmen und in Indien sind die Technologieunternehmen führend. Manila ist Spitzenreiter unter den Wachstumsmärkten Südostasiens, da Unternehmen auf kostengünstige Standorte ausweichen und damit ihr Betriebsrisiko diversifizieren.

Weltweit betrachtet lag das Vermietungsvolumen im Jahr 2014 auf einem ähnlichen Niveau wie im Vorjahr. Aufgrund einer steigenden, durch Expansion bedingten Nachfrage fällt jedoch die Nettoabsorption verglichen mit dem Vorjahr um rund 30 % höher aus. Es ist davon auszugehen, dass sich die Vermietungsvolumen im Jahr 2015 stetig verbessern werden (bis zu 5 % im Jahresvergleich). Unterstützt wird dies von einem anhaltenden Weltwirtschaftswachstum sowie von steigenden Mitarbeiterzahlen und Investitionsausgaben. Abbildung 5 zeigt exemplarisch die Vermietungsleistung der globalen Büroimmobilienmärkte auf.

Abbildung 5: Vermietungsleistung Büro der Jahre 2014 und 2015



Quelle: Eigene Darstellung bereitgestellt JLL / 24 Märkte in Europa; 25 Märkte in AsienPazifik; 44 Märkte in den USA; Asien ausschließlich Kategorie A-Flächen / *Prognose

Die globale Leerstandsquote für Büroflächen (aus 98 Märkten) ist zum ersten Mal in diesem Zyklus unter die 13 %-Marke gerutscht. Die wachsende Angebotsverknappung löste eine weitere Zunahme der Bauaktivität aus und global betrachtet ist davon auszugehen, dass das Fertigstellungsvolumen im Jahr 2015 verglichen mit 2014 rund 25 % höher ausfallen wird. Ein noch größeres *Neubauvolumen* wird in 2016 erwartet. Sinkende *Leerstandsquoten*, zusammen mit einem Zeitraum von 12 bis 18 Monaten bis zur nächsten Fertigstellungswelle von neuen Büroflächen, sollten im Jahr 2015 in den meisten wichtigen Büromärkten für eine Mietpreiserhöhung sorgen. JLL geht von einem beschleunigten Mietwachstum in den Spitzenlagen (in 25 wichtigen Büromärkten) von derzeit 3 % auf 4 bis 5 % in 2015 aus. 2015 werden Tokio und Peking die beste Performance bieten mit einem gleichzeitigen Rückgang der Leerstandsquoten. Daneben werden einige wichtige US-amerikanische Städte ein Comeback erleben (u.a. Boston, Chicago, Los Angeles, New York und San Francisco).

Ausblick: Nachfrage nach Immobilienanlagen wird weiter steigen

Die *Kapitalwertsteigerungen* (für *Core-Immobilien* aus 25 Märkten) notierten in 2014 bei jährlich rund 8 – 9 %. Für 2015 wird eine abermalige Zuwachsrate von ca. 4 – 5 % prognostiziert. Für Tokio, Peking, Sydney sowie die amerikanischen „Gateway-Städte“ werden in den kommenden 12 Monaten die größten Kapitalwertsteigerungen erwartet. Die Anfangsrenditen für *Core-Immobilien* in den präferierten Investmentstandorten liegen aktuell wieder auf Rekordniveau. Sog. *Trophy-Immobilien* in New York und San Francisco erzielen Anfangsrenditen von teilweise unter 3 %.

Angesichts der anhaltenden geringen Verzinsung alternativer Anlageprodukte infolge des Rekordtiefs bei den Renditen von Staatsanleihen ist kurz- bis mittelfristig nicht von einem Nachlassen des Preisdrucks auszugehen. Hinzu kommt die enorme Nachfrage von Staats- und Pensionsfonds, beispielsweise aus Norwegen, Katar, China und Singapur oder auch von Versicherungen aus China, die vom Wegfall staatlicher Beschränkungen profitieren. Die chinesische Regierung lockert sukzessive die Beschränkungen für Investitionen im Ausland und institutionelle Investoren aus Asien sowie dem anglo-amerikanischen Raum profitieren bei Investitionen in Büromärkte des Euroraums aufgrund des schwachen Euro von der zunehmenden Zinsdifferenz.

Der gigantische Kapitaldruck wird durch die folgenden Zahlen noch untermauert. Im Jahr 2004 haben die öffentlichen und privaten Haushalte weltweit rund 8 Billionen US\$ gespart. Prognosen gehen davon aus, dass sich dieser Wert bis zum Jahr 2022 auf dann rund 37 Billionen US\$ verfünffachen wird. China wird dann mit fast 40 % den größten Anteil daran haben mit deutlichem Abstand zu den USA mit 12 %. Gleichzeitig beabsichtigen die meisten Staats- und Pensionsfonds ihre *Immobilienquote*, die im Mittel aktuell bei rund 6 % liegt, in den nächsten Jahren weiter auszubauen.³³ Der Kapitalstrom in die Anlageklasse Immobilien wird also nicht nachlassen, im Gegenteil, er dürfte in den nächsten Jahren weiter deutlich zunehmen.

Insgesamt ist eine zunehmende Diskrepanz zwischen den Investmentmärkten und den Vermietungsmärkten feststellbar. Während der Anlagemarkt aufgrund von niedrigen Zinsen, einem Mangel an Alternativen, steigenden Immobilienquoten und neuen Kapitalquellen, wie bspw. China, immer neue Höchststände erreicht, zeigt der Vermietungsmarkt deutlich Spuren der nur verhaltenen Erholung der Realwirtschaft in den meisten Ländern.

b. Europäische Perspektive

Europäische Wirtschaft seit 2008 ohne signifikanten Aufschwung

In der Eurozone sollte das Jahr 2014 die konjunkturelle Wende bringen. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise vor nunmehr 6 Jahren war die bisherige wirtschaftliche Entwicklung bereits von einer zweifachen *Rezession* gekennzeichnet sowie von Aufschwüngen, die jeweils hart an der Grenze zur *Stagnation* verliefen. Die von Prognosen gestützte Hoffnung zu Beginn des Jahres 2014 bestand im Kern darin, dass sich der wacklige Aufschwung, welcher Ende 2013 begonnen hatte, weiter verfestigt und deutlich an Dynamik gewinnt. Mitte 2014 zeigte sich, dass diese optimistischen Prognosen zunehmend unhaltbar wurden und schrittweise nach unten revidiert werden mussten, so dass am Ende ein marginales Wachstum für die Eurozone

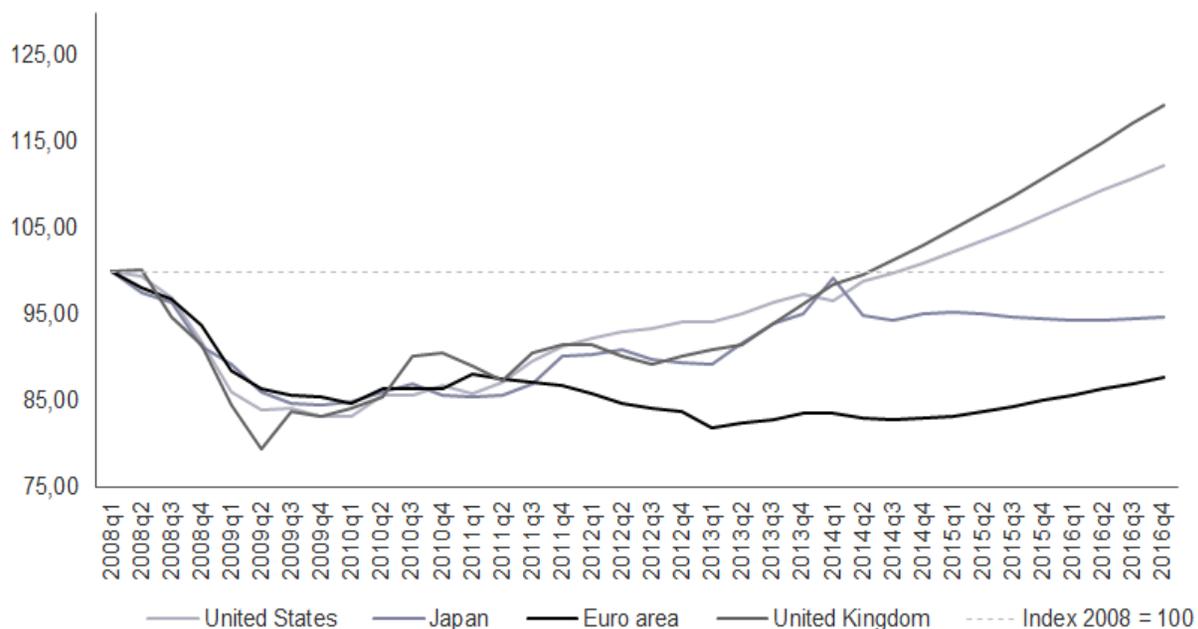
³³ Vgl. Fixsen (2014), S.8.

steht (0,8 %).³⁴ Während sich privater Konsum und Exporte weitgehend gemäß den Erwartungen entwickelt haben, waren und sind die Investitionen der Unternehmen die Achillesferse des Aufschwungs. Die Investitionstätigkeit entwickelte sich sehr viel schwächer als erwartet. Die Investitionstätigkeit entwickelte sich sehr viel schwächer als erwartet: in der Eurozone nur um 0,6 % statt um 2,3 %, wie in der Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission angenommen.³⁵

Schwache Investitionstätigkeit als Hauptmotiv für Wachstumsschwäche

Externe Faktoren, wie die Ukraine-Krise oder die Konflikte im Nahen Osten haben 2014, welche die Investitionstätigkeit behindert haben. Allerdings belasten geringe Investitionen die Europäische Wirtschaft nicht erst seit 2014. Die Investitionen in der Eurozone sind, trotz der expansiven Geldpolitik der EZB, weit von ihren Werten vor Beginn der Finanzkrise entfernt. Beispielsweise liegen die Investitionen 2014 um 17 % niedriger als 2008 (siehe Abbildung 6).³⁶ Diese Investitionslücke belastet den Aufschwung in der Eurozone erheblich.

Abbildung 6: Entwicklung gesamtwirtschaftlicher Investitionen 2008 bis 2016



Quelle: Eigene Darstellung bereitgestellt von Deloitte; ab Q2.2015 als Forecast / Datenherkunft: OECD Economic Outlook November 2014 / (2008 = 100)

³⁴ Vgl. www.de.statista.com.
³⁵ Vgl. www.ec.europa.eu.
³⁶ Vgl. www.oecd.org.

Die Konjunktur in der Eurozone sollte sich 2015 etwas besser entwickeln als im Vorjahr, wenn auch nach wie vor auf sehr moderatem Niveau. Die Exporte der Eurozone dürften von einem soliden Welthandel ebenso wie vom schwachen Euro profitieren. Der private Konsum dürfte weiter moderat steigen, nicht zuletzt dank einer etwas besseren Arbeitsmarktsituation in der Eurozone, steigendem Konsumentenvertrauen und niedrigeren Energiepreisen. Die Investitionstätigkeit ist nur schwer zu prognostizieren, wird aber die Stärke des Aufschwungs entscheidend beeinflussen.

Internationale Spannungen und Krisenländer dämpfen Aufschwung

Eine Verschärfung der geopolitischen Spannungen würde den Ausblick deutlich negativ beeinflussen, vor allem deshalb, weil der Aufschwung in der Eurozone noch nicht selbsttragend ist. Europa als Ganzes bleibt im globalen Kontext hinter den stark wachsenden Regionen klar zurück, dennoch wird auch in der Eurozone weiterhin gem. der amtlichen Schätzungen, ein moderater Aufschwung im gesamten Jahr 2015 von maximal 1,3 % erwartet.³⁷ Je nach Investitionsbereitschaft der Unternehmen sind deutliche Abweichungen nach unten oder oben zu erwarten. Vor allem die rezessiven Tendenzen in Italien und die schwache Konjunktur in Frankreich verhindern gegenwärtig eine stärkere Erholung.

Auch besteht weiterhin ein Volumen von über 580 Mrd. EUR an ausgefallenen oder in Schiefelage befindlichen Immobilienkrediten in Europa.³⁸ Im Fall eines erlösoptimalen Abbaus könnten diese Objekte auch zu einem Preisdruck in den jeweiligen Ländern führen.

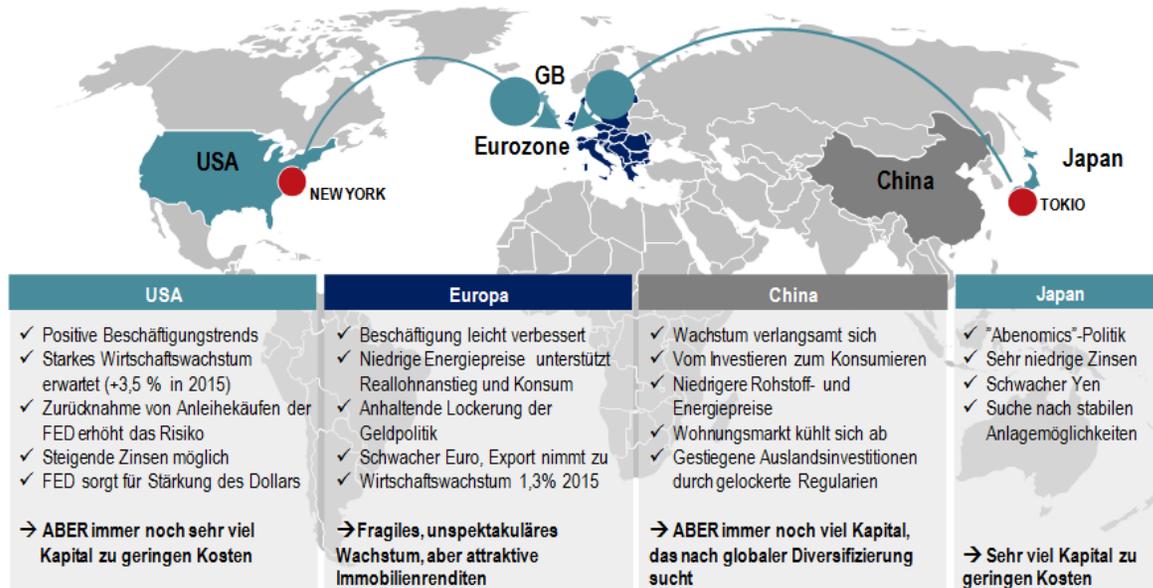
Widerspruch: Boom am Immobilienmarkt vs. schwache Konjunktur

Die eher schwache Verfassung der gesamteuropäischen Konjunktur steht in teilweiseem Gegensatz zum Immobilieninvestmentmarkt, der sich unter dem Einfluss niedriger Zinsen und einem starkem Zufluss internationalen Kapitals sehr gut entwickelt hat. Abbildung 7 verdeutlicht das internationale Wirkungsgeflecht.

³⁷ Vgl. www.de.statista.com

³⁸ Vgl. Short (2014), S.47.

Abbildung 7: Attraktivität Europas für Investmentkapital



Quelle: Eigene Darstellung bereitgestellt von JLL / Datenquelle: Oxford Economics.

In Europa gab die Rendite in acht europäischen Märkten nach. In den Core-Märkten gab das Renditeniveau nach und liegt nun fast auf Höhe des letzten Spitzenwerts von 2007. Investoren erweitern deshalb weiterhin ihren Anlagefokus, so dass mittlerweile auch die Renditen in den sich erholenden Märkten, wie beispielsweise Madrid, Barcelona, Mailand und Dublin bereits wieder nachgegeben haben. Eine Ausnahme ist Moskau; hier haben politische Unsicherheit und eine Eintrübung der wirtschaftlichen Aussichten zu steigenden Renditen beigetragen.

c. Deutsche Perspektive

Auch wenn die Immobilienkonjunktur gegenwärtig vorteilhaft erscheint, dürfen die vorgenannten geopolitischen und aus dem europäischen Kontext erwachsenen Unwägbarkeiten nicht unterschätzt werden.

Die Verfassung der deutschen Wirtschaft ist gut und hebt sich klar positiv vom Rest Europas ab. Die Konjunktur in Deutschland entwickelte sich 2014 ähnlich wie die der Eurozone, wenn auch auf einem höheren Wachstumslevel. Am Anfang 2014 herrschte die Erwartung vor, dass der solide Aufschwung sich fortsetzt, vor allem aufgrund anspringender Investitionstätigkeit. Diese Hoffnung wurde weitgehend enttäuscht, das Wachstum in Deutschland wurde 2014 hauptsächlich vom Konsum getragen und betrug 1,6 %.³⁹

³⁹ Vgl. www.destatis.de.

Auch die Konjunktur 2015 wird entscheidend von der Entwicklung der Investitionen abhängig sein. Für die anderen Komponenten des BIP sind die Aussichten gut. Die Situation auf dem Arbeitsmarkt ist sehr positiv, die realen Einkommen steigen deutlich, so dass der private Konsum deutlich wachsen sollte. Die deutschen Exporte werden vom günstigen Eurokurs profitieren, allerdings wird der gesamte Wachstumsimpuls von der Außenwirtschaft gering sein, da die Importe schneller wachsen dürften.

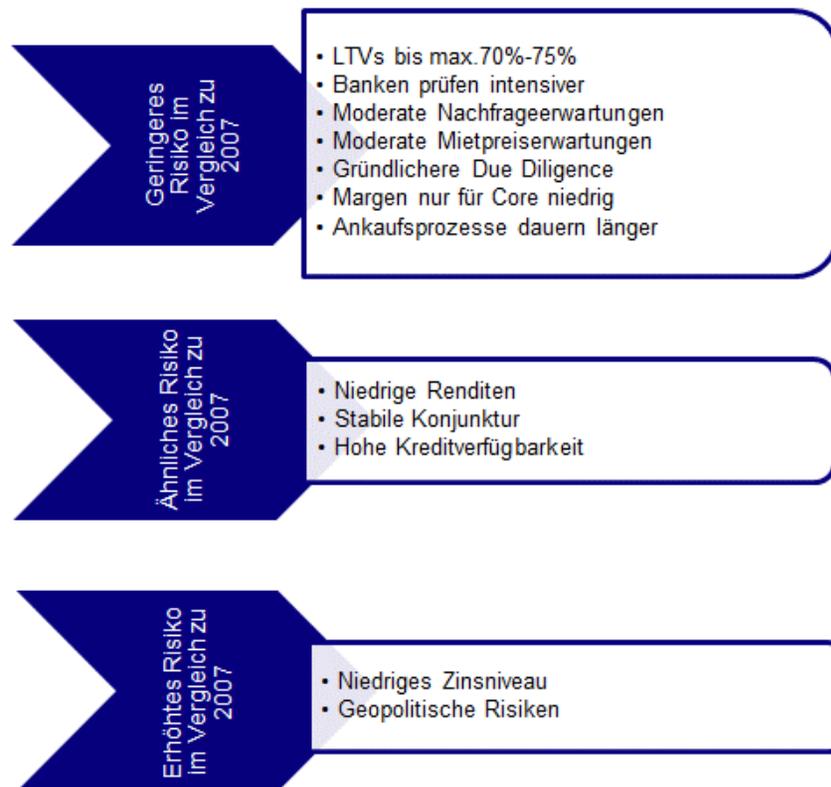
Für Investitionen sind die Rahmenbedingungen in Form des historisch tiefen Zinsniveaus günstig. Die unternehmerischen Wachstumserwartungen sind allerdings 2014 noch nicht in Schwung gekommen - ein Abebben der geopolitischen Risiken würde sehr förderlich wirken. Entscheidend wird sein, ob und wie schnell die aufgeschobenen Investitionen nachgeholt werden. Insgesamt erwarten Experten für Deutschland ein moderates Wachstum von maximal 1,5 % in 2015. Sowohl der Konsum wie auch die Investitionen haben allerdings das Potential für positive Überraschungen.

Gegenwärtig keine grundlegenden Verwerfungen

Der deutsche Immobilieninvestmentmarkt startete mit deutlichem Rückenwind in das Jahr 2015.⁴⁰ Dieser speist sich einerseits aus einer weiterhin enormen Nachfrage internationalen Kapitals nach Anlagemöglichkeiten und andererseits aus einem attraktiven Finanzierungsumfeld. Die schrittweise Senkung des *Hauptrefinanzierungssatzes (Main Refinancing Operations Rate, MRO)* durch die EZB kann als Triebfeder für ein erhöhtes Engagement in die gesamte Assetklasse „Immobilie“ betrachtet werden. Vor dem Hintergrund eines stetig wachsenden Investitionsbedarfs durch einheimische und globale Kapitalsammelstellen, gepaart mit diesem weiterhin niedrigen Zinsniveau, ist auch die Frage nach Überhitzungstendenzen und nach einem Vergleich zum letzten Boom 2006/2007 naheliegend. Konkret geht es um die Frage: Droht uns ein ähnlicher Absturz wie 2008? Damit wird suggeriert, dass die Beurteilungsindikatoren ein ähnliches Muster aufweisen wie 2007. Insgesamt sind zwölf Indikatoren wesentlich für diesen Vergleich (siehe Abbildung 8).

⁴⁰ Vgl. Schier, M. und Voigtländer, M. (2015), S. 57ff

Abbildung 8: Risikofaktoren des deutschen Immobilienmarktes – Vergleich 2007/2008 vs. 2015



Quelle: Darstellung der Unterschiede und Ähnlichkeiten zwischen 2007/2008 und 2014 bereitgestellt von JLL

Ohne auf alle Parameter im Einzelnen einzugehen: Die gegenwärtige immobilienwirtschaftliche Marktlage sieht deutlich anders aus als 2007, weshalb kurzfristig keine mit 2008 vergleichbaren Verwerfungen zu erwarten sind. Wesentliche Kriterien sind dabei momentan drei Faktoren:

- Moderatere Mietpreiserwartungen
- Moderatere Nachfrageerwartungen
- Gründlichere *Due Diligence* Prozesse

Diese lassen sich somit wie folgt zusammenfassen lassen: erhöhte Gründlichkeit in den Ankaufs- und Finanzierungsprozessen und realistischere Erwartungen seitens der Investoren an zukünftige Einkommensströme begrenzen die eingegangene Risiken.

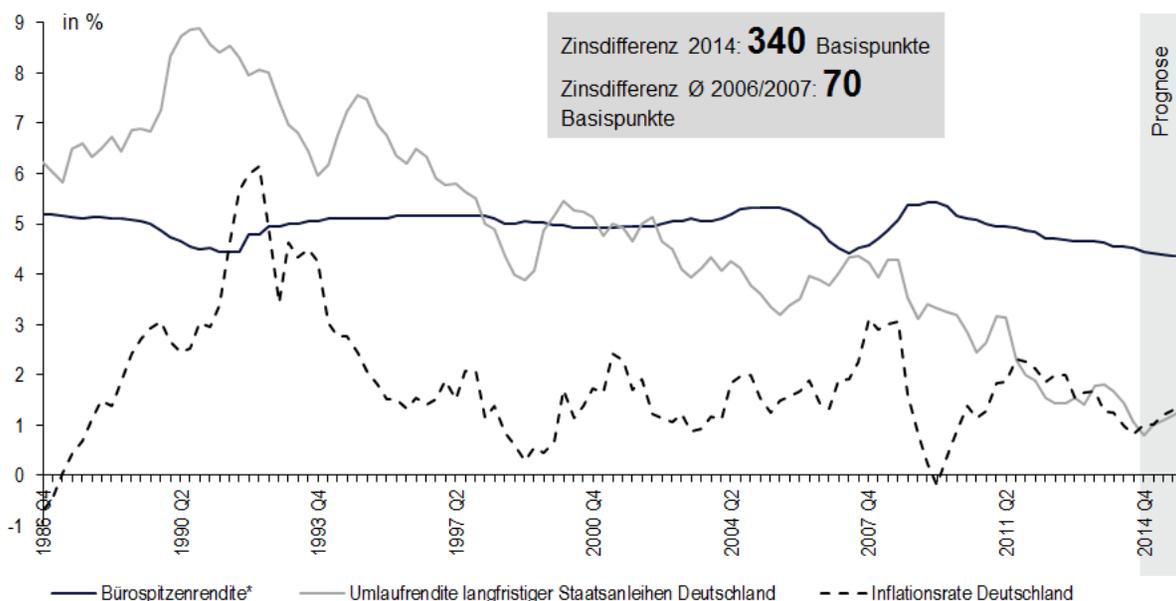
Zinsniveau und geopolitische Risiken mittelfristig als Gefahr

Zwei Aspekte stechen aber dennoch hervor und signalisieren tendenziell ein erhöhtes Risiko auch für den deutschen Immobilienmarkt: Das sehr niedrige Zinsniveau und die geopolitischen Risiken.

Je länger das – insbesondere für Deutschland - zu niedrige Zinsniveau anhält, desto stärker ist die Gefahr von Fehlallokationen und Preisübertreibungen. Hinzu kommt noch eine eher

psychologische Komponente, in der Form, dass sich Investoren an dieses Zinsniveau gewöhnen und entsprechend in ihren Kalkulationen fortschreiben und somit reine Trendexploration betreiben. Das ist ein gravierender Unterschied zu 2007 und anstatt übertriebener Mietpreis-erwartungen könnten nun übertrieben niedrige Zinserwartungen zum Boomerang für die Immobilienkonjunktur werden. Hier bleibt die weitere Entwicklung also abzuwarten. Solange aber die Banken im Neugeschäft den relativen Fremdkapitalanteil der Investments, also ihre sog. *Loan-to-Values* (LTV's), in einer Spanne von 70 % - 80 % halten, sollte dies einen (positiv) dämpfenden Effekt haben. Abbildung 9 verdeutlicht die gegenwärtige *Zinsdifferenz* (sog. *Yield Spread*) im Vergleich zu deutschen Staatsanleihen und belegt damit auch die relative Attraktivität der Immobilienanlagen.

Abbildung 9: „Null-Zins“ Umfeld sorgt für anhaltend hohe Renditedifferenz



Quelle: Eigene Darstellung bereitgestellt von JLL // Durchschnittliche Spitzenrenditen (Nettoanfangsrenditen) für die Städte Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München, Stand: Dezember 2014; Quelle: JLL, Oxford Economics, consensus

Die *geopolitischen Risiken* haben im Jahresverlauf 2014 deutlich zugenommen. Krisenherde, wie bspw. der anhaltende Konflikt in der Ukraine, belasten den allgemeinen konjunkturellen Ausblick und die Sicherheitslage in Europa gleichermaßen. Die konkreten Auswirkungen auf die deutschen Immobilienmärkte sind nur schwer zu abzuschätzen, treffen diese aber eher indirekt und wahrscheinlich in erster Linie über die Konjunktur. Hierbei sticht vor allem der Konflikt mit Russland hervor. Nicht nur aufgrund der relativen räumlichen Nähe, sondern weil die nach Russland-exportierenden Unternehmen durch die ausgesprochenen Sanktionen direkt und unmittelbar in ihrer Ertragslage getroffen werden.

Disparität zwischen Miet- und Investmentmärkten nimmt zu

Der aktuelle Nachfrageboom wird derzeit stark vom niedrigen Zinsniveau beeinflusst. Der deutsche Investmentmarkt profitiert zweifellos von dieser Geldpolitik und aufgrund der relativen ökonomischen Stärke strömt nach wie vor sehr viel Kapital in den „sicheren Anlegehafen“ Deutschland. Eigentlich müsste das deutsche Zinsniveau basierend auf den wirtschaftlichen Basisdaten um mehr als 250 *Basispunkte* (BP) über dem aktuellen Niveau liegen. Damit wird deutlich, dass der Zins seit der Finanzkrise nicht mehr als Gradmesser für die zugrunde liegenden Fundamentaldaten gelten kann.

Diese Trendwende setzt bereits im Jahr 2010 in Form von deutlich steigenden Immobilienpreisen ein.⁴¹ Vor diesem Hintergrund ist in einigen Märkten nunmehr auch in Deutschland eine deutliche Disparität zwischen Miet- und Investmentmärkten zu beobachten. Letztlich müssen sich Marktteilnehmer bewusst sein, dass durch das Zusammenspiel aus Liquidität am Markt, verursacht durch das historisch niedrige Zinsniveau, der damit einhergehenden Nachfrage am Investmentmarkt und den gestiegenen Preisen, die Entwicklung einer erneuten *Immobilienpreisblase* entstehen könnte. Studien bescheinigen Deutschland bisher jedoch bei einer aggregierten Betrachtung noch geringere Risiken in Bezug auf spekulative Übertreibungen und Preisblasen im Vergleich zu anderen europäischen Ländern.⁴²

Im Gegensatz zum Jahr 2008 besteht gegenwärtig die Gefahr durch das weitere Fortschreiben des niedrigen Zinsniveaus auf Investoreseite. Dies kann *ceteris paribus* zum Zeitpunkt einer Zinswende und bedingt durch Finanzierungsstrukturen mit variablen Fremdkapitalzinssätzen zu deutlichen Marktkorrekturen führen.

Veranlagungsstrategie im Umfeld der „Asset Price Inflation“

Wesentlich erscheint es in einem Umfeld der *Asset Price Inflation*, auf wertstabile Standorte und Objekte zu setzen, die auch im Rahmen einer möglichen künftigen Preiskorrektur oder bei einer ggf. in Zukunft wieder veränderten Zinslandschaft keine massiven negativen Korrekturen erwarten lassen. Ergänzend sind auch klassische Instrumente zur Risikovermeidung, wie Diversifikation etc., relevant.

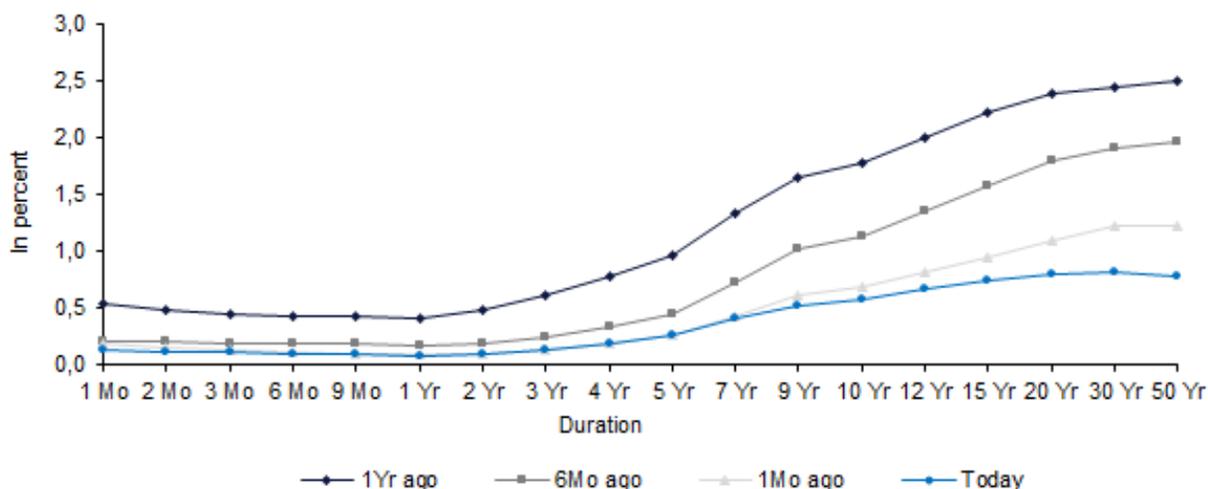
⁴¹ Vgl. Monatsbericht Deutsche Bundesbank (2013), S. 14.

⁴² Vgl. Schier, Voigtländer (2015), S. 57ff

4. Zinswende vs. Deflation – Entwicklung der Leitzinsen sowie Zinsprognosen in Europa und den USA

Seit der Finanzkrise tendierten die Zinsen in den Industrieländern nur in eine Richtung – nach unten auf historische Tiefstände. In den großen Wirtschaftsräumen: USA, Eurozone und Japan stehen die Zinsen zu Beginn des Jahres 2015 sehr nahe bei null. Die folgende Darstellung (Abbildung 10) der sukzessive sinkenden *Zinsstrukturkurve* verdeutlicht diese Entwicklung. Deutlich erkennbar ist auch eine Verflachung der Kurve – historisch sind sehr flache oder *inverse Zinsstrukturkurven*⁴³ ein Indiz für eine rezessive wirtschaftliche Entwicklung gewesen. In der Vergangenheit gab es jedoch auch Beispiele von noch flacheren Verläufen.

Abbildung 10: Entwicklung der Zinsstrukturkurve über die letzten 12 Monate in Europa



Quelle: bereitgestellt von KPMG AG / Datenquelle: Bloomberg, Deka Bank, EURIBOR Betrachtungszeitraum 31.03.2014 bis 31.03.2015

2015 wird wahrscheinlich das Jahr sein, in dem zumindest in einigen Ländern möglicherweise eine andere Richtung eingeschlagen wird. Hintergrund ist die bereits dargelegte zunehmend auseinanderdriftende konjunkturelle Entwicklung in den USA und dem Vereinigten Königreich auf der einen, sowie Japan und der Eurozone auf der anderen Seite. Während die Wirtschaft in den beiden Letzteren zwischen Stagnation und leichtem Aufschwung schwankt, ist die konjunkturelle Entwicklung in den USA und dem Vereinigten Königreich solide und gewinnt an Dynamik.

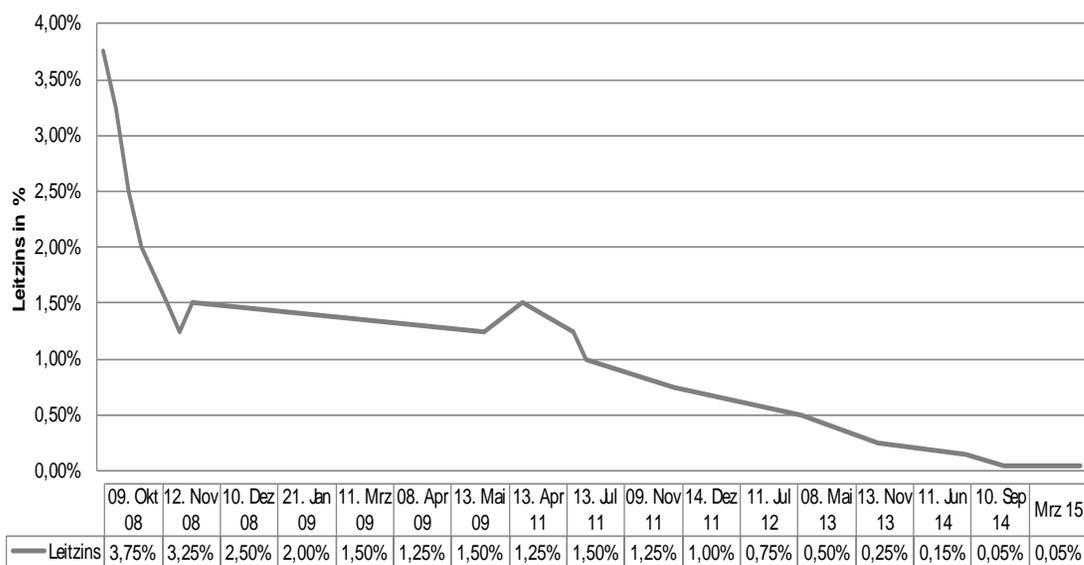
Auch schon 2014 zeigten sich deutliche Unterschiede. So beendete die US-amerikanische Zentralbank ihre Wertpapierkäufe bereits im Herbst, wohingegen die Geldpolitik der EZB – ebenso wie die der japanischen - im Laufe des Jahres zunehmend lockerer geworden.

⁴³ Vgl. Filc, W. (1998): Zu Inversen Zinsstrukturkurven und deren Interpretation.

EZB senkt Leitzinsen - „Minuszins“-Niveau

Um geldpolitische Impulse in der Eurozone zu setzen und die wirtschaftliche Lage damit zu stimulieren, senkte die EZB seit Beginn der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise in 2008 den *Leitzins*, d.h. den *Hauptrefinanzierungszinssatz*, auf ein historisches Allzeittief von 5 BP (ab 10.09.2014). Der EZB-Rat verwies bei den Zinssenkungen wiederholt auf die unerwartete schwächere Entwicklung von Wachstum und Inflation, den eingetrübten zukünftigen Prognoseausblick und auf die damit verbundenen Risiken. Abbildung 11 verdeutlicht den Verlauf der Leitzinssenkungen seit dem Jahr 2008.

Abbildung 11: EZB Leitzinsentwicklung seit Beginn der Krise 2008



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Deutsche Bundesbank Zinsstatistik/ hier: Main refinancing operations rate

Eine hierdurch ermöglichte vergünstigte Weitergabe von Krediten durch Banken an Unternehmen soll theoretisch Nachfrageeffekte nach sich ziehen und damit die Investitionstätigkeit anregen. Der Wirkungsmechanismus der Zinsniveausenkung auf die Immobilienwirtschaft sowie die bis dato eingetretenen realen Effekte werden in den Abschnitten 5 und 6 eingehender beleuchtet.

Die erhofften Wirkungen auf die Realwirtschaft aufgrund der Zinssenkungen reichten bisher nicht aus bzw. bewirkten nicht die gewünschten Effekte. Die EZB hat deshalb neben der Leitzinssenkung noch weitere Maßnahmen zur Stabilisierung und Erholung der Mitgliedsmärkte veranlasst. Ein Zinssatz, die sog. *Einlagefazilität*, zu der Banken Tagesgeld bei den Zentralbanken des Eurosystems anlegen können (*Deposit Facility Rate*), notiert bereits seit 11.06.2014 im Bereich der *Negativzinsen* und beträgt seit 10.09.2014 minus 20 BP. Ziel ist es hierdurch die Liquidität am Interbankenmarkt zu erhöhen. Der negative Einlagezinssatz soll Banken in der Folge dazu incentivieren vermehrt Kredite zu vergeben, anstatt Einlagen bei der EZB vorzuhalten.

Geldpolitische Instrumente der EZB werden ausgeweitet

Desweiteren hat die EZB ein neues Steuerungsinstrument namens *Targeted Long-Term Refinancing Operations* (TLTRO) installiert, um längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und eine Verbesserung der Kreditvergabe an den nicht-finanziellen privaten Sektor des EU-Raums zu ermöglichen.⁴⁴ Zugleich wurde das *ABS Purchase Programme* (ABSPP) und das *Covered Bond Purchase Programme* (CBPP) zum Ankauf von *Asset Backed Securities* (ABS) sowie ungedeckter Schuldverschreibungen initiiert. Diese Maßnahmen werden auch als *Quantitative Lockerung* (Quantitative Easing - QE) bezeichnet, welche erstens zu einer Minderung der Risikoprämien in den Märkten und zweitens zur Erhöhung der Geldbasis der Notenbank führen sollen.⁴⁵ Gleichzeitig kündigte die EZB an ihre Bilanz wieder auf den Stand von Anfang 2012 bringen, was eine Ausweitung der Bilanzsumme - voraussichtlich über Wertpapierkäufe - um circa ein Billion Euro bzw. 50 % bedeuten würde.

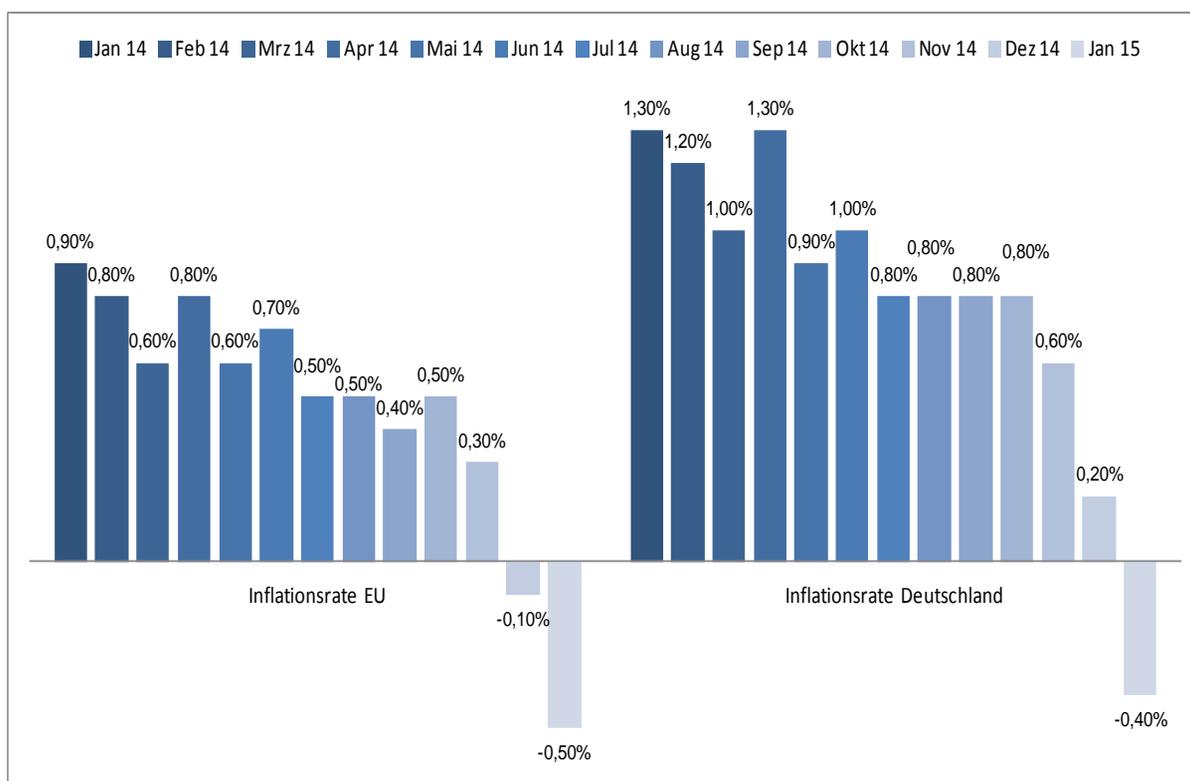
Inflationsrate ging bisher stetig zurück

Damit will die EZB zum einen die schwache Investitionstätigkeit im Eurozone ankurbeln und zum anderen die Entwicklung einer möglichen Deflation verhindern. Die Inflationsrate ist deutlich unter das Inflationsziel von 2,0 % (minus 0,5 % im Januar 2015) zur Erhaltung der Preisstabilität gefallen und einige Indikatoren weisen darauf hin, dass auch die langfristigen Inflationserwartungen weiter sinken. Die gegenwärtig negative Inflation ist insbesondere durch den deutlichen Rückgang der Preise für Mineralölprodukte sowie allgemein Energie verursacht (minus 9,0 % im Jahresverlauf). Nur der Bereich der Dienstleistungen und der Wohnungsmieten nahm mit rund 1,2 % bzw. 1,3 % in der Gegenüberstellung zum Vorjahreszeitraum zu. Die *Kerninflationsrate* - ohne die momentan fallenden Energie- und Nahrungsmittelpreise - notiert höher und bewegt sich nahe einem Prozent. Abbildung 12 skizziert den Verlauf der Inflationsrate im 1-Jahreszeitraum für die Eurozone und Deutschland.

⁴⁴ Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten (2014), S. 136.

⁴⁵ Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten (2014), S. 141.

Abbildung 12: Inflationsrate Euroraum vs. Deutschland (01.2014-01.2015)



Quelle: Eigene Darstellung basierend auf Statista und www.inflationsrate.com

Die Diskrepanz zwischen der Inflationsrate der Eurozone insgesamt und Deutschlands liegt in der unterschiedlichen wirtschaftlichen Erholung der Mitgliedsstaaten begründet.

Im Ergebnis ist es der EZB bisher nicht gelungen, die stetig abnehmende Inflationsrate zu stabilisieren. Die große Ausweitung der Geldmenge M0⁴⁶ konnte nicht in die Realwirtschaft überführt werden, weshalb das Wachstum der Geldmenge M3⁴⁷ weiterhin unter dem eigentlichen Referenzzielwert von 4,5 % pro Jahr notiert. Nur letztere ist jedoch für die Inflation relevant. Aufgrund der strengeren Eigenkapitalvorschriften durch Basel III und die notwendige Bereinigung der eigenen Kreditportfolios haben Kreditinstitute in Europa teilweise sogar die Kreditvergabe reduziert. In den Krisenländern nahm das Kreditvolumen der Geschäftsbanken teilweise mit zweistelligen Raten ab. Die EZB intendiert mit ihrer Geldpolitik Stabilität im gesamten Euroraum zu schaffen. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten in Deutschland würden jedoch bereits seit längerer Zeit auch steigende Leitzinsen rechtfertigen.

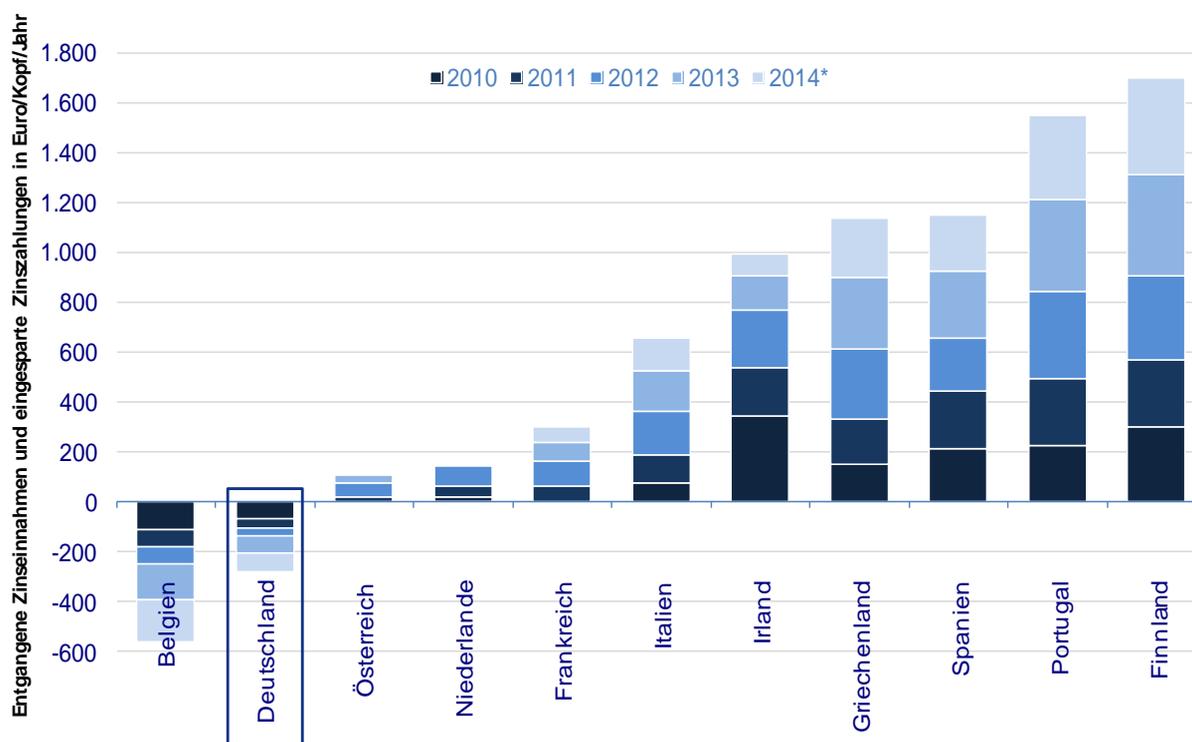
⁴⁶ Anmerkung: Hierbei handelt es sich um die Geldbasis: Banknoten und Münzen, die sich im Umlauf außerhalb des Bankensystems befinden inklusive dem Zentralbankgeldbestand der Kreditinstitute.

⁴⁷ Anmerkung: Die Geldmenge M3 besteht aus Sichteinlagen der Nichtbanken sowie dem gesamten Bargeldumlauf (M1), aus Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu zwei Jahren und Einlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist bis zu drei Monaten (M2) und Anteile an Geldmarktfonds, Rückkaufvereinbarungsverbindlichkeiten, Geldmarktpapieren und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren.

Umverteilung mittels Niedrigzinsen

Das geringe Zinsniveau hat bereits dazu geführt, dass das Geldvermögen der Deutschen (in Höhe von ca. 5 Bio. EUR) in den vergangenen Jahren reale Einbußen hinnehmen musste, da die Spartzinsen noch unter der geringen Inflationsrate notierten und somit eine negative Realverzinsung vorlag. In Deutschland ergab sich daraus ein negativer Saldo (Zinsverluste vs. Zinsgewinne) in den letzten fünf Jahren in Höhe von durchschnittlich 281 EUR pro Kopf, in Summe 23 Milliarden EUR.⁴⁸ Der Grund für die Zinsverluste in Deutschland ist vor allem die Einlagenseite mit moderat verzinsten Anlagen. Diese rangieren mittlerweile 30 Basispunkte unter dem durchschnittlichen Europäischen Niveau.⁴⁹ Eine Umverteilung mit Hilfe der *Nullzinspolitik* erfolgte jedoch nicht nur zwischen den Vermögensarten innerhalb eines Landes, sondern auch zwischen den stark verschuldeten Ländern und bspw. Deutschland. Abbildung 13 veranschaulicht die Differenzierung zwischen den "Zinsgewinnerländern" und den "Zinsverliererländern". Profiteure der Niedrigzinsen sind vor allem die südlichen EU-Mitgliedsstaaten.

Abbildung 13: „Zinsgewinner“ und „Zinsverlierer“ in der Eurozone



Entgangene Zinseinnahmen (Zinsverluste) und eingesparte Zinszahlungen (Zinsgewinne) in €/Kopf/Jahr
 Quelle: Allianz Global Wealth Report (2014), S. 39, Datenquelle: EZB, Allianz SE

⁴⁸ Vgl. Allianz Global Wealth Report (2014), S. 38.

⁴⁹ Vgl. Allianz Global Wealth Report (2014), S. 39.

Die Wirkungsweise der Niedrigzinsen ist somit auf den Märkten des europäischen Währungsraumes konträr ausgeprägt: Entlastung für wirtschaftlich schwächere Mitgliedsstaaten und Belastung des deutschen Marktes.

Ausblick zu Zinsprognosen in der Eurozone – mittelfristig weiter sehr gering

Zinsprognosen sind unter anderem Grundlage weiterer Prognosen zu verschiedenen Vermögenmärkten und für aktive Anlagestrategien unverzichtbar. Daher zählt die Zinsprognose zu den Kernaufgaben der Geschäftsbanken. Diese versuchen die Reaktionsfunktion der Zentralbank zu entschlüsseln und daraus zukünftige Zinsentscheidungen der Zentralbank abzuleiten. Allerdings verfügen Geschäftsbanken weder über die Informationen, welche die Zentralbanken zur Verfügung haben, noch ist der konkrete Zinsfindungsprozess der Notenbank vollständig der Öffentlichkeit zugänglich. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass das tatsächliche Zinsniveau von Geschäftsbanken in der Regel nicht vorhergesagt werden konnte. Oftmals sind deren Zinsprognosen sogar schlechter als sog. „naive“ Prognosen, bei denen von einem unveränderten Zinsniveau ausgegangen wird.⁵⁰

Mit den umfangreichen geldpolitischen quantitativen Lockerungsmaßnahmen stabilisierte die EZB die wirtschaftliche Lage im Euroraum. Die Ausweitung der Maßnahmenpakete der EZB schaffte auf den Märkten bislang Vertrauen und vermittelte den Eindruck, dass die EZB jegliches adäquates geldpolitisches Instrument zur Stabilisierung gegebenenfalls einsetzt.

Vor dem Hintergrund der konjunkturellen Aussichten ist für 2015 zu erwarten, dass die Geldpolitik in der Eurozone den derzeitigen Kurs beibehält bzw. weiter verschärft. Die Inflation wird in der nahen Zukunft weiterhin im Euroraum gering bleiben. Die Finanzierungsbedingungen dürften sich nur wenig ändern und im sehr moderaten Bereich verharren. Eine Leitzinserhöhung erscheint aufgrund der verhaltenen wirtschaftlichen Aussichten mittelfristig auch als nicht wahrscheinlich.

Es gilt, die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone kritisch zu verfolgen. Auch wenn sich die zunächst vom *Sachverständigenrat der Bundesregierung* gezeichnete Zuwachsrate des Bruttoinlandsproduktes für Deutschland von lediglich 1 % im Jahr 2015⁵¹ auf Grundlage der neueren Prognosen aufhellte (siehe oben), bleibt der Ausblick insgesamt in der Gegenüberstellung zu den USA verhalten. Der Zuwachs wird voraussichtlich wieder binnenwirtschaftlich getragen sein, d.h. von den Konsumausgaben basierend auf der guten Arbeitsmarktlage. Es wird davon ausgegangen, dass sich diese auch 2015 nicht nachhaltig eintrübt.

⁵⁰ Vgl. Spiwoks, M. (2003), S. 289 und 300. Die europäische Zentralbank erstellt selbst Prognosen über die Entwicklung des Preisniveaus in der Volkswirtschaft. Fällt die erwartete Inflation unter oder deutlich über ihr selbst gewähltes Inflationsziel von 2%, reagiert die Zentralbank, vgl. Hölscher, J. und Tomann, H. (2004), S.12. Bei der Inflationsprognose fließen diverse volkswirtschaftliche Indikatoren in die Bewertung der Zentralbank mit ein. Allerdings können viele Kennzahlen nicht unmittelbar erhoben werden, wie zum Beispiel die Höhe des Bruttoinlandsproduktes. Ferner sind einige Indikatoren, z.B. die Outputlücke, selbst geschätzte Werte.

⁵¹ Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten (2014), S. 84.

Mit Blick auf die Europäischen Mitgliedsstaaten zeigt sich jedoch eine anhaltend heterogene wirtschaftliche Entwicklung, insgesamt allerdings mit schwachen Expansionstendenzen. Die Volkswirtschaften Frankreich und Italien belasten vor allem die eigene mangelnde Wettbewerbsfähigkeit, die substantielle Arbeitslosenzahl und die hohen Schuldenstände, welche den privaten Verbrauch einschränken.⁵² Die Entwicklung in Griechenland bleibt ebenfalls abzuwarten – eine rasche Erholung bzw. Lösung der Probleme ist nicht zu erwarten.

Des Weiteren besteht aber auch breiter wissenschaftlicher Konsens darüber, dass die Geldpolitik zwar langfristig die Preisentwicklung kontrollieren kann, jedoch nur temporäre Effekte auf das Realwachstum und die Beschäftigungsentwicklung hat.⁵³ Zu erwähnen gilt vor diesem Hintergrund, dass die zurückliegende Euro-Krise auf strukturelle Probleme innerhalb der Mitgliedsstaaten zurückzuführen ist, weshalb geldpolitische Maßnahmen nur beschränkt eine Besserung und Stabilisierung hervorrufen können.⁵⁴ Die impulsgebende EZB-Geldpolitik mit ihren Maßnahmen kann sich grundsätzlich in zwei Richtungen in den Mitgliedsstaaten entfalten: Entweder als Spielraum für notwendige Strukturreformen oder als willkommener Anlass, notwendige Reformen abermals auf einen späteren - politischen opportunen - Zeitpunkt zu verschieben.⁵⁵ Die zukünftigen strukturellen Reformen und politischen Weichenstellungen sind somit von höchster Bedeutung für die weitere wirtschaftliche Entwicklung in Europa. Die EZB hat mittels ihrer geldpolitischen Möglichkeiten bislang eine Vielzahl an Maßnahmen verabschiedet. Vor diesem Hintergrund ist es naheliegend, dass das Instrumentarium und der Umfang der Möglichkeiten nicht beliebig weiter ausgeweitet werden kann.

Bewusstsein muss auch dafür geschaffen werden, dass eine derart expansive Geldpolitik mit entsprechend steigenden Risiken für die Finanzstabilität einhergeht. Die weltweite Verschuldung betrug im vergangenen Jahr 212 % der weltweiten Wirtschaftsleistung (d.h. sog. *Global debt-to-GDP*), was einer Steigerung von 38 % seit 2008 entspricht. Damit ist das nach der Finanz- und Wirtschaftskrise postulierte Ziel der Rückführung von Verschuldungsgraden (sog. *Deleveraging*) der Kapital- und Geldmärkte nicht umgesetzt worden.⁵⁶ Die folgende Darstellung, Abbildung 14, verdeutlicht mögliche Szenarien für den 6-Monats EURIBOR (gegenwärtig notiert dieser am 18.03.2015 bei 0,096 %).⁵⁷ Es wird ersichtlich, dass der Zinssatz nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 5 % in 3 Jahren > 1,92 % sein wird und mit 95 % Wahrschein-

⁵² Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten (2014), S. 83.

⁵³ Vgl. Mankiw, N. (2011).

⁵⁴ Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten (2014), S. 41.

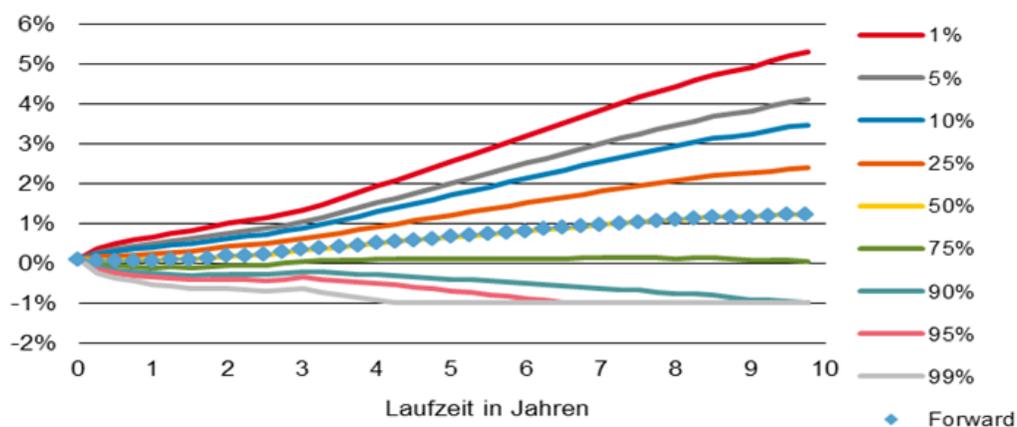
⁵⁵ Vgl. Leiner-Killinger et al. (2007), S. 5ff.

⁵⁶ Vgl. Buttiglione et al, (2014), S. 2ff.

⁵⁷ Vgl. www.euribor-rates.eu.

lichkeit über 0,04 % notiert. Damit wird deutlich, dass das Niedrigzinsniveau nach gegenwärtigen Prognosen noch längerfristig Bestand haben wird – allerdings traten historisch auch bereits die Szenarien mit sehr geringen Eintrittswahrscheinlichkeiten effektiv ein.⁵⁸

Abbildung 14: Mögliche Szenarien für den 6-Monats-Euribor



Quelle: UniCredit Bank AG, 14.10.2014

Ausblick zu Zinsprognosen in den USA – Abschied von Niedrigzinsen möglich

Die wirtschaftliche Situation in den USA färbt sich aufgrund der sich bessernden Lage auf dem Arbeitsmarkt und der eingestellten Rückführung der Anleihekäufe durch die FED im Rahmen des dritten *Quantitative-Easing-Programms* (QE3) positiv ein. Die US-amerikanische Wirtschaft hat stark expandiert und wird getragen durch die privaten Konsumausgaben. Diese werden gestützt durch eine verbesserte Lage auf dem Arbeitsmarkt und den steigenden Einkommen.⁵⁹ Die jährlichen Zuwachsraten im Bereich des Produktionspotenzials liegen zwischen 1,7 % bis 2,2 %, ⁶⁰ welche das Wachstum maßgeblich mittragen. Das Bruttoinlandsprodukt wird nach bisheriger Annahme nach 2,3 % im Jahr 2014 vermutlich um 3,1 % im Jahr 2015 ansteigen.⁶¹ Die Mitglieder des *Offenmarktausschusses der FED* (FOMC) gehen in ihren Prognosen im Mittelwert davon aus, dass sich der Leitzins auf ein Niveau bei ca. 1,0 % bewegen wird.⁶² Zu berücksichtigen ist jedoch, die große inhärente Unsicherheit verbunden mit den Zinsprognosen, auch in Hinblick darauf, dass das FOMC im Zuge der Finanzkrise seine Zinssentscheidungen von der historischen Reaktion auf seine Inflations- und Arbeitslosigkeitsprognosen nach unten abgewichen ist. In gewisser Weise markiert aber die zu erwartende Zinserhöhung eine Rückkehr zur geldpolitischen Normalität nach Jahren der quasi-Nullzinspolitik und der quantitativen Lockerung.

⁵⁸ Vgl. Unicredit Group, Aktives Zinsmanagement (2014), S. 7.

⁵⁹ Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten (2014), S. 63ff.

⁶⁰ Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten (2014), S. 88.

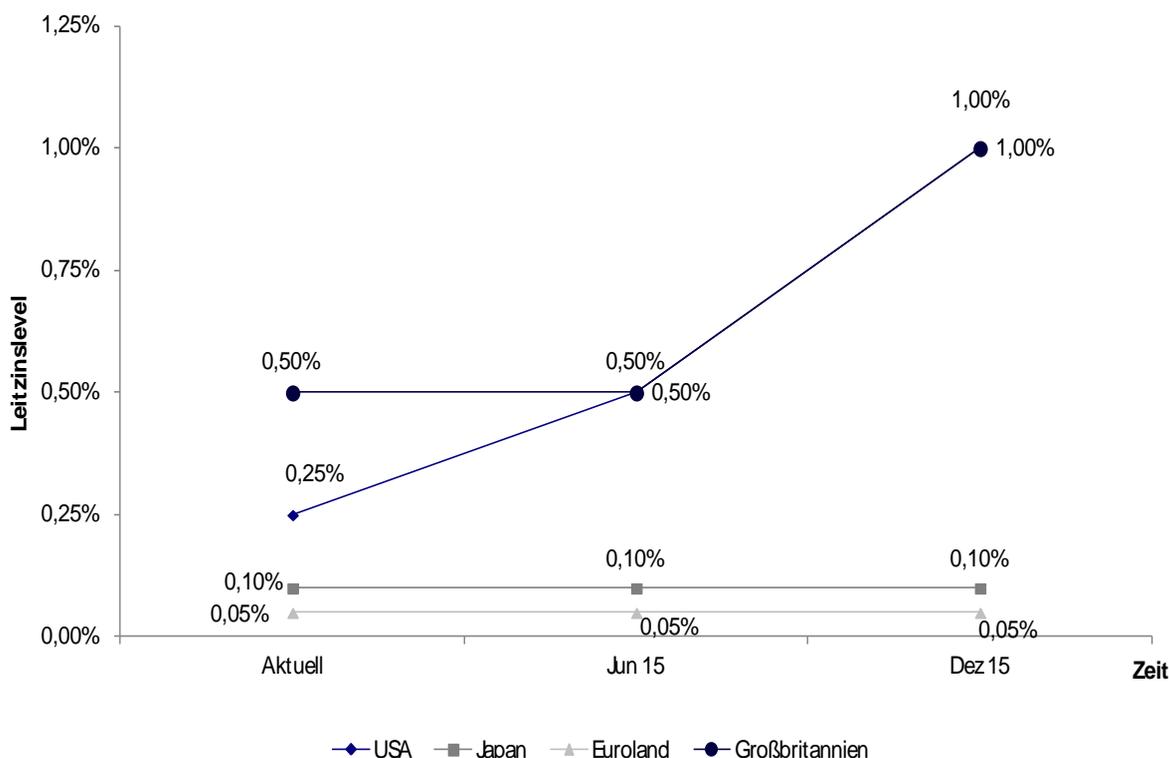
⁶¹ Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten (2014), S. 63.

⁶² Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten (2014), S. 63.

Zinsprognosen USA, Japan, Großbritannien und Euroraum im Vergleich

Zinsprognosen gehen, wie in Abbildung 15 zu sehen, davon aus, dass wir im Laufe des Jahres 2015 unveränderte Leitzinssätze in der Eurozone und in Japan sehen werden und dass die Zinsen in den USA (und im Vereinigten Königreich) im Laufe des Jahres auf ca. 1,0 % steigen werden.

Abbildung 15: Zinsprognosen USA, Japan, UK und Eurozone im Vergleich



Quelle: Eigene Darstellung bereitgestellt von Deloitte, Datenquelle: DB Research

Die zu erwartende geldpolitische Divergenz und die entstehenden Zinsunterschiede zwischen der Eurozone und den USA werden ökonomische Konsequenzen haben. Im Verhältnis Dollar / Euro würden zunehmende Zinsdifferenzen zu einer Kapitalabwanderung Richtung Dollarraum führen und zu einer weiteren Aufwertung des Dollar führen. Ein Nebeneffekt der EZB Politik und der Entwicklungen in den USA ist in jedem Fall bereits jetzt eine Schwächung des Euro, der zwischen Juli 2014 und Februar 2015 bereits von USD 1,35 auf unter USD 1,10 gefallen ist.

Höhere Zinsen in den USA sind vor allem für Schuldner riskant, die im Dollarraum verschuldet sind. Es könnten vor allem Schwellenländer mit außenwirtschaftlichen Defiziten durch die mögliche Zinswende in den USA in Bedrängnis gebracht werden, da sie auf Kapitalimporte angewiesen sind. Die Turbulenzen in den Schwellenländern 2013, die der Ankündigung der FED folgten, schrittweise ihr Aufkaufprogramm zu reduzieren, zeigten dies sehr deutlich. Die Kapitalströme kehrten sich plötzlich um und die Währungen der Schwellenländer gegenüber

dem Dollar werteten rapide ab. Inwieweit die transparente Kommunikationspolitik der FED im Rahmen der *Forward Guidance* diese Marktreaktion verhindert, bleibt abzuwarten. Die Gefahr wäre aus Sicht der Eurozone in einem solchen Szenario vor allem eine sinkende Nachfrage aus Schwellenländern, die für einen Großteil des Wachstums der Europäischen Exporte in den letzten Jahren verantwortlich waren.

Schreckgespenst „Zinswende“

Ein starkes Argument für Inflationsgefahren ist die *Ausweitung der Zentralbankgeldmenge*. Die Bilanzsummen der Notenbanken der Industriestaaten haben sich seit 2007 praktisch verdreifacht und notieren nun bei ca. 10 Billionen Dollar.⁶³ Gleichzeitig hat sich die Qualität der gehaltenen Aktiva der Notenbanken durch die teils fragwürdigen Sicherheiten (bei bspw. Ankauf von Krediten zur Stützung von Krisenstaaten und –banken) tendenziell verschlechtert. Die Ausweitung der Geldmenge hat jedoch bislang nicht den Effekt einer Inflationsanhebung bzw. gesteigerten Wirtschaftsleistung erzielen können. Dennoch gehen hiervon mittel- bis langfristig Aufwärtsrisiken für die Preisentwicklung und folglich für die Finanzmarktstabilität einher.

Die Anzeichen einer nur schwachen zukünftigen und dabei sehr heterogenen Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone, sowie die sehr moderate Inflationsrate in Folge der geringen Nachfrage und niedriger Ölpreise lassen keinen Schluss zu einer "Zinswende" zu. Finanzmarktakteure können sich vor diesem Hintergrund mittelfristig auf eine Seitwärtsbewegung der Leitzinsen nahe der Nulllinie einstellen.

Risiko einer Deflationsspirale

Aufgrund der anhaltenden Nachfrageschwäche besteht auch das Risiko einer längeren Deflationsphase. Das Preisstabilitätsziel bei 2 % pa gründet auf der Überlegung, dass der erwachsene Zinssenkungsspielraum als zusätzlicher Puffer gegenüber langanhaltenden Deflationsphasen agieren kann.⁶⁴ Eine über längere Zeiträume negative Inflationsrate, respektive Deflation, würde mehrere Effekte nach sich ziehen:

1. Deflationsraten treiben den realen Zinssatz nach oben. Die Folge: Attraktivität von Konsumverzicht und Nachfrageeinbruch nach Wirtschaftsgütern.
2. Rückgang der Produktion im Falle nominaler Lohnrigiditäten, d.h. wenn trotz gleichbleibendem Reallohn nominale Lohnsenkungen nicht stattfinden. Die Folge: Beschäftigungsrückgang und Anstieg an Insolvenzen.

Jedoch geht man in Anbetracht mehrerer Prognosen (BVAR, EZB, Europäische Kommission) derzeit von einer geringen Deflationswahrscheinlichkeit zwischen 2,5 % bis 5 % aus.⁶⁵ Die aktuellen Rückgänge der Inflationsrate sind maßgeblich durch rückgängige Energiepreise und

⁶³ Vgl. www.dw.de

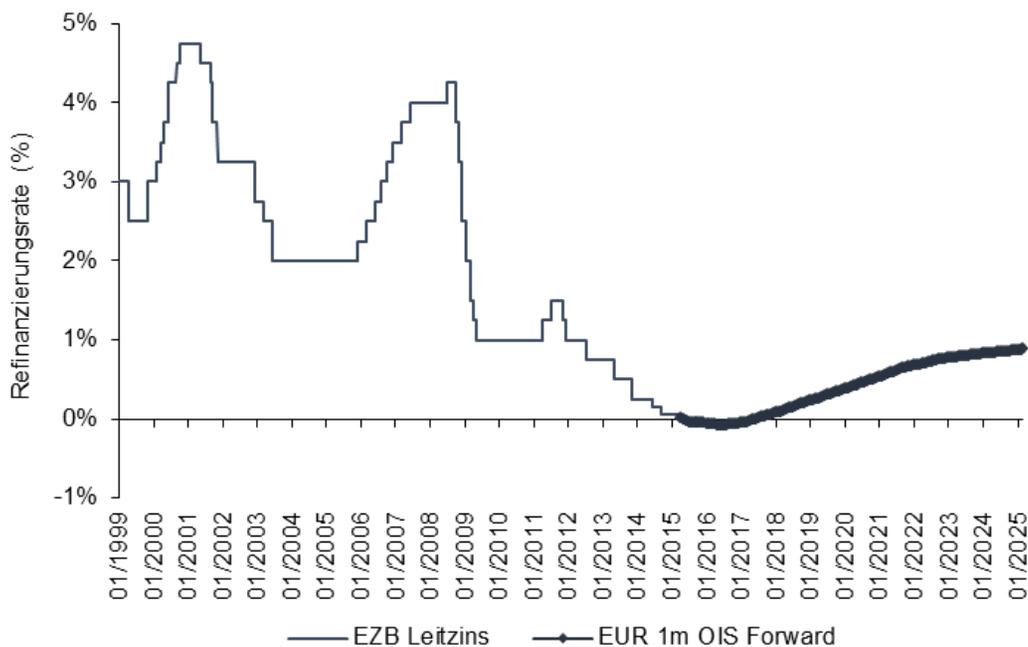
⁶⁴ Vgl. Krugman, (1998); Orphanides und Wieland, (1998); Coenen, (2003); Issing, (2003).

⁶⁵ Vgl. Sachverständigenrat Jahresgutachten (2014), S. 149.

die Euroaufwertung beeinflusst worden. Zukünftige Preisanstiege im Energiebereich, in Anbetracht der geopolitischen Risiken, sowie eine mögliche Abwertung des Euros könnten in Zukunft einen Preisauftrieb bewirken.

Im Ergebnis ist somit eine Aufwärtsbewegung des Zinsniveaus im Euroraum bislang nicht zu erkennen, d.h. das Niedrigzinsniveau wird nach herrschender Meinung bis auf Weiteres bestehen bleiben. Eine derartige Zinspolitik birgt jedoch auch potenzielle Nebenwirkungen.

Abbildung 16: Dauer der Nullzinspolitik der EZB



Quelle: Darstellung bereitgestellt von KPMG AG / Datenquelle: Bloomberg, Deka Bank

Für die Immobilienwirtschaft in Deutschland bedeutet dieser Ausblick mittelfristig sehr geringer Zinsen:

- **Hohe relative Attraktivität der Anlageform:** Alternative festverzinsliche Anlagen sind weiterhin in Relation zu Immobilien aufgrund der teilweise negativen realen Verzinsung unattraktiv. Weiteres Kapital wird in die Immobilienwirtschaft fließen.
- **Relativ gute Eigenkapitalrenditen durch niedrige Fremdkapitalzinsen:** Bei einer Immobilienfinanzierung mit moderatem Risiko und einer Beleihungshöhe von bspw. 70 % werden die Eigenkapitalrenditen auch weiterhin interessante Returns bieten können, wenn „Nullprozent-Leitzinsen“ die Fremdkapitalkosten gering halten.
- **Steigende Risiken durch Realwirtschaft:** In einem weiterhin schwachen Wirtschaftsumfeld ist die von der Realwirtschaft ausgehende Nachfrage nach Mietflächen etc. begrenzt. Damit wird die möglicherweise weiterhin zunehmende Diskrepanz zwischen Miet- und Investmentmärkten für Investoren zum Risikofaktor für einen späteren Exit.

5. Geldpolitik – Steuerungselement zur wirtschaftlichen Entwicklung

Prof. Dr. Steffen Sebastian sowie Sebastian Schnejdar, IRE|BS, Universität Regensburg

Traditionell haben die Zentralbanken erheblichen Einfluss auf die Höhe der kurzfristigen Zinsen. Im Bereich der professionellen Immobilieninvestments gewinnen kurzfristige Finanzierungen auf Basis des EURIBORs immer stärker an Bedeutung, da viele Marktteilnehmer das Risiko einer Zinserhöhung (auf mittlere Frist) als niedrig einschätzen. Entsprechend verzichten diese Marktteilnehmer auf eine Zinsfestschreibung oder begrenzen die Risiken mit entsprechenden Instrumenten (vgl. auch Abschnitt 8a). Gegenwärtig weitet die EZB ihr Instrumentarium jedoch bewusst dahingehend aus, um auch die langfristigen Zinsen zu beeinflussen. Auf diese Zusammenhänge wird im folgenden Abschnitt näher eingegangen.

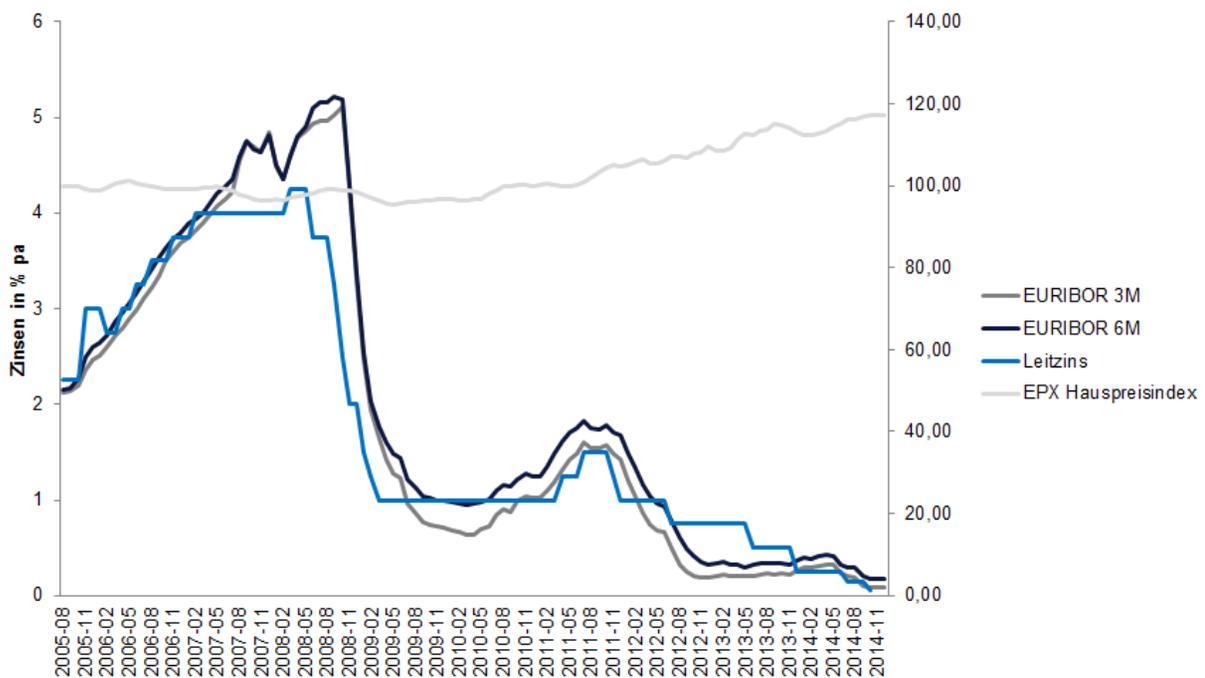
Zinspolitik der EZB führe zur sog. „Asset Price Inflation“

Durch die Niedrigzinspolitik senkt die EZB aber nicht nur die Kosten der Refinanzierung einer Immobilieninvestition. Eine der wesentlichen Auswirkungen ist vor allem die (indirekte) Festsetzung der Zinsen für Anleger, welche die tatsächlichen Risiken der Wertpapiere meist nur ungenügend widerspiegelt. Diese künstlich niedrige Festsetzung des Zinssatzes als einen der wichtigen Eckpunkte einer marktwirtschaftlich orientierten Volkswirtschaft führt auch auf allen anderen Anlagemärkten zu Verzerrungen. In ihrem Bemühen, die Inflation der Konsumentenpreise zu steigern, hat die EZB vor allem eine Inflation auf Märkten für Anlagegüter, d.h. Staatsanleihen, Aktien und Immobilien geschaffen (*Asset Price Inflation*).⁶⁶ Die Auswirkungen eines Endes der Niedrigzinspolitik auf diese Märkte sind kaum vorhersehbar, aber potenziell erheblich. Schon aus diesem Grunde ist es für jeden Marktteilnehmer in der Immobilienwirtschaft essentiell, die Handlungsweise der EZB zu verstehen und im Idealfalle zu antizipieren. Folgende Abbildung zeigt den Verlauf Leitzinsen und der Immobilienpreise anhand des *EPX Hauspreisindex*.⁶⁷

⁶⁶ Der *Global Wealth Report 2014* der *Boston Consulting Group* stellt fest, dass das weltweite Privatvermögen im letzten Jahr um fast 15 % angestiegen ist, was eine Verdopplung der Zunahme im Vergleich zum Vorjahr darstellt. Über ¾ der Zunahme resultierten dabei aus Wertsteigerungen existierender Vermögenswerte, Vgl. BCG, *Global Wealth Report (2014)*, S. 5ff.

⁶⁷ Anmerkung: Der EPX Hauspreisindex umfasst rund 15 % aller Immobilientransaktionen von Privatkunden in Deutschland. Der Gesamtindex besteht aus den Daten der Einzelindizes für Bestands- und Neubauhäuser sowie für Eigentumswohnungen.

Abbildung 17: Entwicklung von Zinsniveaus und Hauspreisen



Quelle: Eigene Darstellung IREBS / Datenquelle: Datastream, Bloomberg

Seit 2010 ist in der obigen Abbildung 17 eine gegenläufige Entwicklung von Leitzinsen und Immobilienpreisen zu beobachten.

Auch kam es seit 2010 – im Gegensatz zum vorherigen Jahrzehnt – zu einer gegenläufigen Entwicklung von Wachstumserwartungen und Realzinsen. Während im letzten Jahrzehnt die Eintrübung von Wachstumserwartungen mit einem sinkenden Realzinsniveau einherging, kann seit 2010 beobachtet werden, dass die Wachstumserwartungen sich aufhellen, während der Realzins weiter deutlich sinkt.

In modernen Geldsystemen besteht ein starker Einfluss der Zentralbanken auf die Geldschöpfung. So kann die EZB, ebenso wie ihre Pendants in den USA, Großbritannien oder Japan durch bloßen Beschluss die Geldmenge erhöhen - sozusagen aus dem Nichts heraus Geld schaffen. Diese sog. *Fiat-Geldsysteme*⁶⁸ sind in historischer Sicht eine vergleichsweise junge Entwicklung. Frühere Geldsysteme waren auch noch in den 70er Jahren an Goldstandards geknüpft, d.h. die Forderung an die Zentralbank war mit einer bestimmte Menge Edelmetall verbunden.

„Fiat-Geldsysteme“ – Geldmehrung ohne Gegenwert?

Heute ist Geld in den meisten Volkswirtschaften eine bloße Forderung an die Zentralbank, d.h. die EZB kann in theoretisch unbegrenzter Höhe Geld erschaffen, denn sie „bezahlt“ stets nur mit Forderungen an sich selbst. Die Tatsache, dass dieses System vergleichsweise jung ist

⁶⁸ Von lat. „fiat“: „es werde“.

und dass nur sehr wenig Erfahrung damit besteht, veranlasste den Nobelpreisträger *Milton Friedman* zu der skeptischen Aussage: "Es ist weltweit ein Geldsystem ohne jedes historisches Vorbild entstanden: Ein System, in dem jede größere Währung in der Welt auf nicht einlösbarem Papiergeld basiert. [...] Die letztendlichen Konsequenzen dieser Entwicklung bleiben im Unsicheren verborgen."⁶⁹

In Europa besteht ein zweistufiges System, in dem die Zentralbank nicht direkt an der Kreditvergabe an die Volkswirtschaft beteiligt ist. Die Versorgung mit Krediten liegt vielmehr ausschließlich in der Hand der Geschäftsbanken. Die Geldschöpfung hat ihren Ursprung in den Verträgen der Geschäftsbanken mit ihren Kunden. Inhalt dieser Verträge können neben der Kreditvergabe u.a. auch Wertpapierkäufe sein. Die Geschäftsbanken treten wiederum Sicherheiten, meist in Form von Wertpapieren, an die Zentralbank ab. Die Zentralbank kauft diese Aktiva und bezahlt mit Zentralbankgeld.⁷⁰

Über dieses Instrument kann die Zentralbank nun direkt die Liquidität des Bankensektors steuern. Die Zuteilung des Zentralbankgeldes wird über *Offenmarktgeschäfte* gesteuert. Dabei kommen verschiedene Verteilungsmechanismen zum Zuge. Das wichtigste geldpolitische Instrument stellen dabei die *Hauptrefinanzierungsgeschäfte* dar. Hier wird den Geschäftsbanken für eine Woche Zentralbankgeld gegen Sicherheitsleistungen zur Verfügung gestellt.⁷¹ Der Preis für dieses kurzfristige Darlehen wird als *Hauptrefinanzierungszinssatz* oder auch allgemein als „Leitzins“ bezeichnet.

Zentralbank definiert Zinskorridor

Neben dem Hauptrefinanzierungszinssatz weist die Zentralbank zwei weitere „Leitzinsen“ aus: Die *Spitzenrefinanzierungsfazilität* und die *Einlagefazilität*. Die *Spitzenrefinanzierungsfazilität* stellt eine Zinsobergrenze im Interbankenmarkt dar. Diesen Zins verlangt die Zentralbank für Übernachtskredite an die Geschäftsbanken.⁷² Keine Bank würde sich bei einer anderen Bank mit einem höheren Kreditzins verschulden. Die *Einlagefazilität* markiert entsprechend die Untergrenze des Zinsgefüges. Die Zentralbank bezahlt diesen Zins für Übernachteinlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Daher ist keine Geschäftsbank bereit, im Interbankenmarkt einen niedrigeren Zinssatz für die Einlage ihrer Mittel bei einer anderen Geschäftsbank zu akzeptieren.⁷³ Somit existiert ein von der Zentralbank initiiertes *Zinskorridor*, in dem sich die Geschäftsbanken untereinander Geld leihen. Es liegt auf der Hand, dass die Zentralbank über

⁶⁹ Friedman, M. (1992), S. 249, 252-254.

⁷⁰ Vgl. Spahn, P. (2012), S. 18 f.

⁷¹ Für die Verteilung existieren zwei unterschiedliche Verfahren: Zum einen der sog. Mengentender, welcher seit der Finanzkrise 2008 zum Einsatz kommt und den Banken eine Vollzuteilung ihrer Liquiditätswünsche ermöglicht, vgl. EZB 2012, www.ecb.europa.eu. Das zweite Verfahren ist der sog. Zinstender. Die Geschäftsbanken geben dabei Gebote über gewünschte Geldmenge und Zins ab. Danach erfolgt die Zuteilung nach Geboten, vgl. Bundesbank (2012), S. 76.

⁷² Vgl. Bundesbank (2012), S. 75.

⁷³ Vgl. Bundesbank (2012), S.21.

diese Zinsinstrumente nicht nur die Refinanzierungskosten der Banken, sondern indirekt auch die kurzfristigen Zinsen für Nichtbanken, d.h. Anleger und Kreditnehmer, stark beeinflusst.

Eine Senkung der Leitzinsen ermöglicht somit den Geschäftsbanken eine günstigere Versorgung mit Liquidität. Dies kann stimulierend auf die Kreditvergabe wirken. Der Zusammenhang zwischen geldpolitischen Entscheidungen und den Auswirkungen auf den Finanzmarkt wird als *Transmissionsmechanismus* bezeichnet. Entscheidend ist, dass der Einfluss der Geldpolitik auf die Volkswirtschaft erst mit zeitlicher Verzögerung auftritt und die Auswirkungen der Entscheidungen auf die Volkswirtschaft ex ante nicht vollständig bekannt sind. Die Funktion der EZB ist es aber nicht, die Konjunktur im Europäischen Währungsraum zu stimulieren und damit auch die (hohe) Arbeitslosigkeit einiger Mitgliedsstaaten zu bekämpfen⁷⁴. Vielmehr verfolgt diese primär die Aufgabe der *Preisstabilität*. Diese ist als Anstieg des sog. *Harmonisierten Verbraucherpreisindex* von unter, aber nahe 2 % per annum definiert.⁷⁵

„Quantitative Easing“ zur Senkung des langfristigen Zinsniveaus

Grundsätzlich kann die EZB mit dem traditionellen Instrumentarium nur die Refinanzierungszinssätze für einen Tag und eine Woche festsetzen. Sie beeinflusst daher nur die kurzfristigen Zinssätze. Dabei wird allgemein ein starker Einfluss auch auf die wichtigen Zinssätze des Geldmarktes wie etwa den *Drei-Monats-Euribor* angenommen. Um auf das langfristige Zinsniveau, wie dem Zinssatz von Staatsanleihen, einwirken zu können, bedarf es anderer Mittel. Ein mögliches Beispiel sind sog. „*Quantitative Easing*“-Programme (Anleihekäufe), bei denen in bedeutendem Umfang Unternehmen- und/oder Staatsanleihen aufgekauft werden und dadurch die Umlaufrendite für diese Papiere und damit die langfristigen Zinsen gesenkt werden können. Die EZB hat im März 2015 mit dem Ankauf von langfristigen Staatsanleihen begonnen und wird für die nächsten 19 Monate Bonds über insgesamt 1,14 Bio. EUR ankaufen.

Geldpolitik beeinflusst Wechselkurse

Geldpolitische Entscheidungen weisen meist einen starken Einfluss auf die Höhe der Wechselkurse aus. Eine Erhöhung des Hauptrefinanzierungszinses führt *ceteris paribus* zu einer *Aufwertung* der heimischen Währung; eine Senkung entsprechend zu einer *Abwertung*. Dieser Wirkungszusammenhang ist damit auch eine der Hauptursachen für internationale Kapitalbewegungen. Bei höheren ausländischen Zinssätzen ist eine Investition in der betreffenden Wäh-

⁷⁴ Anmerkung: Dahinter steht die strittige These, dass die Reallöhne bei steigender Inflation schmelzen und im Ergebnis Unternehmen dann günstiger produzieren und mehr Arbeitnehmer einstellen. / vgl. bspw. Palley, T. (2012).

⁷⁵ Vgl. Artikel 127 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union. Der theoretische Zusammenhang zwischen der Ausweitung der Geldmenge durch die Zentralbank und möglichen Vermögenspreissteigerungen wird unter anderem durch die Quantitätsgleichung beschrieben. Diese Theorie beschreibt die Nachfrage nach Geld durch die Volkswirtschaft auf der einen Seite und dem Ausmaß der Zirkulation des Geldes auf der anderen Seite. Nach der Theorie führt eine Erhöhung der Geldmenge unter Umständen, wie einem konstanten Bruttoinlandsprodukt, zu einer Steigerung des Preisniveaus.

rung relativ attraktiver als eine vergleichbare Anlage im Euroraum. Entsprechend werden Anlagen in Euro verkauft und Anlagen in Fremdwährung gekauft. Die steigenden Verkaufsangebote senken den Preis des Euros, die steigende Nachfrage nach Fremdwährungen lässt deren Preis steigen. Der Wechselkurs, beispielsweise in Dollar/Euro, steigt, d.h. der Euro wird abgewertet.

Einige Länder versuchen, sich den Wirkmechanismus zwischen Zinsentscheidungen und Wechselkursveränderungen zu Nutze zu machen. Eine, durch Zinssenkungen induzierte, schwächer notierte inländische Währung verbilligt die im Inland produzierten Güter für Abnehmer im Ausland und stärkt somit die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes. Allerdings geht dieser Wettbewerbsvorteil mit höheren Kosten für Importe einher. Diese Möglichkeit, die eigene Wettbewerbsfähigkeit durch eine schwache Währung zu erhöhen, ist im Ergebnis im Regelfall nur von beschränkter Dauer. Meist sehen sich andere Länder zu den gleichen Schritten gezwungen (sog. „*Währungskrieg*“). Dies führt zu einer Neutralisierung der Vorteile und erzeugt in den konkurrierenden Ländern vom Optimum abweichende Zinssätze.⁷⁶

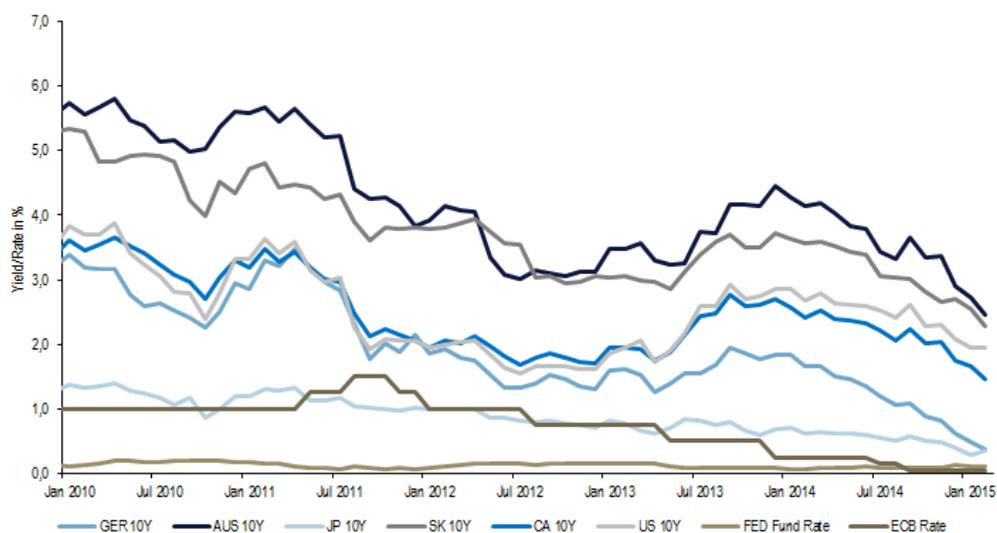
⁷⁶ Vgl. Görgens, E. et al.(2003), S. 252.

6. Zeitpunkt und Reaktion internationaler Kapitalströme bei Leitzinsänderungen

Dietmar Meister FRICS sowie Michael Zingel, Ernst & Young Real Estate GmbH

Seit einigen Jahren sinken die Leitzinsen vieler bedeutender Volkswirtschaften und nähern sich der Null-Linie. Mehr noch als für den Euroraum⁷⁷ gilt dies für Nordamerika⁷⁸ sowie für einige Länder der Region Asien/ Pazifik, wie Singapur⁷⁹ oder Japan⁸⁰. Einer der Gründe: Angesichts der Verwerfungen im Finanzsystem und der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise haben die Zinssenkungen die Kreditkosten, die zwischenzeitlich massiv gestiegen waren, wieder gesenkt. Im gleichen Zeitraum sind die Renditen auf festverzinsliche Wertpapiere in vielen Ländern gesunken. Viele Anleger schichten aufgrund der nach wie vor spürbaren Unsicherheit ihre Portfolios zugunsten solcher Vermögenswerte um, die momentan als sicher gelten. Weiterhin spielt die erwartete Geldpolitik der Allokationsstandorte eine gewisse Rolle. Wird von anhaltend niedrigen kurzfristigen Leitzinssätzen ausgegangen, fallen in der Regel auch die Renditen mittelfristiger Papiere geringer aus.⁸¹ Betrachtet man die 10-jährige Staatsanleihe und beobachtet ihren Verlauf im Vergleich zum Leitzins, siehe Abbildung 18, so deutet sich zumindest phasenweise ein Gleichlauf an.

Abbildung 18: Rendite ausgewählter Staaten für 10-jährige Bundesanleihen sowie Federal Funds Rate und Leitzins der EZB



Quelle: EY / Datenquelle: www.investing.com, www.research.stlouisfed.org, www.de.statista.com.

⁷⁷ Leitzins im Euroraum bei 0,05 %; vgl. www.ecb.europa.eu.

⁷⁸ Zielsatz US-Amerikanischer Notenbank für Federal Funds liegt seit Ende 2008 bei 0 bis 0,25 %; vgl. www.bankenverband.de.

⁷⁹ Die Benchmark Interest Rate in Singapur liegt bei 0,12 %; vgl. www.tradingeconomics.com.

⁸⁰ Diskontsatz der Bank of Japan seit Ende 2010 unverändert bei 0,30 %; vgl. www.bankenverband.de.

Diversifikation als Strategie: Die Immobilie als Baustein

Vor dem Hintergrund niedriger Renditen sind Diversifikations-Strategien eine Option, um die Portfolio-Effizienz zu verbessern.⁸² Vor allem große institutionelle Anleger wie Versicherungen, Pensionskassen oder Staatsfonds und darüber hinaus beispielsweise auch große Family Offices diversifizieren ihre Vermögensanlage bereits seit Jahren mit dem Ziel, Risiken zu streuen und renditestärkere Teilssegmente aufzunehmen oder auszubauen. Während viele Investoren lange traditionell eher auf Anlagen in ihrer Heimatregion setzten, sind Kapitalquellen und Kapitalziele unabhängig von der jeweiligen Asset Klasse mittlerweile weltweit vernetzt – mit zunehmender Tendenz.⁸³ Auch deutsche Anleger – beispielsweise Versicherungen - diversifizieren ihre Anlage: Seit einigen Jahren spielen neben Immobilien im Inland auch zunehmend Immobilien im Ausland eine Rolle.⁸⁴ Umgekehrt investieren auch ausländische institutionelle Anleger auffällig häufig außerhalb ihrer Heimatregion in Immobilien. Wenn wir Europa als Zielregion betrachten, so ist hier in den vergangenen Jahren eine steigende Tendenz zu beobachten.

Abbildung 19: Immobilieninvestments in Europa: Globalisierung der Kapitalquellen

Jahr	Cross-Border-Immobilieninvestments (Kapitalquellen außerhalb Europas in Prozent)
2010	14 %
2011	17 %
2012	24 %
2013	27 %

Quelle: Eigene Darstellung EY / Datenquelle: DTZ – vgl. www.dtz.lt, www.dtz.ee, www.dtz.nl

Abbildung 19 zeigt die Entwicklung seit 2010 – erste Anzeichen für zunehmende internationale Kapitalströme in Europäische Immobilien gab es jedoch auch schon ein Jahr zuvor: 2009 waren vor allem *Sovereign Wealth Funds* aus dem asiatischen Raum auffällig, sie waren zu dieser Zeit allerdings noch stark auf den britischen Raum fokussiert.⁸⁵ Das Interesse an Immobilien im übrigen Europa (und generell in weiten Teilen der Welt) war zu jenem Zeitpunkt noch

⁸² Dabei spielen grundsätzlich Auslandsinvestitionen oder auch alternative Investments wie Immobilien, Private Equity oder auch Infrastruktur eine Rolle; sie sind eine mögliche Strategie beispielsweise für Lebensversicherungen aus dem asiatischen Raum; vgl. www.ey.com.

⁸³ Beispielsweise liegt der Anteil ausländischer Investoren im DAX bei 54 %; vgl. www.ey.com.

⁸⁴ So hatte Südamerika als Zielregion zwischenzeitlich an Bedeutung für Immobilieninvestments der deutschen Assekuranz gewonnen; vgl. www.ey.com.

⁸⁵ Immobilieninvestments aus dem asiatisch/pazifischen Raum mit Ziel Europa hatten von 2008 bis 2009 um 31 % an Volumen gewonnen, vgl. www.dtz.com.

eher verhalten – ein deutlicher Nachhall der damals noch intensiver wirkenden Finanzkrise.⁸⁶ Seit 2010 jedoch steht nicht mehr nur Großbritannien, sondern Europa insgesamt wieder stärker im Fokus internationaler Immobilieninvestoren. Auch die Ursprungsländer sind vielfältiger geworden: So gab es eine deutliche Zunahme von Immobilieninvestments in Europa nicht mehr nur aus dem Raum Asien/ Pazifik, sondern auch wieder aus Nordamerika. Die Entwicklung ist umso bemerkenswerter, da nicht nur der relative Anteil gestiegen ist (im Zeitraum von 2010 bis 2013 hat sich das Immobilienengagement außereuropäischer Investoren etwa verdoppelt). Vielmehr ist auch das Immobilien-Investmentvolumen insgesamt gestiegen – wodurch die absoluten Zahlen noch beeindruckender sind: Mehr als verdreifacht hat sich das Investmentvolumen außer-europäischen Ursprungs. Vergleichen wir 2013 nicht mit 2010, sondern dem Krisenjahr 2009, so hat sich das Volumen sogar fast verfünffacht.⁸⁷ Der Trend hält an und dürfte auch dieses Jahr spürbar sein: So deutet das Trendbarometer „Immobilien-Investmentmarkt 2015“ von EY an, dass die Kapitalströme aus Asien mit dem Ziel Immobilien in Deutschland zu erwerben anhalten und sogar noch weiter ansteigen könnten. Fast neun von zehn befragten Playern am deutschen Immobilienmarkt rechnen damit.⁸⁸

Leitzinsen und Immobilienkapitalströme: Ein Zusammenhang?

Wenn nun offensichtlich die Leitzinsen sinken, respektive festverzinsliche Anlagen in vielen Ländern nicht mehr ausreichend rentierlich sind, gleichzeitig aber die Kapitalströme in die Immobilie (auch außerhalb der Heimatregion) zunehmen – besteht dann hier ein Zusammenhang? Vereinfacht gesagt: Beflügelt das Niedrigzinsumfeld ein Umlenken der weltweiten Kapitalströme in die Immobilie? Zumindest in Bezug auf Immobilien in – wie aufgezeigt – etablierten Märkten wie Europa?

Sofern ein solcher Zusammenhang besteht und Immobilien-Kapitalströme implizit auf Leitzinsänderungen reagieren, dann hieße das: Wenn für die Zukunft wieder ein Anstieg der Leitzinsen erwartet wird – beispielsweise in den USA⁸⁹ – dürfte auch die Verzinsung der jeweiligen Staatsanleihen davon nicht unbeeindruckt bleiben⁹⁰. Werden die Kapitalströme dann wieder um bzw. zurückgelenkt, weg von der Immobilie?

⁸⁶ Nach dem Immobilienboom 2006/2007 und dem drastischen Rückgang 2008 infolge der Finanzkrise war voraussehbar: Immobilien-Investments würden 2009 weltweit noch einmal zurückgehen, vgl. www.beteiligungsreport.de.

⁸⁷ Eigene Darstellung, basierend auf Untersuchungen von DTZ, vgl. www.dtz.lt; <http://www.dtz.ee>; www.dtz.nl.

⁸⁸ Vgl. www.ey.com.

⁸⁹ So rechnet die Commerzbank beispielsweise mit einem Anstieg auf 1,5 % bis Ende 2015; vgl. www.commerzbank.de.

⁹⁰ In der Vergangenheit war ein solcher Zusammenhang beispielsweise im Euroraum zu beobachten: So unter anderem im Umfeld steigender Zinsniveaus vor der Krise bis 2007; vgl. www.diw.de.

Eine Ursache unter vielen

Einige Untersuchungen gehen der Frage nach: Unter anderem hat IPD die An- und Verkäufe sowie die Projektentwicklungen ihrer Datenlieferanten den Renditen für 10-jährige Staatsanleihen gegenübergestellt. Ergebnis: Die Transaktionsaktivitäten der Investoren folgen nicht der Entwicklung der Zinsen.⁹¹ Auch *Union Investment* stellt fest: Der soeben angedeutete Rückschluss „steigende Zinsen machen Immobilieninvestments wieder unattraktiv“ scheint zwar logisch, ist aber sachlich so nicht haltbar.⁹² Zwar erlauben beide Untersuchungen bereits aufgrund der jeweils gewählten Untersuchungsräume, Segmente (einzelne Nutzungsarten folgen je nach Markt eigenen Zyklen) und der jeweiligen Datenverfügbarkeit sowie angewendeten Untersuchungsmethoden keine allgemeingültigen Aussagen: sie deuten jedoch mehr als an, was auch allgemein beobachtet werden kann: Das Zinsumfeld allein hängt keineswegs monokausal damit zusammen, wie und wohin die weltweiten Immobilien-Kapitalströme fließen. Eine etwaige Kapitalflucht in Immobilien anderer Regionen ist vielmehr Resultat eines höchst komplexen Wirkungszusammenhangs.⁹³ Zwei von vielen Faktoren, die hier eine Rolle spielen, sind die politisch motivierten Regulierungen bestimmter Anlegergruppen für überregionale Immobilieninvestments⁹⁴ - oder natürlich die Tatsache, dass die Immobilie grundsätzlich weiterhin im Wettbewerb zu anderen Anlageklassen steht (nicht nur festverzinslichen Wertpapieren)⁹⁵. Weitere – fast schon triviale – Punkte betreffen natürlich die Immobilienmärkte selbst. Wenn ausländische Immobilienmärkte ein attraktives Rendite-Risiko-Verhältnis im Vergleich zum jeweiligen Heimatimmobilienmarkt bieten, kann und wird das *Cross-Border*-Aktivitäten für Immobilien-affine Anleger fördern.⁹⁶ Letzten Endes spielen auch die Erwartungen an Inflation/Deflation in den unterschiedlichen Volkswirtschaften eine Rolle⁹⁷ sowie unter anderem natürlich auch Optimismus und Risikobereitschaft – nicht nur bei ausländischen Investoren, sondern auch in der heimischen Immobilien- und Bauwirtschaft.⁹⁸

Insgesamt gilt: Natürlich boomt die Immobilienanlage auch deshalb, weil die in diesem Segment erzielbare Rendite derzeit die Performance anderer Assetklassen übertrifft.⁹⁹ Aber letztendlich bleibt es ein Grund von vielen: Ein wichtiger Indikator, aber keineswegs der einzige. Zeitpunkt

⁹¹ IPD hat einen Zeitraum von 1999 bis 2013 untersucht; vgl. Vortrag von IPD auf dem 9. DVFA Immobilien Forum am 22.10.2014, www.dvfa.de.

⁹² Union Investment hat hierfür unterschiedliche Länder betrachtet, wobei ein Fokus auf Deutschland und ein weiterer auf den USA liegt; vgl. Vortrag von Union Investment auf dem 9. DVFA Immobilien Forum am 22.10.2014, www.dvfa.de.

⁹³ Vgl. Fuerst, F., Milcheva, S., Baum, A. (2014), S. 103 ff

⁹⁴ China ist hier ein Beispiel; vgl. www.colliers.com.

⁹⁵ Gerade für Private-Equity-Funds sind beispielsweise Unternehmen gefragte Anlageziele, und auch hier fließt das Kapital überregional – die Deal-Pipelines sind aktuell (Stand Oktober 2014) um 30 % voller als noch im April 2014 (wobei hier allerdings auch Corporates potenzielle Käufer sind, nicht nur Anleger); vgl. www.ey.com.

⁹⁶ Hier sind insbesondere die boomenden Märkte in Asien zu nennen; vgl. www.ey.com.

⁹⁷ Zum Thema Inflation und Deflation bezogen auf Immobilieninvestments vgl. Abschnitt 2 dieses Papers

⁹⁸ Im Jahr 2014 dominierte der Optimismus; vgl. www.ey.com.

⁹⁹ Darunter auch Bonds; vgl. www.ey.com.

und Reaktion internationaler Kapitalströme in die Immobilie lassen sich nicht allein durch die Leitzinsänderung erklären. An ihr den Zeitpunkt für ein Umlenken der Kapitalströme oder den Beginn eines neuen Immobilienzyklus festzumachen, wäre zu kurz gedacht. In Deutschland oder den USA kippen Immobilienzyklen (am Beispiel der Wohnungsmärkte) nicht wegen steigender Zinsen, sondern wegen einer Veränderung in der Angebots- und Nachfragestruktur.¹⁰⁰ Und das kann viele Ursachen haben.

7. Immobilienperformance im Vergleich zu anderen Anlageklassen

Die durch das aktuell niedrige Zinsniveau hervorgerufenen Effekte auf die Immobilienwirtschaft werden in der weiteren Folge im Detail betrachtet. Hierbei stehen sowohl Nachfrage- als auch Angebotseffekte, ausgehend von einem theoretischen Wirkungsgeflecht, im Fokus. Darauf aufbauend werden einzelne Marktsegmente in der Gegenüberstellung zu anderen Anlageklassen näher beleuchtet.

a. Einfluss des Zinsniveaus auf die Immobilienwirtschaft - Beurteilung von Nachfrage- und Angebotseffekten

Die Kausalität zwischen einem niedrigen Zinsniveau für Fremdkapital und der Preisentwicklung eines Gutes wird auch durch die Wirkungsweise des *Leverage-Effektes* deutlich. *Ceteris paribus* steigt die Eigenkapitalrendite der Immobilienanlage, wenn die Fremdkapitalzinsen deutlich unter der *Gesamtkapitalverzinsung* notieren. Ein Blick auf die gegenwärtige Marktsituation belegt die positive Hebelwirkung: Zu Beginn des Jahres 2015 notierten die Spitzenrenditen für Office in Deutschland bei 4,3 %, für Residential bei 3,5 % und für Retail bei 4,0 %. Bei einem Fremdkapitalanteil von angenommen 70 % und einem 10 jährigen Fixzinssatz von 2,0 % (effektiv) resultiert daraus eine *Eigenkapitalrendite* von 8,7 %.¹⁰¹

Niedrige Zinsen bedingen Nachfrageeffekt

Mehrfach wurde bereits auf den Mangel an alternativen Anlagemöglichkeiten mit einem moderaten Risikoprofil bei gleichzeitig interessanter Renditeaussicht hingewiesen. Die niedrigen Renditen für festverzinsliche Wertpapiere zwingen die institutionellen Investoren zu einem höheren Engagement in anderen Assetklassen. Dabei sind Immobilienanlagen als Alternative besonders attraktiv. Institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke investieren seit Jahrzehnten in Immobilien, haben aber in den letzten Jahren

¹⁰⁰ Union Investment zeigt dies am Wohnungsneubau; vgl. Vortrag von Union Investment auf dem 9. DVFA Immobilien Forum am 22.10.2014, www.dvfa.de.

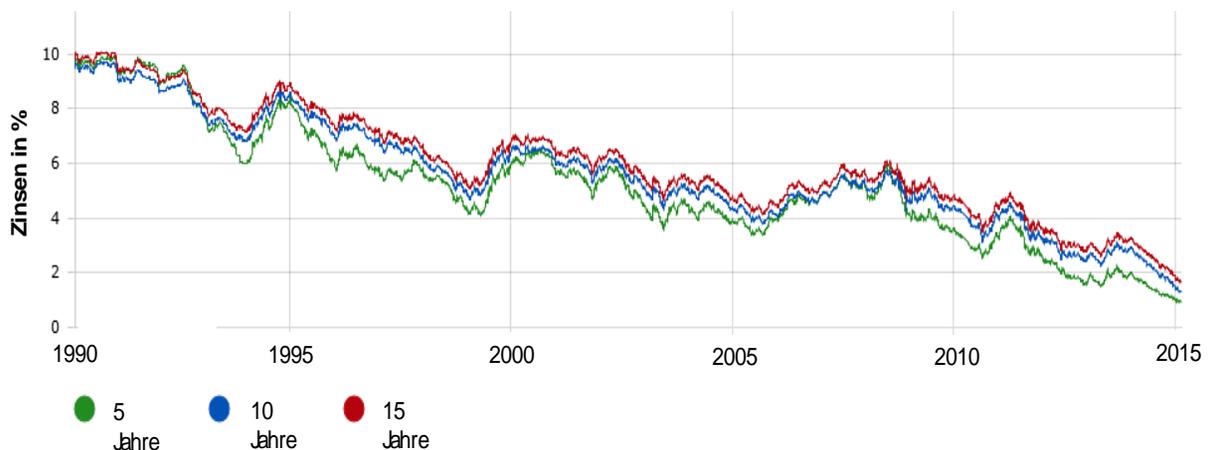
¹⁰¹ Vgl. diverser Marktberichte von CBRE und JLL, Stand Q4.2014 / Anmerkung: Berechnung auf Grundlage von 4,0 % BAR und nur zur Illustration ohne weitere Betrachtung nicht-umlegbarer Bewirtschaftungskosten.

den prozentualen Anteil dieser Assetklasse erhöht. Pensionsfonds bspw. haben von 1995 bis 2013 im weltweiten Durchschnitt ihren Anteil an der Anlageklasse Immobilien um ca. 30 % erhöht.¹⁰²

Die vorgenannten Rahmenbedingungen führen somit zu einem entsprechenden Nachfrageeffekt, der gegenwärtig zu einem steigenden Preisniveau beiträgt und damit die Aussichten einer attraktiven Gesamtsamtkapitalverzinsung für künftige Investitionen sukzessive reduziert (bzw. den bereits investierten Anlegern eine interessante Wertänderungsrendite beschert).

Betrachtet man die besten Konditionen für 5-jähriges Baugeld, so verbesserten sich diese im 1.Quartal 2015 auf 0,90 % (im Vergleich zu ca. 3,00 % in 2005) im historischen 10-Jahresdurchschnitt. Die Konditionen für 10-jähriges Baugeld stehen bei knapp 1,20 % (im Vergleich zu ca. 3,50 % in 2005). Für 15-jähriges Baugeld liegt man bei ca. 1,80 % (im Vergleich zu ca. 3,75 % in 2005).¹⁰³ Die Zinskonditionen für Immobilienkredite notieren somit im Einklang mit den Leitzinsen nunmehr auf historischen Tiefstständen (siehe Abbildung 20).

Abbildung 20: Entwicklung Zinsniveau (Effektiv bei unterschiedlichen Zinsbindungen)



Quelle: Baufi24.de, Abgefragt am 21.03.2015

Sinkende Kreditzinsaufwendungen bedeuten folglich geringere Finanzierungskosten sowie eine ceteris paribus höhere Eigenkapitalrendite von Immobilienanlagen (konstante Erwerbskosten vorausgesetzt). Sie ermöglichen somit die Realisierung von Immobilienprojekten, welche bei weniger vorteilhaften Fremdkapitalkonditionen ggf. nicht umgesetzt worden wären.

¹⁰² Vgl. Ulbrich, C. (2013), S. 10.

¹⁰³ Vgl. Grunwald, Deutsche Bank Research (2014), S.1 / jeweils Angabe des Effektivzinssatzes sowie bei entsprechender Zinsbindung: www.interhyp.de.

Realisierung von bisher unwirtschaftlichen Projekten wird erleichtert

Anlageentscheidungen verschieben sich nun in Anbetracht der erleichterten Erreichbarkeit von Zielrenditeanforderungen institutioneller Investoren und erweitern den Anlagefokus auf vormals nicht rentable Objekte. Dieser Nachfrageeffekt wird durch die relativ zeitnahe Weitergabe von veränderten Finanzierungskonditionen beschleunigt und bewirkt in Zeiten anhaltender Unsicherheit eine hohe Nachfrage nach Sachwerten.

Diese Auswirkungen des Zinsniveaus auf den Immobilienmarkt wurden jüngst auch in einer Studie des *Hamburg Institute of International Economics* (HWWI) genauer untersucht und bestätigt. Verbunden damit war auch die Frage, ob ein systematischer Einfluss von Leitzinsen auf Immobilienpreise besteht. Auf (sinkende) Immobilienpreise konnte der Effekt veränderter (steigender) Leitzinsen nachgewiesen werden (vgl. hierzu auch Aussagen in Abschnitt 2).¹⁰⁴ Insgesamt kann festgestellt werden: Eine höhere gesamtwirtschaftliche Nachfrage lässt Mietsteigerungen zu und gleichzeitig sorgt sie für Inflationsdruck und somit für steigende Zinsen. Diese wiederum dämpfen die aufgrund der zunehmenden Nachfrage induzierten Immobilienpreissteigerungen.

Angebotseffekte im Niedrigzinsumfeld

Die Nachfrage überwiegt derzeit das Angebot, zurückzuführen auf verzögerte Anpassungseffekte auf dem Immobilienmarkt im Vergleich zu anderen Sektoren des Kapitalmarktes. Dieser *Time-lag* bei der Bereitstellung wird aufgrund von deutlich zunehmender Bautätigkeit in Deutschland in 2015 ausgeglichen. Das Preisniveau ist deshalb auch Indikator für die Knappheit auf dem Markt, die sich bisher primär auf Core-Lagen und Core-Produkte bezog.

Fazit: Spürbare Vermögenspreisinflation ist eingetreten

Das niedrige Zinsniveau hat sich bis dato nicht auf die Verbraucherpreise (die offizielle Preisstabilität) negativ ausgewirkt. Die Immobilienpreise (wie auch die Aktienkurse) haben jedoch massiv reagiert. Damit kam es, faktisch angetrieben durch die Ausweitung der Geldmenge und „billige“ Kredite, zu einer Inflation der Vermögenswerte (*Vermögenspreisinflation*, sog. *Asset Price Inflation*). Man könnte auch formulieren, dass die Vermögenswerte das Ventil darstellen. Mit ihrer Hilfe gelang es bisher trotz einer Geldschwemme der Notenbanken und niedrige Zinsen, dennoch die Inflation der Verbraucherpreisindizes zu vermeiden, da in der Berechnung keine Immobilienwerte (wohl aber Mieten) berücksichtigt werden.

¹⁰⁴ Vgl. HWWI (2014), S.1ff.

b. Direktanlagen vs. Geldmarkt

Prof. Dr. Justus Vollrath, MSCI Real Estate - IPD sowie Dr. Daniel Piazzolo FRICS

Im folgenden Abschnitt liegt der Fokus der Betrachtung auf deutschen Direktinvestitionen in Immobilien. Hierbei wird der Frage nachgegangen, inwieweit dieses Anlagesegment in der Vergangenheit in der Lage war, bestimmte Renditeanforderungen zu erfüllen, und ob hiermit eine positive Realverzinsung erreicht werden konnte. In einem weiteren Schritt werden die Ergebnisse einer konkurrierenden Anlageklasse, hier exemplarisch dem Geldmarkt, gegenübergestellt, um hieraus Rückschlüsse bzgl. der relativen Vorteilhaftigkeit der Performanceeigenschaften der Immobiliendirektanlage ableiten zu können.

Institutionellen Investoren wie bspw. Pensionskassen suchen gegenwärtig insbesondere „Core“ Immobilien, also schwankungsarme Immobilienanlagen, die eine Mindestrendite von bspw. 4 % p.a. erwirtschaften. Hintergrund ist hierbei insbesondere, dass so die jeweiligen Verpflichtungen, wie z.B. Auszahlungen an die Rentenversicherten (sog. *Liability-stream*), mit den aus der Anlage kontinuierlich erwirtschafteten Zahlungsströmen, vorgenommen werden können.¹⁰⁵

Messung der Immobilienperformance

Die Herausforderung, die Performance der Immobilieninvestments zu messen, ist bei dieser Assetklasse größer, da für direkte Immobilienanlagen keine laufende Preisbildung z.B. an einer Börse erfolgt. In Großbritannien werden von *IPD Investment Property Databank* (kurz: IPD) seit Anfang der 1980er Jahre Performancedaten der einzelnen Objekte institutioneller Investoren gesammelt und zu einem nationalen Index aggregiert. Die Methodik folgt dem Ansatz anderer Assetklassen: Als Kerngröße der Betrachtung bezeichnet der Total Return einer Immobilie die Gesamtrendite des Investments vor Steuern, Finanzierung und übergeordneten Managementkosten. Der Total Return setzt sich aus der Wertentwicklung, respektive der *Wertänderungsrendite* sowie der *Netto-Cashflow-Rendite* zusammen. Die Motivation der institutionellen Investoren, IPD Daten zu ihren Immobilien zur Verfügung zu stellen, beruht weniger auf der Erstellung von Indices, als auf einer umfassenden Analyse ihres Portfolios und dessen Benchmarking mit einer Peergroup.

¹⁰⁵ Vgl. Fixsen, 2014, S.9

DIX bildet Renditeentwicklung für Direktanlagen ab

Die IPD berechnet für Deutschland den *DIX (Deutscher Immobilien Index)*, der die Immobilienperformance für die letzten 25 Jahre abbildet. Für ein einzelnes Jahr gehen alle deutschen Immobilien von mehr als 100 Portfolien mit einem Wert von 50 Mrd. EUR in die Indexbildung ein. Diese Portfolien gehören inländischen Anlegern, wie Versicherungen, Pensionskassen, Spezialfonds, Publikumsfonds und börsennotierten Immobiliengesellschaften. Hinzu kommt in wachsendem Umfang der Immobilienbestand ausländischer Investoren in Deutschland. Die institutionellen Investoren sind in den verschiedenen Sektoren, wie Handel, Wohnen, Logistik und Hotels aktiv, wobei bei den deutschen Investoren eine starke Gewichtung der Büroimmobilien im Portfolio zu beobachten ist. So beträgt bei deutschen Investoren der Büroanteil im Durchschnitt knapp 50 %, während z.B. für britische Investoren Handelsimmobilien den wichtigsten Sektor darstellen. Generell fokussiert der Index auf eher größere Core-Objekte in guten Lagen.

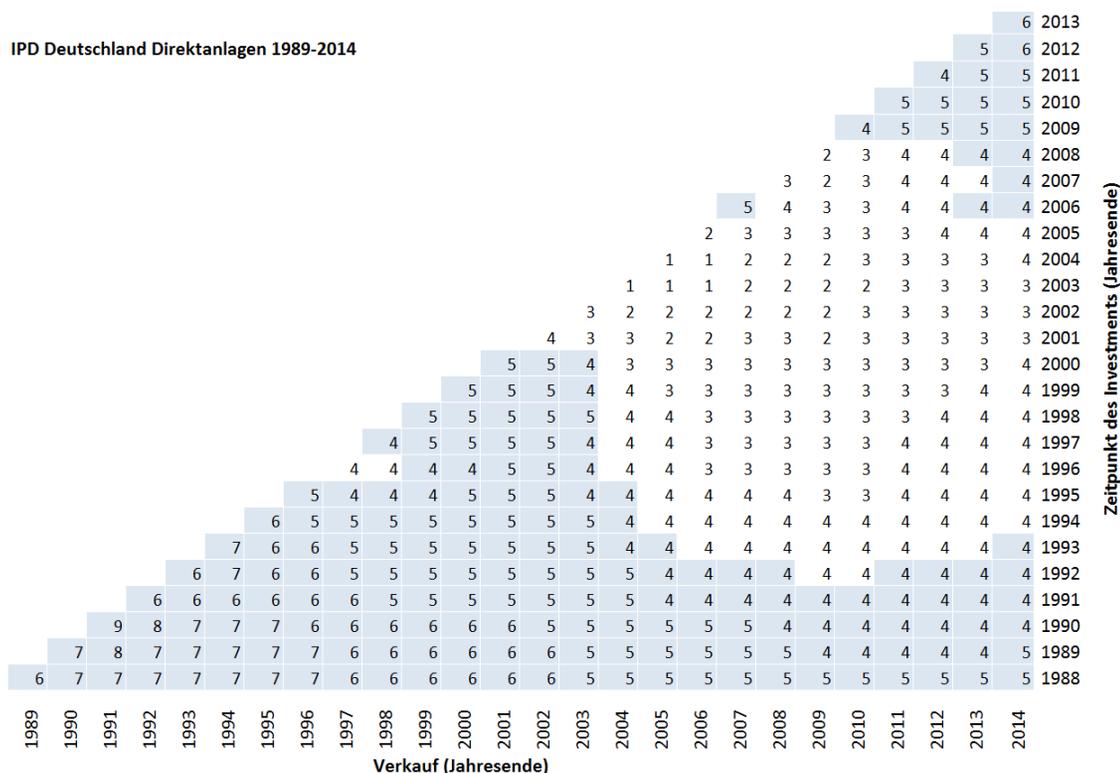
Da bei Immobilienanlagen für institutionelle Investoren in der Regel eine mittel- bis langfristige Perspektiv unterstellt werden kann, ist der Anlageerfolg in längeren Zeiträumen entscheidend für die Beurteilung der Assetklasse, während derer ein- oder auch mehrjährige Schwächephasen kompensiert werden können. Der Fokus ist hier auf der Performance der deutschen Immobilieninvestments. Multinationale Immobilieninvestitionen ermöglichen ein deutliches Diversifikationspotenzial durch die niedrige Korrelation vieler Immobilienmärkte.¹⁰⁶

Einstieg zwischen 2000-2008 bedingte moderate Renditen

Abbildung 21 zeigt anhand eines Renditedreiecks die annualisierten Total Returns von Immobilienanlagen in Deutschland (DIX) für verschiedene Investmentperioden im Zeitraum 1989 bis 2013. Zum Beispiel erzielten Investoren, die 2003 in den Markt einstiegen und 2009 ihre Immobilie(n) wieder verkauften, eine durchschnittliche jährliche Performance von lediglich 2 %.

¹⁰⁶ Vgl. Piazzolo, D. (2014).

Abbildung 21: Immobilienperformance im langfristigen Trend vs. Renditeerwartung



Quelle: IPD (2015) / Renditedefinition als durchschnittlicher Total Return p.a., also der Summe aus laufender Mietrendite und Wertänderungsrendite.

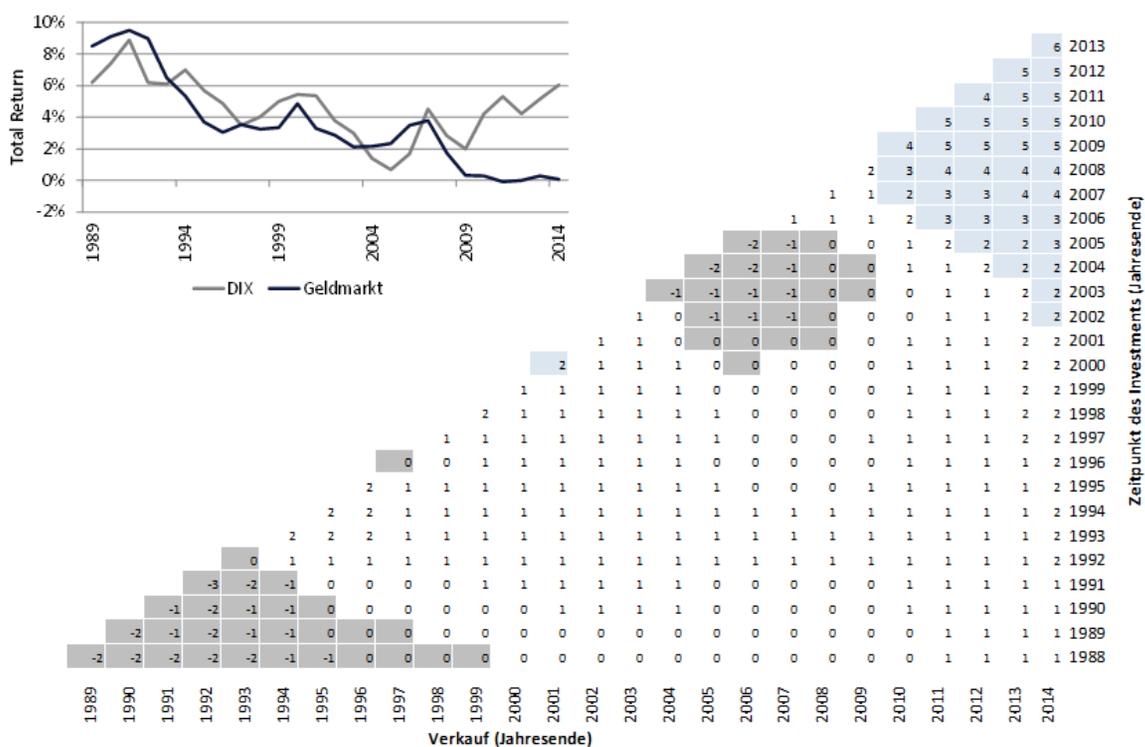
Die definierte Mindestrendite von bspw. 4,0 % wird nicht in allen Jahren mit deutschen direktgehaltenen Immobilien erwirtschaftet. Die grüne Markierung in der Abbildung zeigt die Zielerreichung in den entsprechenden Investmentzeiträumen. Über die vergangenen 25 Jahre weisen die Anlageerfolge signifikante Unterschiede auf: Hervorzuheben ist die schwache Performance von Investments, die nach dem Jahr 2000 realisiert wurden und auch bei langer Halte-dauer nicht die hier definierte Mindestrendite erzielen konnten. Erst seit dem Jahr 2009 führen Ankäufe – eine Performance analog zum Gesamtmarkt unterstellt – zum Erwirtschaften der Mindestrendite.

Die Zielverfehlung einer Mindestrendite auf Jahresbasis von 4,0 % in vielen Jahren schmälert die Attraktivität der Assetklasse „Immobilie“. Jedoch ist für die institutionellen Investoren mit ihrem Anlagedruck die relative Performance zu den anderen Anlageformen entscheidend.

Immobilienrenditen dominieren Geldmarkt erst seit ca. 2005

In der Abbildung 22 wird die oben dargelegte Immobilienperformance deshalb in einem zweiten Analyseschritt mit der Performance im Geldmarkt verglichen. Die grüne Markierung bedeutet eine Outperformance des deutschen Immobilienmarktes relativ zum Geldmarkt von mehr als 2,0 % p.a. Die rote Markierung zeigt eine relativ schlechtere Performance mit einem Immobilieninvestment als mit einem Geldmarktinvestment. Keine farbliche Formatierung bedeutet, dass die Immobilienanlagen im betrachteten Zeitraum zwischen 0,0 % und 2,0 % mehr als der Geldmarkt erzielt haben.

Abbildung 22: Immobilienperformance vs. Geldmarktzinsen



Quelle: IPD (2015)

Die Abbildung 22 zeigt das die Immobilien in den letzten Jahren sehr an relativer Attraktivität zum Geldmarkt gewonnen hat. Direktgehaltene Immobilien, die seit 2004 gekauft wurden und Ende 2013 im Bestand des Investors waren, hatten in den allermeisten Fällen eine durchschnittliche *Outperformance* von mindestens 2,0 % p.a. relativ zum Geldmarkt. Solch eine Outperformance der Immobilien war nur sehr vereinzelt im Zeitraum 1989 bis 2003 der Fall. Für diese Analyse ist es sinnvoll, den Geldmarktzins und nicht den Bondmarktzins zu verwenden, da in den letzten Jahren der starke Zinseinbruch zu einem außerordentlichen Preisanstieg der schon platzierten, langlaufenden festverzinslichen Wertpapiere geführt hat. Diese preisgetriebene Sonderkonjunktur im Bondbereich ist natürlich für den Investor, bezogen auf sein früheres Engagement der festverzinslichen Wertpapiere positiv, aber für die Entscheidung über einen Neueinstieg nicht relevant.

Diskrepanz: Absolute vs. relative Vorteilhaftigkeit

Die Diskrepanz bzgl. der Beurteilung der Immobilienperformance in Bezug auf die jeweilige absolute Höhe der Rendite (Abbildung 21) im Vergleich zu einer relativen Vorteilhaftigkeit (Abbildung 22) ist bemerkenswert. In der Abbildung 21 sind die Neunziger Jahre die „grünen“ Jahre, also die Jahre mit einer guten Immobilienperformance, während die Jahre am Anfang des Jahrtausends keine „grünen“ Jahre sind. Als reiner Immobilieninvestor wäre es also vorteilhafter gewesen, statt in den letzten Jahren in den Neunzigern in Immobilien engagiert zu sein. Jedoch verändert sich die Sichtweise im Rahmen einer Beurteilung der relativen Performance von Immobilieninvestments im Vergleich zum Geldmarkt in der Abbildung 22. Während der Anfang der Neunziger Jahre „rot“ sind, werden die letzten Jahre als „grün“ markiert. Dies bedeutet für den institutionellen Investor, der über seine Allokation in den verschiedenen Assetklassen entscheiden kann, dass es besser ist, nun in den Immobilien engagiert zu sein, als in den Neunziger Jahren. Das Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre führt zu einem deutlichen relativen Performancevorsprung der Immobilien im Vergleich zum Geldmarkt, der in dem gesamten Zeitraum seit der deutschen Wiedervereinigung ein Novum darstellt.

Die Aussage deckt sich mit anderen Studien von bspw. *Koniarski et al.* Die Autoren unterstreichen in ihrer Studie, dass bei langer Frist und vorgegebenen Zielrenditen die über der Inflationsrate notieren, der relative Anteil von Immobilien (Direktanlage) in einem Multi-Asset-Portfolio zunehmen sollte.¹⁰⁷

c. Immobilienaktien vs. andere Anlageklassen (Deutschland & Europa)

Michael Beck, Bankhaus Ellwanger & Geiger KG

Aktien sind im derzeit vorherrschenden Niedrigzinsumfeld ebenfalls eine Anlageklasse, die eine sehr gute Performance aufweist. Was für den breiten Aktienmarkt gilt, sollte in einer Branche, die traditionellerweise als zinssensitiv eingestuft wird, den börsennotierten Immobiliengesellschaften, ebenso gelten.

Parallelen zu „japanischen Verhältnissen“ ?

Bevor die Situation deutscher und europäischer Immobilienaktien bzw. REITs betrachtet werden soll, könnte ein erster Blick in das „Mutterland des Niedrigzins“, respektive Japan erste Hinweise geben. Eine langfristige Betrachtung der Entwicklung des japanischen Immobilienaktienindex „*Topix Real Estate*“ im Vergleich zur Entwicklung der Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen zeigt für die letzte Dekade einen relativ deutlichen Zusammenhang in Abbildung 23. Allerdings ist dieser unterbrochen von deflationären Phasen (in den Jahren

¹⁰⁷ Vgl. Koniarski, T. und Sebastian, S. (2014), S.22.

1991 bis 2000 sogar als "verlorene Dekade" bezeichnet) infolge konjunktureller Schwächephasen mit entsprechenden Folgen für Immobilienunternehmen (sinkenden Mieten, sinkende Immobilienpreise etc.).

Abbildung 23: Japanischer Immobilienaktienindex vs. 10-jährige Staatsanleihe

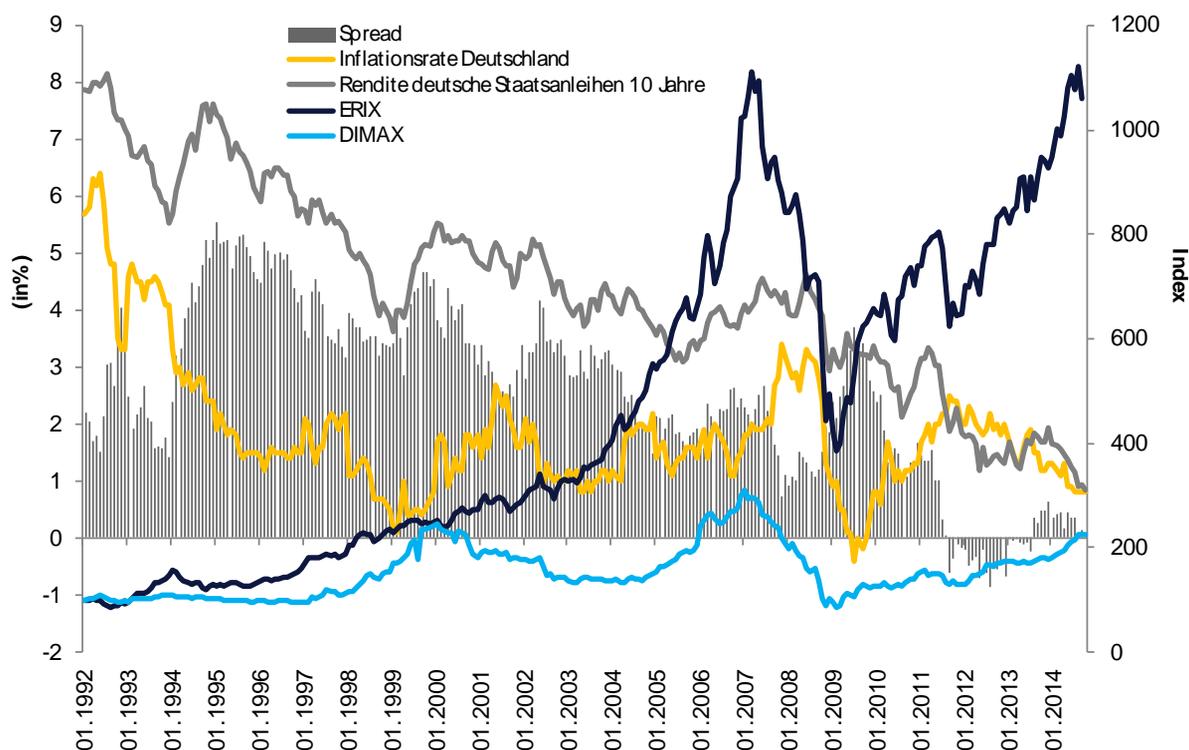


Quelle: Bloomberg, bereitgestellt vom Bankhaus Ellwanger & Geiger KG

Zwar sorgte die internationale Finanzkrise nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman im Jahr 2007 für eine deutliche Zäsur und Unterbrechung der Immobilienaktienhausse: diese wurde jedoch relativ zügig und deutlich ausgeglichen. Der stetige Rückgang der langfristigen Zinsen geht insgesamt mit einer kräftigen Aufwärtsbewegung des japanischen Immobilienaktienmarktes einher.

Manch parallele Entwicklung des Europäischen Zins- und Währungsraumes, mit dem als tendenziell problematisch empfundenen japanischen Vorbild der vergangenen „verlorenen“ Jahrzehnte, lässt bei einigen Analysten und Volkswirten die Sorge aufkeimen, inwieweit Europa auf „japanische Verhältnisse“ zusteuert. Dies meist in Bezug auf ein dauerhaft niedriges Zinsniveau, den regelmäßigen Kampf gegen deflationäre Tendenzen und gekennzeichnet von einem überaus moderatem Konjunkturwachstum. Ein Blick auf die Entwicklung des deutschen Immobilienaktienmarktes, verdeutlicht in der Indexentwicklung des *E&G-DIMAX* und des Europäischen REIT-Marktes, abgebildet durch den *E&G-ERIX* (European REIT Index), zeigt für die Vergangenheit deutliche Parallelen in Abbildung 24.

Abbildung 24: Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes



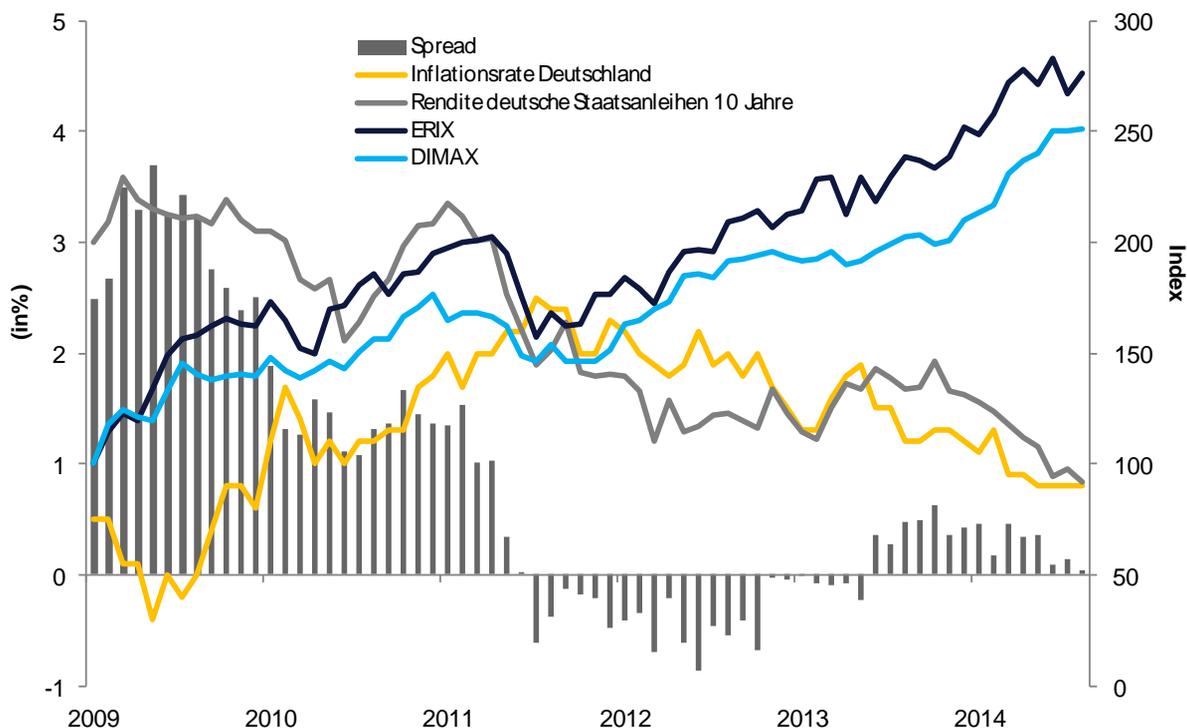
Quelle: Bloomberg, Bankhaus Ellwanger & Geiger KG (Spread = Realzins = Differenz 10-Jahresrendite zur Inflationsrate).

Entsprechend zeigt sich dieselbe scharfe Zäsur nach der von der US-Subprime-Krise und Lehman-Pleite ausgehenden Weltwirtschaftskrise, die sich in den börsennotierten Werten ab 2007 deutlich widerspiegelt. Auffällig ist auch, dass der deutsche Immobilienaktienmarkt bei genauer Betrachtung in der langfristigen Gegenüberstellung deutlich hinter der europäischen Entwicklung zurück bleibt. Dies ist allerdings durch mehrere Sonderfaktoren begründet. Die Hauptursache liegt in den Insolvenzen der beiden ehemals größten Immobilienaktiengesellschaften Deutschlands – der *WCM Grundbesitz- und Beteiligungs AG* und der *IVG Immobilien AG* – begründet. Beide Gesellschaften wiesen jeweils ca. 40 % bzw. 25 % Indexanteil auf. Europaweit gab es dazu keine Parallele, so dass die Wertentwicklung des Europäischen REIT-Index eine weitaus bessere Performance im selben Zeitraum aufweisen konnte. Dennoch ist bei beiden Chartverläufen der gegenläufige Trend zu den fallenden Inflationsraten und 10-Jahresrenditen deutlich zu sehen.

Immobilienindex entwickelte sich gegenläufig zu Inflation und Zinsen

Um diesen Zusammenhang deutlich sichtbarer zu machen, bietet sich ein Blick auf die letzten fünf Jahre an, die den Haupteffekt der langjährigen Entwicklung fallender Renditen verdeutlichen.

Abbildung 25: Wertentwicklung ERIX im Vergleich



Quelle: Bloomberg, Bankhaus Ellwanger & Geiger KG

In diesem Zeitraum ist der gegenläufige Trend eindeutig zu sehen. Den sich stetig zurückbildenden Renditen 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsraten stehen die ebenso stetig aufwärts gerichteten Immobilienaktien- und REIT-Kursverläufe gegenüber – diese wiederum reflektieren auch die am Markt vorherrschende Yield-Compression bei Immobilien und damit steigende Preise. Die monetäre Inflation bildet sich zwar gemäß den üblichen Warenkorbrechnungen seit einiger Zeit zurück, die steigende Vermögenspreisinflation zeigt sich jedoch nicht nur in den Preisen für Direktanlagen, sondern auch in den Kursverläufen indirekter Immobilienanlageformen, wie hier bspw. Immobilienaktien und REITs. Für den beobachteten Zusammenhang werden in der weiteren Folge thesehaft mögliche Gründe weiter ausgeführt.

Refinanzierungsvorteile unterstützten Performance

Nach dem Ausbruch der Finanz- und Schuldenkrise im Jahr 2008 gerieten viele Banken in ernsthafte Schwierigkeiten. Die Erhöhung von Kapitalreserven und insbesondere der Abbau von Risikoaktiva standen im Zentrum der Bemühungen vieler nur mit Staatshilfe überlebender Kreditinstitute. Die Vielzahl an Banken, die die Immobilienmärkte großzügig mit Finanzierungs-

mitteln ausstatteten, reduzierte sich relativ schnell auf nur noch wenige Marktteilnehmer. Länderübergreifende Finanzierungsprojekte kamen fast gänzlich zum Erliegen. In dieser Situation wuchsen die Sorgen um die Überlebensfähigkeit von Immobiliengesellschaften mit sehr hohen *Verschuldungsquoten*. Notverkäufe ganzer Immobilien-Portfolien wurden befürchtet. Nachdem aber weder die finanzierenden Banken, noch die Immobiliengesellschaften Interesse an kollabierenden Immobilienmärkten hatten, gelang es den meisten Akteuren, ihre Kreditlinien - nicht zuletzt mit dem „Geldfüllhorn“ der Europäischen Zentralbank - erfolgreich zu verlängern. Hierbei taten sich Wohngesellschaften mit diversifizierten und stetigen, berechenbaren Cash-Flow-generierenden Beständen leichter, als Immobilienunternehmen, die im Gewerbe- bzw. Bürobereich tätig waren. In diesen Segmenten kam die Erholung erst, als sich die V-förmige Erholung des größten BIP-Einbruchs seit über 50 Jahren ankündigte.

Die sich stetig verbessernden Finanzierungsbedingungen führten zu einer wahren Flut von Refinanzierungsmeldungen, die zu den häufigsten und wichtigsten ad-hoc-Meldungen börsennotierter Gesellschaften avancierten. Einmalaufwendungen durch z.B. Vorfälligkeitsentschädigungen standen deutliche mittel- und langfristige Zinsaufwandeinsparungen gegenüber. In diesem Zug wurde von einigen Gesellschaften der Trend genutzt, Bankenfinanzierungen durch oft unbesicherte Anleiheemissionen zu substituieren. Weitere Einspareffekte konnten damit realisiert werden. Eine wichtige Grundlage für die Immobilienaktienhausse der letzten fünf Jahre war damit durch stabile und vor allem relativ günstige Fremdkapitalbeschaffung gelegt.

Bewertungsvorteile (NAV) stimulieren Immobilienaktien

Über die verschiedenen Ansätze zur Ermittlung der Werthaltigkeit der Immobilienbestände von Immobiliengesellschaften wurde in der Vergangenheit viel diskutiert. Zwar ist noch kein vollkommen einheitlicher Ansatz zur Berechnung einer *Net-Asset-Value*-Kennzahl (NAV)¹⁰⁸ erarbeitet worden, aber eine Gemeinsamkeit gibt es doch. Die sukzessive Reduzierung der Finanzierungskosten und Kapitalisierungszinssätzen (der Immobilienmarktrenditen) führen zu höheren Wertansätzen der jeweiligen Bestände und damit ceteris paribus zu höheren NAV-Ansätzen der gehaltenen Portfolios. Die höheren NAV-Werte führen zu höheren Kursbewertungen des Eigenkapitals an den Börsen. Faktisch notieren die Börsenkurse in Krisenzeiten unter diesen NAV-Werten (*Discount*), wohingegen sie in Boom-Zeiten aber durchaus auch darüber steigen können (*Premium*).

¹⁰⁸ Vgl. EPRA Best Practice Recommendations (2014), S. 10ff. Der NAV, auch Substanzwert genannt, ist der Wert aller materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände eines Unternehmens abzüglich der Verbindlichkeiten. Zu den gängigen weiteren Differenzierungen des NAV Konzeptes vgl. EPRA.

Zinssensitivität der Gewinnerwartungen

Ein dauerhaft sinkendes Zinsniveau hat regelmäßig Auswirkungen auf die Performance von börsennotierten Immobiliengesellschaften. Steigende Gewinne sind bei abnehmenden Zinsaufwendungen in der Regel fast automatisch die Folge, sofern sich das Management einer Immobiliengesellschaft nicht durch unpassende Zinssicherungsgeschäfte dieser zinsinduzierten Vorteile beraubt. An den Börsen werden die hieraus erwachsenden zukünftigen Gewinnerwartungen antizipiert und die entsprechenden Vorteile durch sinkende Zinsen automatisch eingepreist. Steigende Kurse waren im Zeitraum 2009 – 2014 die Konsequenz.

„Alternativlosigkeit“ der Aktie

Kapitalsammelstellen aller Art, seien es Pensionskassen, Stiftungen oder Versicherungen, beginnen unter der Niedrigzinsphase zu leiden. Die „Aktie“ hat allgemein an Stellenwert gewonnen und wird inzwischen wieder als echte Investmentalternative wahrgenommen. Konkurrierende Anlagemöglichkeiten, wie Schuldverschreibungen, können mit der Höhe der gegenwärtig erzielbaren Dividendenausschüttungen nicht mehr mithalten. Die Suche nach stetigen Erträgen und berechenbaren Cash-Flows (z.B. Mieten) sowie die zunehmende Schwierigkeit, Direktanlagen im Immobilienbereich aufgrund des knappen Angebotes in ausreichendem Masse zu realisieren, rückt die Form der indirekten Immobilienanlage zunehmend in den Mittelpunkt des Interesses. Einzig die immanente *Volatilität* börsennotierter Anlageinstrumente verhindert, dass sich zum Beispiel Versicherungsgesellschaften aufgrund ungünstiger Regularisierungsaufgaben stärker in diesem Bereich engagieren. Nach der neuen *Solvency II*-Richtlinie müssen z.B. Versicherungsgesellschaften eine Wohnimmobilienaktie in ihrem Anlagebestand (die über einen diversifizierten Wohnungsbestand, der regelmäßige Cash Flows und damit dividendenfähige Erträge erwirtschaftet) dennoch mit 45 % Eigenkapital unterlegen. Damit wird dieses Investment von vorneherein kaum als lukrativ einzustufen sein, zumal die Unterlegung bei einer Direktveranlagung in Wohnimmobilien lediglich ca. 20 % Eigenkapitaldeckung induzieren würde. Im Gegensatz dazu liegt der Hinterlegungssatz bei Staatsanleihen, z.B. von Griechenland, bei 0 %. Die Folge ist, dass wie bei den deutschen DAX-Werten auch bei deutschen Immobilienaktien derzeit noch ausländische Investoren dominieren.

Allgemein gute Performanceentwicklung von Aktienanlagen

Die erfolgreiche Einführung von *REIT*-Gesetzgebungen in vielen Ländern steht im klaren Gegensatz zur bisher erfolglosen Einführung von REITs in Deutschland. Zu den seit den 90er-Jahren bestehenden REIT-Modellen in den Benelux-Ländern setzten sich in Europa REITs z.B. in Frankreich und Großbritannien sowie jüngst in Spanien und Italien durch und werden dort als sinnvolle Investitionsform betrachtet. Anders in Deutschland, wo REITs aufgrund eines unzureichenden REIT-Gesetzes allenfalls ein unbedeutendes Schattendasein führen. Die Marktkapitalisierung des allgemeinen Immobilienaktienmarktes erfreute sich in Deutschland in

den letzten Jahren hingegen einer substantiellen Steigerung. Durch eine Reihe großvolumiger Börsengänge und den positiven Kurszuwächsen der letzten Jahre stieg die Marktkapitalisierung der im E&G-DIMAX gelisteten Immobilienaktiengesellschaften von 7,3 Mrd. EUR Ende 2008 auf nunmehr 33 Mrd. EUR Ende 2014. Die Investment-Alternativen hinsichtlich Anzahl, Größe und Liquidität adäquater Immobilienaktien erweitern sich nun auch in Deutschland.

Risiko-Renditeprofil der Immobilienaktien

Betrachtet man die langfristigen Renditen der verschiedenen Immobilieninvestitionssegmente (siehe Abbildung 26), so wird deutlich, dass die Zeitreihe europäischer REITs über einen Zeitraum von 27 Jahren die höchsten Jahresrenditen erzielt hat. Der deutsche Immobilienaktienmarkt konnte nur bedingt mithalten, was mit den oben genannten Sonderfaktoren (Insolvenzen) begründet werden kann. Während der letzten 5 Jahre weist der E&G-DIMAX mit 14,22 % jedoch die höchste Rendite p.a. auf. Auch im langfristigen Vergleich mit offenen Fonds (BVI) oder der Direktanlage (DIX) schneiden Immobilienaktien und REITs in Bezug auf die annualisierten Renditen deutlich besser ab – bei erwartungsgemäß höherer Volatilität.

Abbildung 26: Historische Renditeprofile verschiedener Anlageklassen

Stand: 31.12.2014, Angaben in %	Rendite p.a.	Zeitraum Jahre	2014	5 Jahre p.a. (2010-2014)	10 Jahre p.a. (2005-2014)
E&G DIMAX	5,95	26	42,03	15,15	5,45
G-REIT-Index	2,36	7	17,93	7,18	n.a.
E&G ERIX (REITs Europa)	9,88	27	20,30	12,25	7,42
offene Fonds (BVI)*	4,52	27	1,60	1,02	2,59
DIX (direkte Immobilien)**	4,63	26	6,00	5,04	3,70
Dax***	8,02	26	2,56	10,58	8,76
DJ Stoxx 50 (Perf.-Index)***	9,08	21	4,01	7,78	4,74

Quelle: Bankhaus Ellwanger & Geiger KG, *BVI (31.12.2013), **MSCI / IPD Investment Property Databank GmbH (31.12.2014), *** Reuters

Hierbei stellt sich die Frage, wie lange institutionelle Investoren hierzulande vor dem Hintergrund eines sich manifestierenden Niedrigzinsumfeldes noch zögern können, sich stärker in diesem Anlagesegment zu engagieren. Mit deutlich steigenden Zinsen, die die oben genannten kursbegünstigenden Faktoren für Immobilienaktiengesellschaften in ihr Gegenteil umwandeln könnten, ist derzeit kaum zu rechnen.

d. Immobilienaktien vs. andere Anlageklassen (USA)

Marcus Stahlhacke CFA, CAIA, FRM, Allianz Global Investors GmbH

Immobilienaktien im Allgemeinen und REITs (Real Estate Investment Trusts) im Besonderen bieten Investoren im Unterschied zu direkten Immobilienanlagen hohe Flexibilität bei der Handelbarkeit sowie hohe Liquidität beim Investment in Immobilien. Da Erwerb, Verwaltung und Vermietung von Immobilien das Hauptgeschäftsfeld der Emittenten von Immobilienaktien und REITs darstellen, sollte langfristig die Wertentwicklung von REITs und Immobilienaktien die fundamentale Entwicklung auf den Immobilienmärkten reflektieren. Allerdings werden REITs und Immobilienaktien an Börsen gehandelt – dies führt einerseits zu der im Vergleich zu direkten Immobilieninvestments sehr hohen Liquidität, hat andererseits aber zur Folge, dass sich die Preise ausschließlich durch Angebot und Nachfrage an der Börse ergeben. In turbulenten Marktphasen kann es dadurch – wie auch bei anderen Aktieninvestments - zu erheblichen Kursschwankungen kommen.

In diesem Abschnitt wollen wir der Frage nachgehen, wie sich REITs im Vergleich zu direkten Immobilienanlagen, zu Aktien und zur Inflation verhalten. In diesem Zusammenhang soll auch Licht auf die Frage geworfen werden, ob REITs als Inflationsschutz auf kurze bzw. auf lange Frist geeignet sind.

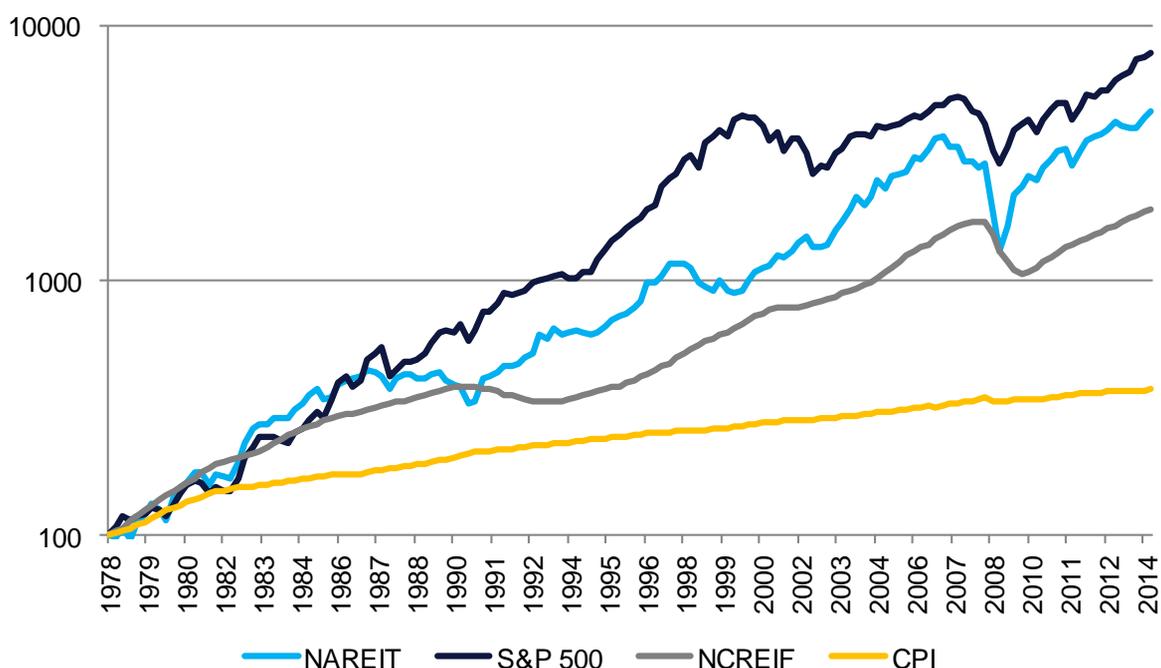
Bei der folgenden Analyse wurden Daten für die USA basierend auf den folgenden Indizes untersucht:

- REITs NAREIT: Der Index der *National Association of Real Estate Investment Trust* (NAREIT) umfasst derzeit 154 sich in den USA im öffentlichen Handel befindende REITs mit einer Gesamtkapitalisierung von über 800 Mrd. USD. Die einzelnen Werte werden mit ihrer Marktkapitalisierung gewichtet. Der NAREIT ist ein Performance-Index, d.h. er enthält sowohl Kursänderungen als auch Ausschüttungen.
- Direkte Immobilieninvestment NCREIF: Der Property-Index des *National Council of Real Estate Investment Fiduciaries* (NCREIF) basiert auf (Gutachter-) Bewertungen von Immobilien aller Typen in den USA. Die Daten stammen von den Mitgliedern des NCREIF eingeschickt und um alle, sich aus der Finanzierungsstruktur ergebende, Hebeleffekte bereinigt. Der Index wird seit 1978 quartalsweise ermittelt und umfasst derzeit 7.062 Objekte in den USA mit einem Marktwert von rund 400 Mrd. USD. Die einzelnen Objekte werden nach ihrem Marktwert gewichtet. Indexberechnungen basieren auf Gesamtrenditen (d.h. Wertänderungs- und Mietrenditen), respektive dem Total Return der einzelnen Immobilien, ohne Provisionen der Verwalter.

- Aktienmarkt S&P 500: Der S&P 500 ist ein Aktienindex, der die Aktien von 500 der größten börsennotierten US-amerikanischen Unternehmen umfasst, die nach ihrer Marktkapitalisierung gewichtet werden. Beim klassischen S&P 500 handelt es sich um einen Kursindex, wobei hier der entsprechenden Performanceindex S&P 500 Total Return Index verwendet wird.
- Inflationsindex CPI US Index (All Urban Consumers, All Items): Ein Consumer Price Index (kurz CPI) der USA ist eine im Rahmen der amtlichen Statistik errechnete Indexzahl zur Beobachtung der Preisentwicklung von Konsumgütern ausgewählter wirtschaftlicher Bereiche in den USA. Wir verwenden einen CPI, der alle wesentlichen Wirtschaftsbereiche abdeckt.

Der Verlauf der Indizes über den Betrachtungszeitraum von 1979(12) bis 2014(6) kann der folgenden Abbildung 27 entnommen werden, für die wir eine logarithmische Skala wählen, um die prozentualen Veränderungen besser erkennen zu können.

Abbildung 27: Performanceentwicklung NAREIT, S&P500, NCREIF und CPI



Quelle: Allianz Global Investors GmbH; Datenquelle: Datastream

Werfen wir zunächst einen Blick auf die Schwankung bzw. Volatilität der Indizes. Die Volatilität des REIT-Indexes wies über den Betrachtungszeitraum mit 18,0 % eine hohe Schwankung auf, die sogar noch leicht über der Schwankung des Aktienmarkts (16,3 %) lag. Der Index für direkte Immobilieninvestments war mit einer Volatilität von 5,5 % deutlich niedriger, wenn auch noch markant höher als die Schwankung des Konsumentenpreisindex (1,6 %). Die kurzfris-

tigen Risiken des REITs-Marktes werden plastisch, wenn man sich den höchsten Quartalsverlust vor Augen führt. Dieser lag bei circa minus 37 % im vierten Quartal 2008, der S&P 500 verlor im selben Zeitraum „nur“ etwa 22 %.

Hohe Volatilität der Immobilienaktien – „Mehr Aktie als Immobilie“

Nicht nur die Volatilität der REITs weist mehr Gemeinsamkeiten mit dem Aktienmarkt auf, als mit dem direkten Immobilienmarkt. Auch die Korrelation mit dem Aktienmarkt ist größer als mit dem direkten Immobilienmarkt. Kurzfristig dominieren somit eindeutig die Aktienmarkt-Effekte bei den REITs, der Zusammenhang mit dem Immobilienmarkt spielt hingegen eine untergeordnete Rolle. Bei mittel- und langfristigen Betrachtungszeiträumen ändert sich dieses Bild jedoch (vgl. hierzu Abschnitt 2).

Wir untersuchen daher zunächst die *Lead-Lag-Beziehung* von REITs, Aktien und direkten Immobilienanlagen. Für den Aktienmarkt (S&P 500) und den REIT-Index ergab sich erwartungsgemäß die höchste Korrelation (0,6) ohne zeitliche Verschiebung.

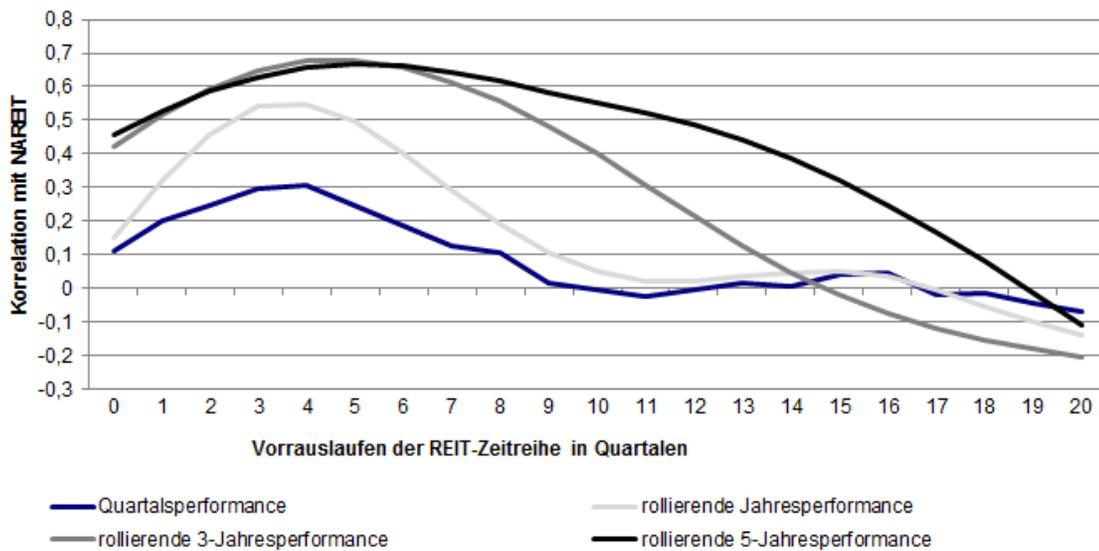
Für REITs und dem Preisverlauf direkter Immobilieninvestments (NCREIF-Index) ist hingegen ein Vorlauf zu erwarten, da REITs-Preise Börsenkurse sind, in denen sich die Zukunftserwartungen der Marktteilnehmer widerspiegeln. Gutachter hingegen bewerten primär auf Basis eingetretener Fakten (z.B. vorliegenden Transaktionspreisen vergleichbarer Objekte, neu abgeschlossener Mietverträge etc.) aus der Gegenwart oder Vergangenheit, sodass der auf Gutachterpreisen ermittelte NCREIF-Index nachlaufen sollte. Darüber hinaus führt die zu beobachtende hohe Bewertungspersistenz zu einem *Glättungseffekt* (sog. *Smoothing-Effekt*), der sich in einer niedrigeren Volatilität und einer hohen *Autokorrelation* der Zeitreihe niederschlägt.

Direktanlagen folgen Aktienverlauf mit Time-Lag

Mit Hilfe einer Lead-Lag-Analyse bestimmten wir den Vorlauf der Wertentwicklung von Immobilienaktien zu der Wertentwicklung von direkten Immobilienanlagen. Im gesamten Zeitraum ergab sich dabei ein Vorlauf von circa 4 Quartalen (siehe Abbildung 28).¹⁰⁹

¹⁰⁹ Vgl. Zu ähnlichen Ergebnissen kommen Schindler, F. und Rehkugler, H. (2009), S. 263.

Abbildung 28: Lead-Lag-Beziehung 1978 bis 2014



Quelle: eigene Berechnungen der Allianz Global Investors GmbH, Datenquelle: Datastream

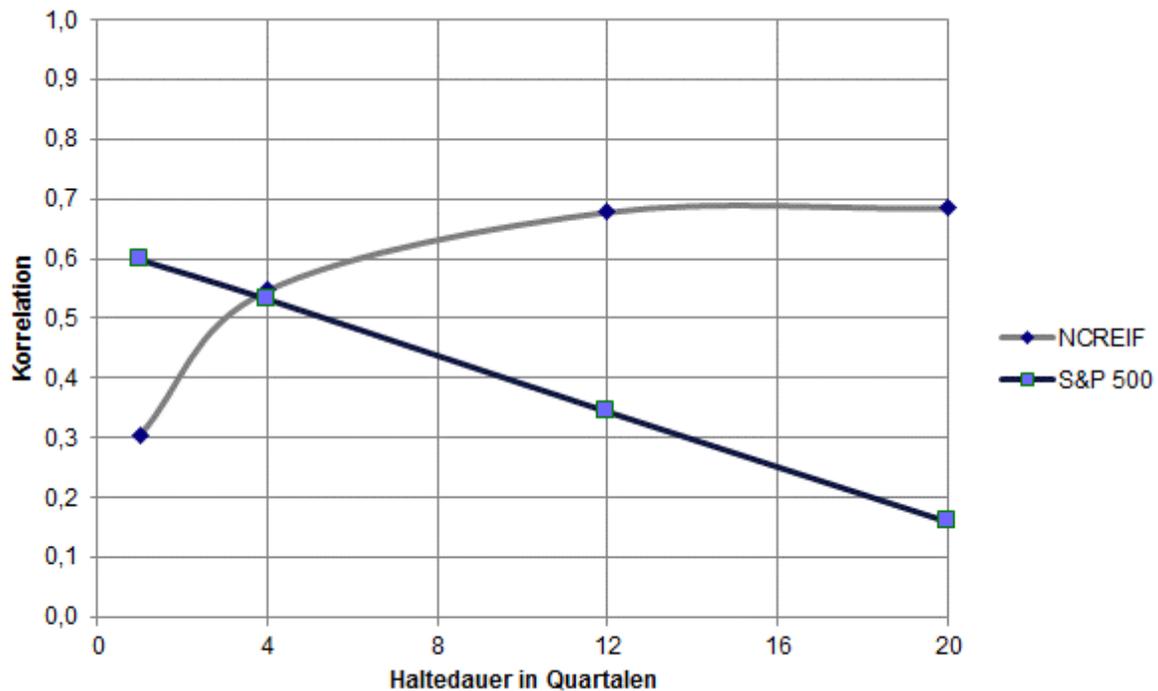
Aber auch wenn diese Vorlaufbeziehung berücksichtigt wird, zeigt sich, dass bei einer kurzen Haltedauer der REIT-Index (NAREIT) einen höheren Gleichlauf mit dem Aktienindex (S&P 500) als mit dem Index für direkte Immobilienanlagen (NCREIF) aufweist. So lag beispielsweise die Korrelation zwischen REITs (NAREIT) und Aktienmarkt (S&P 500) für Quartalsdaten bei 0,6 im betrachteten Zeitraum, wohingegen – auch unter Berücksichtigung der Lead-Lag-Beziehung - die Korrelation mit den direkten Immobilienanlagen (NCREIF) nur bei 0,31 lag.¹¹⁰

Lange Haltedauern vom Immo-Aktien – Immobilienperformance dominiert

Bei längeren Haltedauern nimmt der Gleichlauf zwischen REITs und Aktienmärkten jedoch deutlich ab, siehe Abbildung 29. Bei einer einjährigen Haltedauer ist die Korrelation zu direkten Immobilieninvestments und Aktienmarktindex in etwa gleich. Bei dreijährigen Returns liegt der Gleichlauf mit dem Aktienmarkt mit einer Korrelation von 0,35 schon deutlich unterhalb der Korrelation mit direkten Immobilieninvestments, deren Korrelation auf 0,68 ansteigt.

¹¹⁰ Ohne Berücksichtigung der Lead-Lag-Beziehung liegt die Korrelation bei 0,11.

Abbildung 29: Korrelation von REITS mit NCREIF bzw. S&P 500



Quelle: eigene Berechnungen der Allianz Global Investors GmbH, Datenquelle: Datastream / Darstellung in Abhängigkeit der Haltedauer

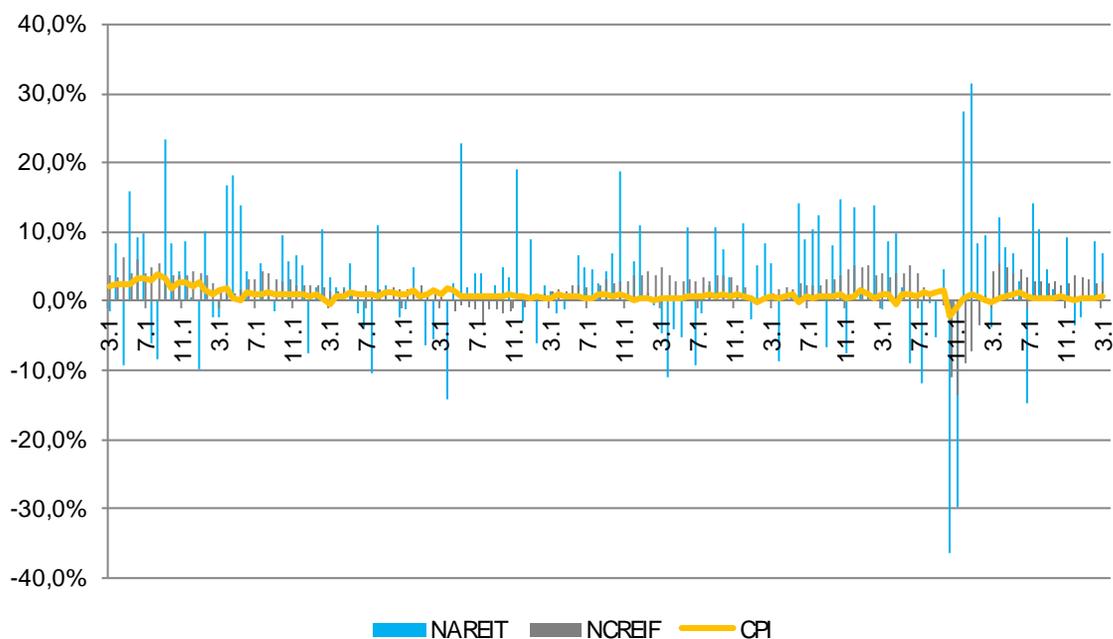
Bei einer längeren Haltedauer ähneln REITs in ihrer Performance somit wesentlich stärker direkten Immobilieninvestments, wohingegen die Zusammenhang der REIT-Indizes mit Aktienindizes bei zunehmender Haltedauer abnimmt. Dies ist nicht verwunderlich, da die Verankerung der REITs im Immobiliensegment langfristig durchschlagen sollte.

Wenden wir uns nun der Frage zu, wie der Zusammenhang zwischen REITs, steigenden Zinsen bzw. einer steigenden Inflationsrate aussieht. Eine steigende Inflationsrate – sofern nachfragebedingt – geht typischerweise mit einer Konjunkturerholung einher und dies sollte positiv für Immobilienanlagen sein. Ein verbessertes ökonomisches Umfeld führt zu einer stärkeren Nachfrage nach Immobilien, zu höheren Mieten (teilweise sind die Mieten direkt an die Inflation gekoppelt) und auch die von Anlegern verlangte Risikoprämie für REITs sollte sinken (vgl. hierzu auch Abschnitt 2). Kommt man darüber hinaus aus einer Rezession, ist häufig auch die Pipeline an neuen Immobilien eher schwach, sodass eine vermehrte Nachfrage auf ein relativ knappes Angebot stößt.

Einen negativen Nachfrageeffekt sollten hingegen steigende Zinsen aufgrund der damit einhergehenden steigenden Finanzierungskosten haben. In der Literatur wird der positive Zusammenhang zwischen steigenden Zinsen und einer steigenden Inflation auf der einen Seite

und einer überdurchschnittlichen REIT-Performance auf der anderen Seite kontrovers diskutiert.¹¹¹ Viele Studien kommen zu dem Ergebnis, dass es keine oder gar eine negative Beziehung zwischen der Inflationsentwicklung und der Performance des REITs-Marktsegments gibt. Für kurze Anlagehorizonte ist dies zunächst nicht verwunderlich, dass REITs keinen hohen Gleichlauf mit der Inflation besitzen, da aufgrund der kurzfristig dominierenden Aktiencharakteristika der REITs eine sehr hohe Grundschwankung vorliegt. In Abbildung 30 sind die starken Ausschläge der Immobilienaktien (REITs) zu erkennen, die sich schon in den hohen Volatilitätswerten niedergeschlagen haben. Es ist offensichtlich, dass REITs für kurze Anlagehorizonte keine gute Absicherung gegen Preisveränderungen sein können.

Abbildung 30: Quartalsdeltas von REITs, Direktanlagen und Preisindex



Quelle: eigene Berechnungen der Allianz Global Investors GmbH, Datenquelle: Datastream

Für längere Anlagehorizonte ist der fehlende oder gar negative Zusammenhang indes nicht zu erwarten. Betrachten wir hierzu die Korrelation zwischen dem Inflationsindex und den Immobilien- bzw. Aktienindex. Die Ergebnisse für ein Quartal sowie ein, drei bzw. fünf Jahre sind in Abbildung 31 dargestellt. Erwartungsgemäß sind die Korrelationen von Aktienmarkt- und REITs-Index zum Inflationsindex über eine kurze Haltedauer, also ein Quartal oder ein Jahr, sehr gering. Bei längeren Anlagehorizonten nehmen diese jedoch zu: REITs erreichen über rollierende 5 Jahresperioden mit circa 0,3 gar einen ähnlich hohen Wert wie der Index für direkte Immobilienanlagen (NCREIF).

¹¹¹ Siehe Abbildung 1, Abschnitt 2.

Abbildung 31: Korrelationen des Inflationsindex mit dem Immobilien- und Aktienmarkt

Korrelationen (1978-2014)		Quartal	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
Inflationsindex (CPI)	NAREIT	0.06	0.08	0.18	0.29
	NCREIF	0.39	0.40	0.35	0.30
	S&P 500	- 0.03	- 0.04	0.09	0.22

Quelle: Bloomberg/ Datastream

Der Wert liegt überdies oberhalb des Korrelationswertes von Inflations- und Aktienmarktindex, allerdings muss wohl fairerweise gesagt werden, dass der Inflationsschutz nicht wesentlich über den von herkömmlichen Aktieninvestments hinausgeht. Dies deutet darauf hin, dass zum einen die Immobilienkomponente bei REITs mit verlängertem Anlagehorizont stärker zum Tragen kommt und zum anderen, dass Immobilien für längere Anlagezeiträume einen besseren Inflationsschutz bieten (vgl. auch Abschnitt 2).¹¹² Auch andere Studien, wie bspw. eine Analyse der *Credit Suisse* für die USA zeigen deutlich, dass direkte Immobilieninvestments in einem inflationären Umfeld eine bessere Performance (gemessen als Total return) aufweisen als andere Anlageklassen. Insbesondere in Zeiten hoher Inflationsraten (> 3,5 % p.a.) zeigten sich die relativen Vorteile.¹¹³

Mögliche Gründe für die niedrige oder gar negative Korrelation zwischen REITs und Inflation – wie sie in einigen empirischen Studien ermittelt wurden¹¹⁴ - können, neben methodischen Problemen der adäquaten Messung, in Vorlaufeffekten bei REITs, unterschiedlichen Ursachen der Inflation oder Überlagerungseffekten mit anderen Ursachen für Immobilienpreisveränderungen (Preisverzerrungen im Rahmen von Bubbles etc.) liegen.

Aufgrund der aktuellen Marktsituation wird zum Abschluss dieses Abschnittes ein Blick auf die Performance von REITs vor und nach Beginn der Leitzinserhöhungszyklen geworfen. In Abbildung 32 ist die durchschnittliche Performance von ausgewählten Vermögensklassen (Renten, Geldmarktanlagen (3 Monate), REITS (NAREIT), direkten Immobilienanlagen (NAREIF), Aktien (S&P)) sowie die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (GDP) und der Inflation (CPI) in den Zeiträumen vor und nach dem Quartalsendstand, in dem die erste Zinserhöhung stattfand, abgetragen. Es zeigt sich, dass REITs vor und nach Beginn eines Zinserhöhungszyklus eine solide Performance aufwiesen. So wiesen die vier Quartale vor dem Beginn der Zinsanhebung eine Performance von durchschnittlich 16,8 % und die vier Quartale danach eine

¹¹² Bei der Interpretation der Korrelationen für die längerfristigen Halteperioden ist eine gewisse Vorsicht geboten, da alle betrachteten Indizes einen positiven Trend aufweisen, der die Korrelationen für wachsende Halteperioden ansteigen lässt.

¹¹³ Vgl. Thambiah et al. (2011), S.4.

¹¹⁴ Vgl. z.B. Chatrath, A. und Liang, Y. (2009), S. 312.

durchschnittliche Performance von 4,2 % auf. Im Vergleich zu Aktien wiesen REITs somit vor der Zinserhöhung im Durchschnitt eine schwächere Performance, vier bis sechs Quartale danach jedoch eine bessere Performance auf. In der Tabelle zeigt sich auch wieder ein gewisser Nachlauf des auf Gutachterpreisen basierenden NCREIF-Index, der die vier Quartale nach Beginn des Zinsanhebungszyklus von den betrachteten Anlageklassen die beste Performance erzielte. Diese Ergebnisse sind jedoch nicht statistisch signifikant, da die Streuung bei den sechs betrachteten Zinsanhebungszyklen erheblich ist.

Abbildung 32: Performance-/ Renditecharakteristika vs. Zinserhöhungszyklen der Fed¹¹⁵

Durchschnitt seit 1978	-18m	-12m	-6m	-3m	+3m	+6m	+12m	+18m
Rentenindex	17.1%	5.9%	2.1%	-4.0%	0.0%	-1.4%	1.9%	9.2%
Rentenrendite (bp)	-67.3	21.0	13.0	87.8	32.2	87.2	115.5	67.1
Geldmarktindex	10.9%	6.9%	3.1%	1.4%	1.7%	3.7%	7.9%	12.5%
Geldmarktrendite (bp)	-98.2	-77.6	-80.7	107.0	107.6	90.4	180.0	187.5
NAREIT	31.3%	16.8%	13.7%	5.6%	1.2%	4.2%	6.4%	14.1%
NCREIF	16.0%	9.6%	4.6%	2.5%	2.7%	5.8%	13.0%	20.3%
Aktien	36.0%	20.6%	15.3%	7.3%	2.5%	8.6%	3.3%	7.8%
GDP	4.4%	3.2%	2.2%	1.5%	1.4%	2.3%	3.9%	5.0%
CPI	6.8%	4.5%	2.1%	1.0%	1.2%	2.3%	4.8%	6.5%
US REITs – Aktien	-4.8%	-3.8%	-1.5%	-1.6%	-1.2%	-4.4%	3.1%	6.3%

Quelle: Datatstream / Bloomberg

8. Reaktionsmuster und -strategien einzelner Marktsegmente im Niedrigzinsumfeld

Im folgenden Abschnitt wird zunächst näher auf die Einordnung von Zinsänderungsrisiken im Kontext des immobilienwirtschaftlichen Risikomanagements eingegangen. Darauf aufbauend werden aus theoretischer Sicht Instrumente und Strategien vorgestellt, die grundsätzlich geeignet sind, Risiken zu begrenzen und in der praktischen Anwendung auch einen Teil des betrieblichen Risikomanagements bilden.

Vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfeldes werden darüber hinaus die Strategien und Konzepte führender Marktteilnehmer aus unterschiedlichen Segmenten näher vorgestellt. Die

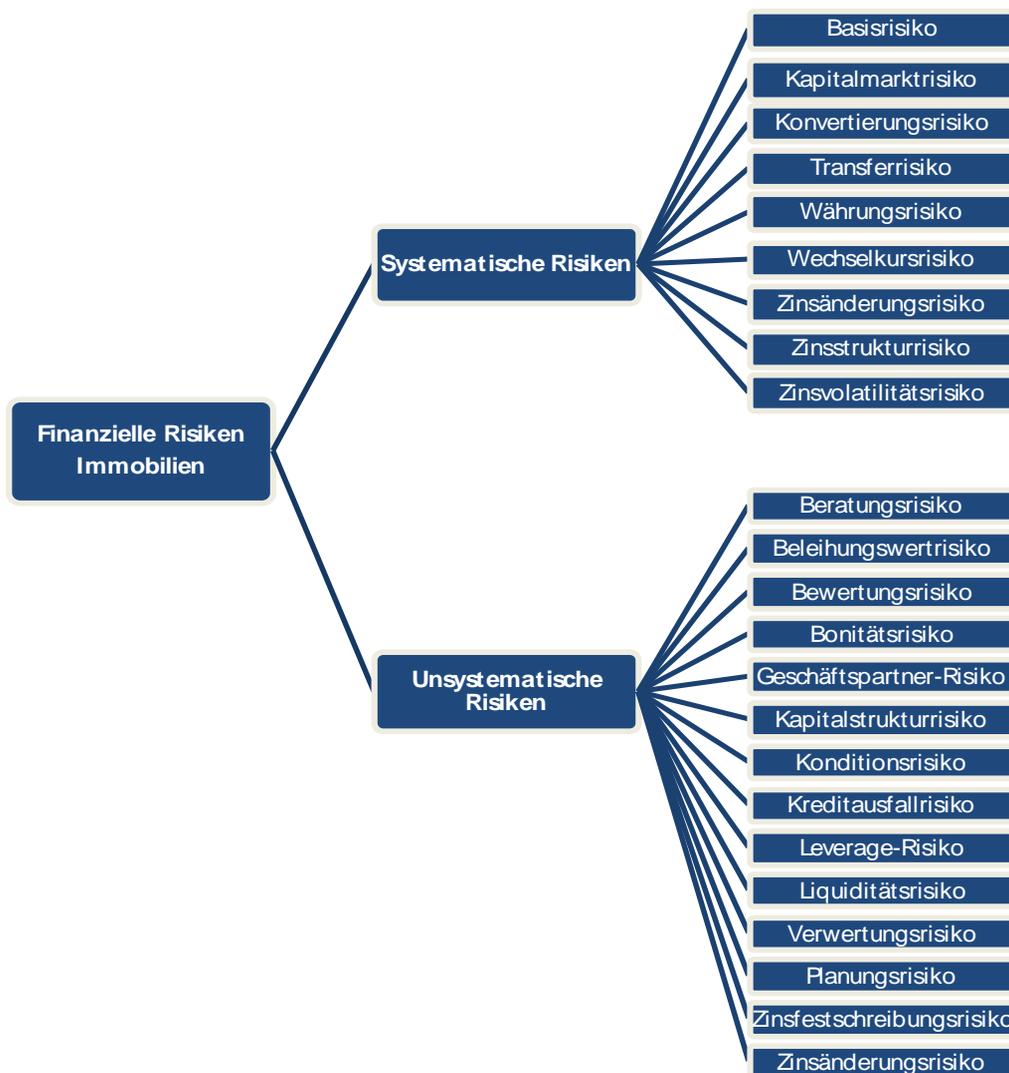
¹¹⁵ Anmerkung: Performance- bzw. Renditecharakteristika zur Zeit des Einstiegs in die letzten sechs Zinserhöhungszyklen der Fed

Konzepte stellen damit die praktische Umsetzung und Erfahrungswerte einzelner Marktteilnehmer mit den jeweiligen Instrumenten dar.

a. Zinssicherungsinstrumente im Rahmen des Risikomanagements

Zinsänderungs- und Wechselkursrisiken sind im Rahmen der bekannten immobilienwirtschaftlichen Risiken überwiegend den sog. *systematischen Risiken* zuzuordnen. Folgende Abbildung 33 illustriert diesen Zusammenhang:

Abbildung 33: Übersicht Finanzielle Risiken Immobilien



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Maier (2004), S. 14.

Mit Hilfe von Kennzahlen wie z. B. den gem. dem Darlehensvertrag vereinbarten Bandbreiten finanzwirtschaftlicher Kennzahlen (sog. *Covenants*), plant und steuert das Risikomanagement die Entwicklung der Investition.

Relevanz von Zinsänderungsrisiken im Kontext des Risikomanagements

Im Bereich der institutionellen Anleger wird im Rahmen bspw. der Fondskonzeption der Blick auf die Sicherheit einer soliden Finanzierung gerichtet und daraus die Notwendigkeit einer langfristigen Zinssicherheit (*Zinsbindung*) abgeleitet. Hierbei werden die Zinsmodalitäten unter Einhaltung der üblichen vertraglichen Kennzahlen, wie die *Beleihungshöhe* (sog. *Loan-to-Value, LTV*) oder die Kapitaldienstdeckungsfähigkeit (sog. *Debt-Service-Coverage-Ratio, DSCR*) mit den Banken fixiert. Während der letzten Finanzkrise kam es aufgrund der ungünstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und entsprechenden negativen Implikationen für die Immobilienbestandhalter häufiger zu sog. *Covenant-Breaches*. Hierbei handelt es sich um die Verletzung der vertraglich vereinbarten Kennzahlenrelationen. Diese Verletzungen ziehen im Regelfall gewisse Sanktions-Automatismen nach sich, wie bspw. Nachschussverpflichtungen in ein *SPV* durch die Muttergesellschaft, Verschlechterung der Kreditkonditionen oder gar das Recht der Bank, den Kredit mit sofortiger Wirkung fällig zu stellen. Bzgl. *DSCR*-Veränderungen vor dem Hintergrund eines möglichen Zinsanstiegs achten Kreditinstitute und Kunden aufgrund der Erfahrungen der letzten Krise verstärkt auf eine fristenkonforme Absicherung der Finanzierungen zzgl. entsprechend ausreichender Puffer im *DSCR* bzw. in der *Break-Even Annuität*.

(teurere) Anschlussfinanzierung bereits heute einpreisen

Die Zinsänderungsrisiken betreffen im Wesentlichen die Fremdfinanzierung bei auslaufenden Zinsbindungen. Im Rahmen der Wirtschaftlichkeitsberechnung muss deshalb bereits heute die spätere *Anschlussfinanzierung* mitangedacht werden. Im Vergleich zum heutigen Niedrigzinsniveau sollten aus Vorsichtsgründen in jedem Fall deutlich höhere Zinskonditionen eingeplant werden, die sich am langfristigen Mittel der gewählten Fristigkeit orientieren sollten. Nach einer festen Kreditlaufzeit von bspw. 10 Jahren kann die Anschlussfinanzierung dann ggf. ca. 300 bis 350 BP höher sein als heute. Auch dieser Zusammenhang verdeutlicht, dass zu große Phantasien beim Exit-Value am Ende der angenommenen Haltedauer nicht angebracht sind – Wertänderungsrenditen werden auch durch das Zinsumfeld der Zukunft begrenzt.

Im Bereich der Refinanzierung kann neben Banken und Sparkassen auch auf die KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) zurückgegriffen werden. Die Verantwortlichkeit sollte hierbei im Portfoliomanagement liegen und mit dem Risikomanagement abgestimmt werden.

Vorzeitiger Ausstieg kann teuer werden

Während der Haltedauer oder geplanten (Fonds-)Laufzeit werden weiterhin laufend Sonderthemen, wie z. B. ein *Sonderkündigungsrecht* durch das aktuelle Niedrigzinsumfeld in Zusammenhang mit ggf. anfallenden *Vorfälligkeitsentschädigungen* geprüft. Im Bereich der privaten Wohnbaufinanzierung ist die Diskussion um mögliche „günstige“ Kreditauflösungen aus Sicht der Kreditnehmer aufgrund von fehlerhaften Widerrufsbelehrungen gegenwärtig noch in vollem Gang. Diese Möglichkeiten sind bei Vollkaufleuten kaum gegeben. Insofern sollten

Sondertilgungs- oder Sonderkündigungsmöglichkeiten bereits bei Abschluss vereinbart werden.

Bei gegenwärtig abgeschlossenen Verträgen ist hingegen die Option eines Schuldnerwechsels im Falle eines *Share-Deals* (respektive eines Anteilskaufs im Gegensatz zu einem reinen Kauf des Objektes) ggf. eine sinnvolle Klausel, da hierdurch der Verkauf einer - vor dem Hintergrund einer möglicherweise in einigen Jahren veränderten Zinslandschaft - günstigen Kreditkondition kaufpreiserhöhend wirken kann.

Insgesamt ist auch eine *Disintermediation* der Kreditinstitute zu beobachten. Einerseits drängen neue Player in den Markt der Bereitstellung von Fremdkapital. Andererseits versuchen sich Immobilienunternehmen mittels Emission von Anleihen oder ähnlichen Instrumenten von Bankenkrediten unabhängiger zu machen.

Messung von Zinsänderungsrisiken

Zwar sind die EURIBOR-Zinssätze vor dem Hintergrund der EZB Maßnahmen auch auf Allzeittiefständen, jedoch ist auch die Schwankungsbreite der Zinssätze und die implizite relative Volatilität derzeit relativ hoch. Mit einem Fristigkeitsfächer lassen sich die Auswirkungen von Zinsänderungen auf den Substanzwert beurteilen. Grundlage dafür ist die geschätzte *Duration*. Die sog. *Duration* gibt an, wie sich die prozentuale Veränderung des Substanzwerts einer Position, die bei einer bestimmten kleinen Änderung des Zinsniveaus eintritt, darstellt.

Entwicklung von Szenarien unter Annahme unterschiedlicher Zinsprognosen

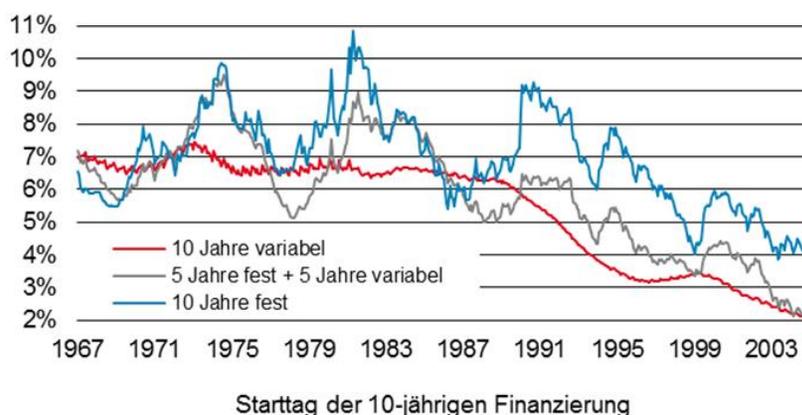
Wie in jedem Zinsumfeld sind auch gegenwärtig diametral unterschiedliche Strategien in Bezug auf die Zinsänderungsrisiken möglich. Diese hängen einerseits von der Erwartungshaltung des Managements, aber insbesondere auch von deren Risikoeinstellung ab und reichen von weitgehender *Zinssicherung* bis hin zu *Zinsspekulation*.

Unternehmen, die mit einer steigenden Inflation und damit auch mit einem steigenden Zinsumfeld rechnen, sollten das gegenwärtige Zinsniveau lange absichern. Im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld macht es aus Sicht von Bestandhaltern verstärkt Sinn, bereits heute günstige Finanzierungsbedingungen für einen erst in der Zukunft zur Verlängerung anstehenden Kredit zu sichern. Hierbei werden sog. *Forward-Deals*, als Futures oder Options abgeschlossen. Insbesondere wenn künftig wieder steigende Zinsen erwartet werden ist die Absicherung mittels Forward-Geschäften ratsam.

Interessant ist der historische Rückblick und die Frage inwieweit sich ein 10-jähriger Fixzinssatz tatsächlich gerechnet hat. Ein Backtesting auf Basis des Datenmaterials der Unicredit Bank AG hat diesen Vergleich seit 1967 bis 2013 angestellt, siehe Abbildung 34. Dabei wurde davon ausgegangen, dass ein Unternehmen eine Finanzierung für den Zeitraum von zehn Jahren benötigt. Zur Auswahl standen eine 10-jährige Fixzinssatzfinanzierung, eine 10-jährige variable Finanzierung und eine 5-jährige Fixzinssatzfinanzierung mit anschließend 5 Jahren

variabler Verzinsung. Es wurde dann eine monatlich startende 10-Jahresfinanzierung bis Start ab Februar 2003 (damit bis Ende Februar 2013 Laufzeit) unterstellt. Für jede Alternative wurde der zum jeweiligen Starttag herrschende Referenzzinssatz verwendet. Im Ergebnis wurden so die jeweiligen durchschnittlichen pro Jahr anfallenden Finanzierungskosten in Abhängigkeit des Beginns errechnet, die in folgender Grafik ersichtlich sind:

Abbildung 34: Finanzierungskosten im Backtest seit 1967



Quelle: bereitgestellt von Unicredit Bank AG / Datenquelle ICAP, Betrachtungszeitraum 14.10.13 bis 14.10.14

Im Ergebnis dominierte die variable Finanzierung (in 65 % der Fälle) als kostengünstigste Kreditvariante gefolgt von der gemischten Finanzierung (22 %). Die Fixzinsvariante rangiert auf dem letzten Platz in Bezug auf die Kosten – hatte jedoch auch größere Planbarkeit und damit eine moderatere Risikostruktur (13 %).¹¹⁶

Die Vergangenheit zeigt somit, dass sich in der überwiegenden Mehrheit der Fälle die variable Finanzierung als am kostengünstigsten erwiesen hat. Darüber hinaus wurde festgestellt, dass Zinsanstiege meist eingepreist sind, sich jedoch häufig nicht realisieren ließen bzw. bei Eintritt deutlich heftiger ausfielen als ursprünglich eingepreist. Folglich hat sich in der Vergangenheit insbesondere die klassischen Festsatzsicherungen als statische Strategie meist nicht als die "effizienteste" bzw. günstigste Zinnsicherung erwiesen und die Bedeutung eines Mix aus variabler und Festsatzfinanzierung unterstrichen. Vor dem Hintergrund des langfristigen fallenden Zinsniveaus der vergangenen Dekade ist jedoch fraglich, ob nicht gegenwärtig eine Bodenbildung beim Zinsniveau absehbar ist und somit doch eine langfristige Zinsfestschreibung die bessere Alternative darstellt.

Forward-Darlehen gewinnen an Attraktivität

Eine diametral andere Reaktion ist naheliegend, wenn Marktteilnehmer erwarten, dass sich das gegenwärtige Umfeld niedriger Zinsen zu einer Deflation ausweitet. In diesem Fall liegt es nahe, eine *variable Verzinsung* einzugehen, um von weiter sinkenden Zinsen in Zukunft profitieren zu können.

¹¹⁶ Vgl. HVB Research, Unicredit Bank AG (2014).

Da beide Szenarien (Deflation und Inflation) mittelfristig möglich erscheinen ist es durchaus sinnvoll, eine variable Verzinsung zu vereinbaren, diese jedoch nach oben mit einem Cap abzusichern.

Aktives Zinsmanagement (Hedging)

Wichtig beim Vergleich zwischen den analysierten historischen Zinsentwicklungen sowie deren Zinstiefs und dem aktuellen niedrigen Zinsumfeld sind insbesondere die niedrigen Realzinsen und die massiven Zentralbank-Interventionen, durch welche dieses Umfeld charakterisiert wird. Aus diesem Grund sind einige Marktteilnehmer der Meinung, dass der nächste Zinsanstieg in seinem Ausmaß noch größer als die vergangenen Anstiege sein könnte. Folglich sehen sich Unternehmen mit einem Kapitalbedarf im gegenwärtigen Umfeld einem tendenziell asymmetrischem Zinsrisiko gegenüber.

Mögliche *Hedging-Strategien* mit Zinsderivaten umfassen folgende klassische Absicherungsinstrumente gegen steigende Zinsen:

- ***Caps (optionale Zinssicherung)***
- ***Payer Swaptions (optionale Festsatzsicherung)***
- ***Payer Swaps (Festsatzsicherung)***

Die gekaufte *Zinsobergrenze (Cap)* ist eine vertragliche Vereinbarung zwischen Bank und Kunde zur Begrenzung eines Basis-Zinssatzes, z.B. des EURIBOR. Die Begrenzung greift ab einer definierten Höhe und wird immer auch für eine bestimmte Laufzeit abgeschlossen. Die Ausgleichszahlung wird dem Kunden zu bestimmten Terminen im Fall des Eintritts gutgeschrieben. Für die Absicherung muss eine *Optionsprämie* einmalig bei Abschluss gezahlt werden.

Zinsswaps (Payer) sind der regelmäßige Austausch von Zinszahlungen zwischen Kunden und Bank, bezogen auf einen fiktiven Bezugsbetrag und innerhalb einer definierten Laufzeit. Im Regelfall sind hier bis zu 10 Jahre Laufzeit möglich. In der Grundform wird in derselben Währung ein variabler Zinssatz gegen einen festen Zins getauscht. Der Tausch bezieht sich im Ergebnis nur auf einen Ausgleichsbetrag (auch Spitzenbetrag) genannt. Im Ergebnis hat der Kunde so ein *synthetisches Festzinsdarlehn* (bestehend aus einem variabel verzinslichem Kredit und einem Zinsswap) erreicht. Dennoch bestehen mögliche Vorteile im Vergleich zum klassischen Festzinssatzkredit. In Bezug auf Sondertilgungen sind diese nach Ablauf jeder Zinsperiode möglich (wobei der Bezugsbetrag des Swaps hiervon unberührt bleibt). Eventuelle *Vorfälligkeitsentschädigungen* reduzieren sich hierdurch, außerdem erfolgt auch eine Gutachterschrift, wenn der vereinbarte feste Zinssatz des Swaps unter dem für die Restlaufzeit gültigen Kapitalmarktzins notiert (positiver Marktwert des Swaps).

Während die Kosten für Festsatzsicherungen auf historischen Tiefständen sind, kann festgestellt werden, dass die Kosten für Caps aufgrund der impliziten Volatilität weiterhin recht hoch sind.

Die bereits in den letzten Jahren von vielen Marktteilnehmern erwartenden Zinsanstiege sind bis dato nicht eingetreten. Dennoch zeigt die Vergangenheit, dass nach historischen Zinstiefs die Zinsanstiege oft intensiver ausfielen, als eingepreist. Vor dem Hintergrund ist es sinnvoll, in Szenarioanalysen das eigene Unternehmen auf die Alternativen „nachhaltig niedrige“ Zinsen sowie „abrupter Anstieg“ vorzubereiten.

In der Betrachtung seit 1967 zeigt sich, dass zwischen dem Zinstief und dem folgenden Höchststand bis zu 10,75 % in Bezug auf den Sechs-Monats-Euribor lagen (4,43 % in Bezug auf den 10 Jahres-Swapsatz). In nur einem Jahr lag der maximale Anstieg bisher bei 287 BP (bzw. 192 BP).¹¹⁷

Wesentlich erscheint auch nochmals der Hinweis, dass reine Chartanalysen, historische Analogien oder Trendexplorationen oftmals die realen Wirkungszusammenhänge nicht korrekt interpretieren, bzw. diese nicht abbilden und somit zu falschen Aussagen führen. So gingen die meisten Prognosen 1997 beim damaligen Zinstief in Japan von einem Anstieg der Zinsen aus; faktisch kam es aber zu einem nochmaligen deutlichen Rückgang. Die gegenwärtigen Rahmenbedingungen in Europa mit negativen Realzinsen und massiven Interventionen aller Zentralbanken sind ein spezifisches Charakteristikum des gegenwärtigen Niedrigzinsumfeldes und insofern auch nicht mit bisherigen Entwicklungen in Deutschland oder Europa direkt vergleichbar.

Wenig adressiert, jedoch wesentlich erscheint auch die intensivere Analyse der Auswirkungen von möglichen Negativzinsen im Zusammenhang mit Derivaten die eigentlich zur Zinssicherung im positiven Zinsumfeld erworben wurden (bspw. Risiken von Ausgleichszahlungen, Covenant Tests, Defaults).

Fremdwährungskredite bedingen hohe Risiken

Spätestens seit den jüngsten Turbulenzen rund um die Freigabe des Wechselkurses des Schweizer Franken zum Euro und die damit einhergehende deutliche Aufwertung des Franken¹¹⁸ sollte auch Laien klargeworden sein, dass Fremdwährungskredite keine „wundersame Geldvermehrung“ ermöglichen. Faktisch sind Fremdwährungskredite eine Form der Währungsspekulation, wenn keine Einnahmen in der entsprechenden Währung von dem Immobilienunternehmen generiert werden. Insofern ist von derartigen Geschäften und insbesondere

¹¹⁷ Vgl. UniCredit Bank AG (2014).

¹¹⁸ Vgl. Entscheidung der Schweizer Nationalbank am 15. Januar 2015 mit der Folge der Euroabwertung.

von endfälligen Strukturen mit einem Tilgungsträger in einer weiteren Fremdwährung dringend abzuraten.

Absicherung in Abhängigkeit des Marktsegmentes

Zur Frage, wie sich die Marktteilnehmer speziell im Immobiliensektor absichern, können zusammenfassend folgende Trends beobachtet werden:

- Projektentwickler verzichten im Hinblick auf die im Vergleich eher kurze Finanzierungsperiode und die schwankenden Cash-Flows meist auf eine Absicherung von Zinsänderungsrisiken.
- Wohnungsbaugesellschaften und andere institutionelle Investoren hingegen sichern sich i.d.R. vollständig ab - ausgenommen eines gewissen Bodensatzes, um bspw. bei geplanten Objektveräußerungen etc. flexibel zu bleiben.
- Vor allem private Investoren fragen zunehmend variable Bestandteile im Finanzierungsmix nach, um ihren Finanzierungsaufwand entsprechend zu optimieren. Hier handelt es sich jedoch um Beimischungen und nicht um einen vollständigen Absicherungsverzicht.

Generell und vor allem bei institutionellen Investoren, AGs und Fonds geht der Trend wieder weg von derivativen Lösungen, hin zu klassischen Festzinssatzkrediten.

b. Bedeutung von Zinsänderungsrisiken für Investmentfonds

Dirk Hasselbring, Hamburg Trust Real Estate Investment Management GmbH

Dieser Abschnitt soll einen kurzen Einblick in das Betätigungsfeld einer Kapitalverwaltungsgesellschaft von alternativen Immobilien-Investmentfonds gewähren. Hierbei wird der Frage nachgegangen, in welcher Hinsicht das Risikomanagement Zinsänderungen beachten sollte, um seine Prospektversprechen gewährleisten zu können bzw. die Performance eines Investmentfonds im Sinne der Anlegerinteressen optimieren zu können. Es wird sich zeigen, dass insbesondere in Zeiten des Niedrigzinsumfeldes eine Überwachung der Zinsänderungsrisiken an Bedeutung gewinnt. Die Handlungsmöglichkeiten, Zinsänderungsrisiken zu begegnen, halten sich in Grenzen, weswegen bereits bei der Finanzierungsauswahl eine eingängige Finanzierungsprüfung im Einklang mit der jeweiligen Investmentstrategie durchgeführt werden sollte.

Um diese Aussagen stützen zu können, widmet sich dieser Beitrag zunächst der Frage, warum die Darlehensfinanzierung für Immobilieninvestmentprodukte ein wichtiger Faktor ist, welche Rolle dabei die Zinsen spielen und welche abstrakten Risiken hieraus für den Fondsmanager - respektive den Anleger - entstehen können. Anschließend wird aus der Perspektive des

Fondsmanagers beleuchtet, auf welche Themen es bei der Finanzierung zu achten gilt. Hieraus lässt sich für den Leser die Bedeutung des Zinsänderungsrisikos im Zusammenhang mit dem Risikomanagement abschätzen.

Fremdkapitaleinsatz zur Renditeoptimierung

Doch zunächst zur Bedeutung der Finanzierung für einen Immobilien Investmentfonds: Dem geneigten Leser ist bewusst, dass in einem Immobilien-Investmentfonds die Mieterträge der Immobilien selbst den wesentlichen Werttreiber zur Erzielung der Rendite bilden. Renditen von Immobilienfonds gelten gemeinhin als moderat im Vergleich mit anderen Anlageprodukten. Im Gegenzug erhält man ein Investmentprodukt, welches wenig Schwankungen und, vorausgesetzt man investiert in konservative Märkte (z. B. Großstädte Deutschland) und Segmente (z. B. Wohnen, Gewerbe/Büro), einem geringen Wertverlustrisiko, verglichen mit alternativen Anlagemöglichkeiten, ausgesetzt ist.

Vor diesem Hintergrund ergibt sich häufig die Notwendigkeit bzw. das Anliegen, den Immobilien Investmentfonds mit Fremdkapital auszustatten, um sich den *Hebeleffekt* (sog. *positiver Leverage Effekt*) bei ausreichend niedrigen Zinsen und positiver Ertragsentwicklung zu Nutze zu machen.

Im Gegenzug steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sich der Immobilienfonds bei sich negativ entwickelnden Mieterträgen, schneller in den defizitären Bereich dreht und somit das Risiko eines Ertragsausfalles steigt. Für beide Szenarien wird unterstellt, dass sich der Kapitaldienst über die Laufzeit des Immobilien Investmentfonds konstant darstellt. Grundsätzlich gilt: Solange die Kosten für die Finanzierung unterhalb des Mietzinses liegen, stellt sich der Hebeleffekt als Renditetreiber dar. Liegen die Kapitalkosten oberhalb des Mietzinses, kehrt sich der Hebeleffekt ins Negative. Die Stärke der Hebelwirkung ist dabei abhängig von der relativen Höhe des aufgenommenen Fremdkapitals im Vergleich zum Verkehrswert des Immobilien-Investmentfonds.

Aufgrund von Risikogesichtspunkten ist es nun im Umkehrschluss relevant zu prüfen, wann ein Szenario entstehen könnte, bei dem die Kapitalkosten für das Fremdkapital den Mietzins übersteigen. In diesem Zusammenhang rückt das Thema der Zinsänderungen für den Risikomanager eines Immobilien Investmentfonds in den Vordergrund.

Leverage-Gefahr bei starkem Zinsanstieg

Auch wenn im Bereich der Immobilien-Investmentfonds häufig auf solide und langfristig stabile Finanzierungsbedingungen Wert gelegt wird (z. B. Sicherung von 10-jährigen festen Zinsen), geht die Kapitalanlagelaufzeit regelmäßig über die Laufzeit der Finanzierung bzw. über die Laufzeit der Fixierung der aktuellen Finanzierungsbedingungen hinaus. Die Notwendigkeit Anschlussfinanzierungen zu verhandeln ist somit stets relevant. Zu diesem Zeitpunkt gilt es, wei-

terhin darauf Rücksicht zu nehmen, dass sich der Hebeleffekt auch zukünftig besonders rentierlich im Investmentfonds niederschlägt. Dafür müssen in der Regel Finanzierungsbedingungen verhandelt werden, die gleich oder besser den abzulösenden Finanzierungsbedingungen belegen sind. Agiert der Fondsmanager/ Risikomanager erst zum Zeitpunkt, zu dem die bestehende Finanzierung ausläuft, so ist die Abhängigkeit von der aktuellen Marktphase sehr hoch und notwendige Handlungsalternativen könnten zu diesem Zeitpunkt fehlen bzw. nicht angeboten werden.

Handlungsoptionen bereits vor Auslaufen der bestehenden Finanzierung nutzen

Durch die Subprime Krise in den USA (ab 2004) sowie die Finanzkrise in Europa (ab 2008) ist bisweilen bekannt, welche Folgen aus einer fehlenden Verfügbarkeit der Anschlussfinanzierung bzw. unvorteilhaften Konditionen resultieren können: Die Immobilien können entweder gar nicht oder nur zu erhöhten Kapitalkosten finanziert werden, was zu einem sog. *Zahlungsschock* führt. Hiervon wird gesprochen, wenn sich der Kapitaldienst plötzlich stark ändert und letztlich dazu führt, dass die Finanzierungskosten die operativen Erlöse übersteigen (sog. *Leverage Gefahr*).

Dieses Szenario führt dazu, dass das Zinsänderungsrisiko stets durch den Bereich Risikomanagement überwacht werden sollte. Um zu ermitteln, welche Auswirkungen sich ändernde Kapitalkosten nach sich ziehen, werden im Bereich Risikomanagement regelmäßige *Szenario-Berechnungen* (häufig auch: *Stresstests*) durchgeführt, um zu prognostizieren, wie sich die Performance des Investmentfonds ändern würde, sollten sich die Finanzierungsbedingungen verschlechtern. Hierbei werden für die Szenario-Berechnungen in der Regel aktuelle Marktdaten herangezogen. Für die zukünftige Entwicklung von Finanzierungskosten werden Annahmen getroffen. Sollte der Risikomanager zu dem Ergebnis kommen, dass die aktuelle bzw. angenommene Zinsentwicklung dazu führen würde, dass sich der Hebeleffekt nachteilig für den Immobilien Investmentfonds darstellen würde, so sollten Maßnahmen in Erwägung gezogen werden, diesem Risiko pro-aktiv zu begegnen. Dies könnte beispielsweise mit Nachverhandlungen in Bezug auf die aktuellen Finanzierungsbedingungen, der Suche nach einer neuen Bank mit besseren Konditionen, der Suche nach alternativen Finanzierungsquellen oder den bereits im vorigen Abschnitt dargelegten derivativen Instrumente einhergehen.

Es zeigt sich, dass der Risikomanager vor obigem Hintergrund einerseits versuchen sollte, das Risiko stets so gering wie möglich zu halten. In diesem Sinne besteht die Notwendigkeit, laufend aktuelle Marktdaten zur Zinsänderung zu sammeln sowie Zinsentwicklungen zu antizipieren und mit den gewonnenen Daten entsprechende Szenarios abzubilden, um etwaige Maßnahmen einzuleiten. Andererseits besteht die Chance, im umgekehrten Sinne zu überprüfen, wann wohl der optimale Zeitpunkt besteht, um die bestmöglichen Finanzierungsbedingungen in Anbetracht der avisierten Fondslaufzeit zu verhandeln. Dies kann durchaus zu einem

Zeitpunkt der Fall sein, an dem die bestehende Finanzierung noch nicht ihr Laufzeitende erreicht hat. Konditionsmerkmale, wie die Kosten für die Zinsfestschreibung bzw. die Variabilität der Finanzierungsbedingungen, finden hierbei stets Berücksichtigung.

Niedrigzinsumfeld impliziert insbesondere Gefahr steigender Zinsen

Es sollte klar sein, dass in einem aktuellen Niedrigzinsumfeld die Gefahr einer Finanzierungskostensteigerung höher liegt, als in einer Hochzinsphase. Dementsprechend sollten die Szenario-Berechnungen umso häufiger und detaillierter angestellt werden. In Abhängigkeit der relativen Finanzierungshöhe steigt die Gefahr des Schadenspotentials für den Immobilien Investmentfonds durch sich ändernde Zinsen in einer Niedrigzinsphase (Hebeleffekt/ Zahlungsschock). Gleichermaßen erhöht sich die Eintrittswahrscheinlichkeit der sich vertuernden Finanzierungsbedingungen.

Im täglichen Risikomanagement wird die Zinsentwicklung allerdings selten isoliert betrachtet. Ohne weiter auf diese Themen eingehen zu wollen, sei zuletzt gesagt, dass weitere wichtige Parameter, wie der Verkehrswert der Immobilie, die relative Beleihungshöhe sowie die Marktsituation des Immobilientransaktionsmarktes starke Einflussfaktoren auf die Finanzierungsbedingungen haben. Diese Abhängigkeiten fließen in die Bewertungen des Risikomanagers ein und ergeben schlussendlich ein ganzheitliches Bild zur Einschätzung der zukünftigen Risikosituation des Investmentfonds.

c. Managementstrategien am Beispiel geschlossener Fonds der Real I.S.

Brigitte Walter und Marco Kramer,

Real I.S. AG Gesellschaft für Immobilien Assetmanagement

Die Auswirkungen des Zinsrückgangs bzw. des Niedrigzinsumfelds auf das Geschäftsfeld geschlossener Immobilienfonds lassen sich in vier wesentliche Faktoren unterteilen:

- Höhere relative Attraktivität der Immobilienrendite gegenüber der Rendite risikoloser Staatsanleihen und damit höhere Nachfrage nach Immobilienfonds.
- Höherer *positiver Leverage-Effekt* bei Fremdkapitalaufnahme im Neugeschäft (Objektankauf).
- Positiver Effekt auf den Verkehrswert für Bestandsimmobilien über den durch den Zinsrückgang induzierten Anstieg des Vervielfältigers.
- Steigende Fondsliquidität durch sinkende Fremdkapitalkosten.

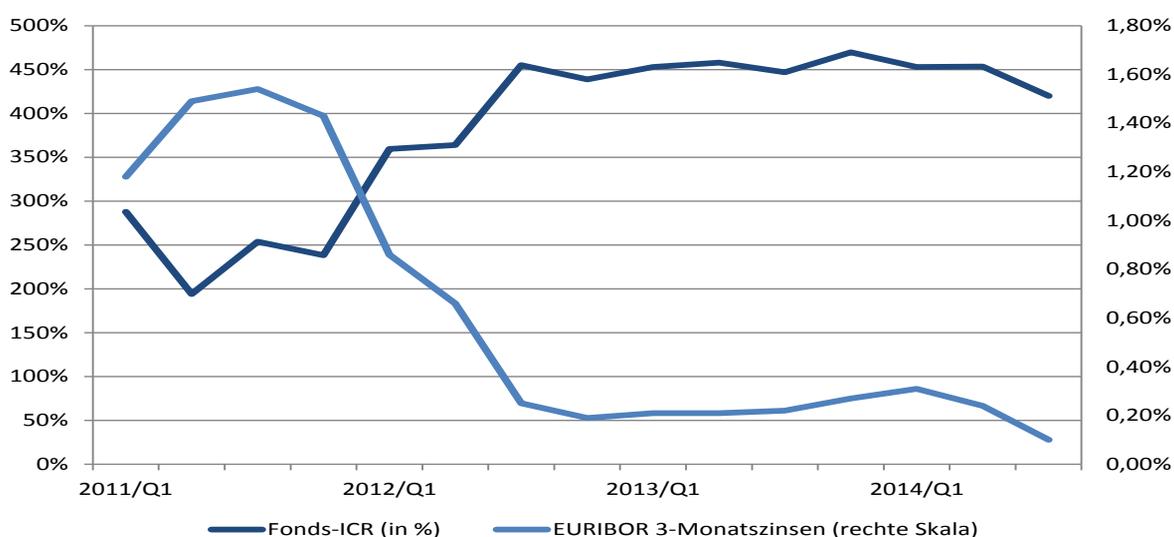
Die Auswirkungen des Zinsrückgangs bzw. des Niedrigzinsumfelds sind zum jetzigen Zeitpunkt als durchweg positiv für das Neu- und Bestandsgeschäft von Immobilienfonds zu bezeichnen. Weiter steigende Vervielfältiger würden jedoch bei gleichbleibend niedrigen Zinsen

den Renditeaufschlag der Immobilie gegenüber der Staatsanleihe schrittweise abschmelzen lassen. Damit würde die relative Attraktivität der Anlageklasse abnehmen.

Fondsliquidität verbessert sich bei variabler Verzinsung deutlich

Eine der positiven Auswirkungen des Zinsrückgangs ist im Folgenden beispielhaft anhand eines Portfoliofonds der Real I.S. für den Zeitraum 2011 bis 2014 dargestellt. Abbildung 35 zeigt den Zinsrückgang und die Auswirkung auf den ICR (= *Interest-Coverage-Ratio*; entspricht dem Net-Operating-Income (NOI) relativ zu den Zinszahlungen laut Darlehensvertrag). Danach ist der Fonds-ICR im Zuge des Zinsrückgangs von 200 % auf 450 % angestiegen, entsprechend ist der NOI-Puffer zur Sicherstellung der Zinszahlungen größer geworden (Darstellung beruht auf tatsächlichen Fonds-NOIs, sowie auf der – rein fiktiven – Annahme variabel verzinslicher Darlehen für alle Objektfinanzierungen bei einer konstanten Bankenmarge).

Abbildung 35: Real I.S. Portfoliofonds – Zins- und ICR-Entwicklung



Quelle: Real I.S. AG

Wesentlich für die Real I.S. als Asset- und Fondsmanagementgesellschaft sind aber nicht die positiven Effekte des Zinsrückganges auf das Neu- und Bestandsgeschäft, sondern die Implementierung geeigneter Vorsichtsmaßnahmen (Risikomanagement) für den Fall eines dauerhaften und wesentlichen Zinsanstiegs.

Aktives Management der Zinsänderungsrisiken

Das Risikomanagement der Immobilienfonds ist organisatorisch von den operativen Fachabteilungen getrennt. Dies ermöglicht eine "neutrale" Sichtweise auf alle Fonds- und Objekt Risiken im Immobilienankauf und für den Immobilienbestand. Folgende Maßnahmen zur Risikoreduktion sind grundsätzlich Bestandteil des Fonds- und Risikomanagements „Immobilien“ der Real I.S. und dienen insbesondere auch zur Vermeidung bzw. Reduktion von Zinsänderungsrisiken:

- *Diversifikation der Zinsbindungsfristen im Portfolio*
Zur Absicherung gegen das Zinsänderungsrisiko wird eine Aufteilung der Zinsbindungsausläufe über die zur Finanzierung der Fondsobjekte aufgenommenen Darlehen vorgenommen.
- *Nach Möglichkeit längere Festschreibung der Zinskondition*
Um eine möglichst stabile Fondsausschüttung über die Fondslaufzeit zu erzielen, sind tendenziell längere Zinsbindungsfristen kürzeren Zinsbindungsfristen vorzuziehen.
- *Konservative Annahmen für die Anschlussfinanzierung*
Für die Anschlussfinanzierungskondition wird im Fonds-Cash-Flow unabhängig von der zum Ankauf fixierten Darlehenskondition und der Laufzeit der Zinsbindung ein Finanzierungszinssatz inklusive Bankenmargen von 5 % p.a. angenommen.
- *Zinsänderungsrisiko und Einfluss auf die covenants in Stresstests und Szenariorechnungen analysieren*
Für alle Fonds werden regelmäßig *Liquiditätsstresstests* durchgeführt. Hierbei wird u.a. ein erheblicher Zinsanstieg (100 BP) und die Auswirkung dessen auf die Fondsliquidität simuliert. Sollte es im Rahmen des Liquiditätsstresstests zu covenant-Brüchen (z.B. des ICR-covenants - ICR = Interest-Coverage-Ratio) kommen, wird der Liquiditätsbedarf zur Heilung des covenant-Bruchs in dem Stresstest mitsimuliert. Durch die Stresstests können die durch Zinsänderungsrisiken möglicherweise entstehenden Liquiditätsengpässe frühzeitig erkannt werden und Gegenmaßnahmen (z.B. Einbehaltung von zur Ausschüttung vorgesehener Liquidität) getroffen werden.
- *Auswirkung des Zinsänderungsrisikos auf die Akquisitionsstrategie*
Das Zinsänderungsrisiko impliziert auch ein Wertänderungsrisiko. Folglich liegt bei aktuellen Immobilienankäufen der Fokus auf Märkten, Nutzungsarten und Standorten, die historisch betrachtet geringe Wertschwankungen aufgewiesen haben (z.B. Handelsimmobilien in Deutschland). Hierdurch wird im Falle einer durch einen Zinsanstieg induzierten Marktkorrektur das Wertänderungsrisiko der jeweiligen Immobilie reduziert.
- *LTV (Loan-To-Value) - Puffer bei Fremdfinanzierungen*
Dem durch das Zinsänderungsrisiko implizierten Wertänderungsrisiko wird auch bei der Festlegung des LTVs beim Immobilienankauf Rechnung getragen. Die Abteilung Risikomanagement Immobilien ermittelt für das Ankaufsobjekt das Wertänderungsrisiko auf Basis historischer Marktschwankungen des jeweiligen Immobilienmarktes. Dabei wird die höchste historische Wertänderung auf Basis der jeweiligen Nutzungsart und des jeweiligen Standorts (z.B. für Büroimmobilien in Paris) zugrunde gelegt. Der LTV zum Ankaufszeitpunkt darf maximal so hoch festgelegt werden, dass der Wertänderungsstresstest, zu keinem Bruch des LTV-covenants führt.

Im Ergebnis ist das Zinsänderungsrisiko eines der wesentlichen Risiken für Gewerbeimmobilienfonds mit Fremdkapitalanteil. Durch geeignete Vorsichtsmaßnahmen und Stresstests lässt sich das Risiko aber sinnvoll steuern bzw. reduzieren.

d. Managementstrategien am Beispiel Offener Fonds der Union Investment

Dr. Heiko Beck, Union Investment Real Estate GmbH

„Wie gehen Offene Fonds bei der Finanzierung im gegenwärtigen Zinsumfeld vor?“ Niedrige Zinsen für liquide Mittel und ein unvermindert hoher Zufluss von Anlegergeldern in *Offene Immobilienfonds* (OIF) relativieren bei einem umkämpften Angebot an attraktiven Immobilien aktuell die Attraktivität von Fremdkapital. Die Vermutung, ein wesentliches Strategieelement der Fondsfinanzierung im gegenwärtigen Marktumfeld sei daher die Substitution von Fremdkapital durch Eigenkapital, ist jedoch ebenso wenig zutreffend. Vielmehr kommt es auf eine Reihe weiterer Faktoren, wie z.B. Erwerbsstrukturen, Währung oder Liquiditätsplanung des jeweiligen Fonds ebenso an.

Zunehmende Finanzierung durch Eigenkapital im Euroraum

Das Volumen der Offenen Immobilienfonds der *Union Investment Real Estate GmbH* ist von 18 Mrd. EUR (2010) auf 24 Mrd. EUR (2014) innerhalb von nur vier Jahren angewachsen. Der Anteil des Fremdkapitals ist im selben Zeitraum von 23 % auf 14 % gesunken. Im Gesamtmarkt der OIF lag die Quote laut *Scope* im Jahr 2013 bei 21 %, ¹¹⁹ ebenfalls mit rückläufiger Entwicklung. Ankäufe im Euroraum werden zunehmend ohne Fremdkapital getätigt, da es an renditestarken Alternativen mangelt. Mit Blick auf mögliche Änderungen im Zinsumfeld wird nachfolgend gezeigt, dass Finanzierungsstrategien - als Teil von Fondsstrategien – gleichwohl differenziert ausgestaltet werden müssen.

Die Fondsstrategien sind grundsätzlich langfristig angelegt. Ausgangspunkt ist hierbei das zentrale Produktversprechen des Offenen Immobilienfonds mit Blick auf seine Anleger und deren Erwartungen: Dieses besteht in einer wertstabilen und schwankungsarmen Fondsp performance. Weiterhin sind regionale Anforderungen und die zyklischen Entwicklungen der Märkte gleichermaßen zu beachten. *Union Investment* liefert hierzu Immobilien-Lösungen im Rahmen der privaten und institutionellen Asset Allokation. Insgesamt bestehen zwanzig Immobilienfonds mit einem Gesamtvermögen von rund 26 Milliarden EUR und dem klarem Fokus auf Core-Immobilien.

¹¹⁹ Vgl. *Scope Rating* (2014).

Länderspezifische Rahmenbedingungen nutzen

Die große Finanzierungskraft speist sich aus den unterjährig eingehenden Anlegergeldern sowie aus Darlehen einerseits und aus Verkäufen von Bestandsobjekten sowie den vorhandenen Liquiditätsanlagen andererseits.

Wie schon in den Vorjahren waren auch 2014 hohe Mittelzuflüsse zu verzeichnen, insgesamt flossen netto rund 2,5 Mrd. EUR Anlegergelder in die 20 Immobilienfonds. Die Fremdfinanzierungsquote der Offenen Immobilienfonds lag per 30. September 2014 gewichtet bei 14 %. Der *Globalfonds* nutzt - vor allem auch zur Absicherung von Fremdwährungsrisiken - den gesetzlich zulässigen Rahmen von 30 % in weiten Teilen aus, während der *Unilmmo*- Deutschland konservativ mit rund 7 % kreditfinanziert ist. Diese Spanne ist Ausdruck einer diversifizierten Ausrichtung der Finanzierungsstrategien; denn das Immobilienfondsportfolio ist über 23 Ländermärkte gestreut, mit einem starken Anteil auf den wirtschaftlich robusten und wachstumsstarken Metropolregionen in Nordeuropa, den USA und in Asien. *Union Investment* investiert aber auch außerhalb dieser Kernmärkte, wie in Mexiko und seit 2014 neu in Australien. Global gesehen dominieren damit zurzeit Niedrigzinsumfelder, länderspezifische Zinsniveaus variieren jedoch, Australien weist im Februar 2015 noch einen Leitzins von über 2 % aus.

Wesentliche Finanzierungsanlässe resultieren vor allem aus Ankäufen, aber auch aus Investitionen in den Bestand. Im Jahr 2014 wurden durch 53 An- und Verkäufe insgesamt 15 % des Immobilienvermögens bewegt. Ziel ist es, durch den beschleunigten Umschlag im Portfolio die Altersstruktur in den Immobilienfonds weiter zu verbessern. Werden in Deutschland oder anderen Euroländern Ankäufe zurzeit überwiegend aus Eigenkapital finanziert, spielt die Finanzierung durch Fremdkapital zum Beispiel in den USA, bei überwiegend Share Deal-getriebenen Ankäufen weiterhin eine bedeutende Rolle. Nicht zuletzt ermöglichen Fremdkapitalfinanzierungen in Landeswährung notwendige Spielräume bei Projektentwicklungen.

Bei der Auswahl der Finanzierungsinstrumente wird auch berücksichtigt, in welchen Währungen die Immobilien-Cashflows erwirtschaftet werden, und insofern auch die Immobilien bewertet sind. Diesen werden gezielt passende Fremdkapitalstrukturen in den entsprechenden Währungen gegenüber gestellt. Kredite in jeweils lokaler Währung werden also auch genutzt, um das Währungsrisiko zu mindern.

Handlungsspielräume durch konsequentes Risikomanagement langfristig erweitern

Zur frühzeitigen Erkennung von Marktveränderungen steht dem Fondsmanagement ein differenziertes Instrumentarium zur Risikoquantifizierung zur Verfügung, welches auf Basis eines langfristigen Planungsansatzes die Hauptrisiko- und Renditetreiber simulieren kann. So bildet es den künftigen Portfoliowert und die künftige Rendite als Verteilung ab. *Union Investment* hat hierzu das Risikomanagement auf die Fondsebene weiter entwickelt.

Konkret betreffen Zinsänderungsrisiken Fremdfinanzierungen bei auslaufenden Zinsbindungen, die Bewertung der Devisentermingeschäfte sowie die Kapitalanlage. Bei Abschluss neuer oder der Prolongation bestehender Fremdfinanzierungen wird daher neben der aktuellen Zinshöhe je Laufzeit und der Investitionsstrategie insbesondere auf das Gesamtbild der Zinsfestschreibungen im Fonds geachtet. Der Fremdfinanzierungsbedarf wird zur Vermeidung von Klumpen- und Zinsrisiken mit unterschiedlichen Laufzeiten am Markt eingedeckt. Kurzfristig endende Zinsbindungen werden eng gesteuert. Das *Fälligkeitsprofil* weist eine breite Streuung mit einem hohen Anteil von mittel- und langfristigen Finanzierungen auf. Somit kann über maßgeschneiderte Finanzierungsstrategien eine hohe finanzielle Flexibilität gewährleistet werden.

Finanzierungsquellen jenseits der Bankkredite erweitern

Handlungsspielräume langfristig erweitern, heißt aber auch, sich über das Thema Zins- und Wertänderung hinaus dem Thema *Finanzierungsquellen* zu stellen. Einige Immobilienbanken haben sich in der jüngeren Vergangenheit aus den Märkten zurückgezogen; hier kann der Kapitalmarkt alternative Möglichkeiten der Immobilienfinanzierung bieten. Auch sind Gesellschafterdarlehen eine Option.

Die oben skizzierte Strategie der Portfolioverjüngung und des schnelleren Umschlags benötigt Flexibilität in der Finanzierung und stellt damit deutlich gehobene Anforderungen an die Finanzierung der Immobilien insgesamt. Ein langfristig angelegte Strategie prüft schlussendlich, inwieweit die Anzahl möglicher Finanzierungspartner und -märkte sowie die anwendbaren Finanzierungsinstrumente erweitert werden kann.

Besonderheiten des Produktes im Blick behalten

Aus der Strukturierung der Finanzierungen sollten keine Handlungszwänge, sondern Handlungsoptionen entstehen. Dieses würdigt zudem auch die Besonderheiten des Produktes Offener Immobilienfonds dahingehend, dass die Anleger ihre Anteilscheine an den Fonds in Teilen jederzeit (altes Recht) bzw. unter Berücksichtigung von Mindesthalte- und *Rückgabefristen* (nach KAGB) zurückgeben können. Der Core-Ansatz an sich bietet bei stringenter Umsetzung zudem eine bestmögliche Gewähr für eine langfristig wertstabile Entwicklung bei sich ändernden Marktbedingungen. Dazu gehört die Konzentration der Anlagepolitik auf Immobilien, die sich durch nachhaltig hohe Objektqualitäten sowie entsprechend der Nutzungsart durch sehr gute Mikrolagen an perspektivisch starken Standorten auszeichnen. Maßnahmen zur Bestandsoptimierung und zur qualitativen Weiterentwicklung des Immobilienportfolios tragen zu einer Stärkung der Vermietungsquote bei.

Ziel ist es, stets eine ausreichende *Fungibilität* zu gewährleisten und mit einer mehrdimensionalen Diversifikation des Immobilienbestandes auch unter sich ändernden Marktbedingungen

eine weitgehend schwankungsarme und in hohem Maße wertstabile Entwicklung des Sondervermögens zu erreichen. Hierzu kann eine vorausschauende, regelbasierte und Flexibilität sichernde Finanzierungsstrategie einen wesentlichen Beitrag leisten.

e. Managementstrategien am Beispiel von Aktiengesellschaften mit Fokus auf Wohnimmobilien – hier der GAGFAH GROUP

Thomas Zinnöcker sowie Maya Miteva, GAGFAH GROUP

Die Wirtschaft unterliegt einem ständigen Wandel, der insbesondere durch die Globalisierung der letzten Jahrzehnte stetig zugenommen hat. Betrachtet man die Finanzmärkte kann man Ähnliches beobachten, da die Fiskalpolitik eines Landes umgehend ein anderes Land oder einen Kontinent beeinflussen kann. Die Ausrichtung der Fiskalpolitik der Notenbanken, wie der EZB in Europa und der FED in den USA, führen dementsprechend zu laufenden Veränderungen der Wirtschaft, an die sich ein Unternehmen wie die GAGFAH Gruppe anpassen muss.

Globalisierung beeinflusst Finanzierungsentscheidungen zunehmend

Die Hauptziele eines börsennotierten Wohnimmobilienunternehmens - wie der GAGFAH Gruppe - sind die Erfüllung der Interessen ihrer Stakeholder. Das bedeutet, dass neben den sozialen Verpflichtungen gegenüber den Mietern und Mitarbeitern, ein langfristiges und vor allem nachhaltiges Geschäftsmodell mit einem positiven wirtschaftlichen Ergebnis unter Berücksichtigung der Marktrisiken und Chancen ebenso ausschlaggebend ist. Um das zukünftige Geschäftsergebnis möglichst präzise planen zu können, ist es umso wichtiger, die möglichen Auswirkungen der Zinspolitik zu verstehen und eine angemessene Zinsstrategie zu erarbeiten.

In Anbetracht dieser Ziele hat die GAGFAH Gruppe eine Finanzierungs- und Zinssicherungsstrategie entwickelt. Aufbauend auf den operativen Zielen der Gesellschaft wurde im ersten Schritt die Finanzierungsstrategie erarbeitet. Diese diente als Grundlage für die Zinssicherungsstrategie, die wiederum im Einklang mit den wirtschaftlichen Zielen des Unternehmens steht. Die Erarbeitung einer solchen Strategie ist hochkomplex, da es zahlreiche Variablen und Komponenten gibt, die zu definieren und zu beachten sind.

Unternehmensziele und Konsequenzen für die Finanzierungs- und Zinssicherungsstrategie

Die operative Zielsetzung der GAGFAH Gruppe ist die nachhaltige Bewirtschaftung und Weiterentwicklung der Wohnungsbestände kombiniert mit dem wirtschaftlichen Ziel, den Aktionären einen nachhaltigen *Total Shareholder Return (TSR)* von 7 % - 8 % p.a. anzubieten. Dieser TSR besteht aus der *Dividenden-Rendite* von ca. 3,5 % - 4,5 % p.a. und einem *NAV-Wachstum* von ca. 3 % - 4 % p.a.

Daraus folgend muss die *Finanzierungsstrategie* eines Unternehmens dazu beitragen, dass diese Renditeerwartungen unter Berücksichtigung der nachhaltigen Asset- und Portfolio-Management-Strategie sowie der Wettbewerbssituation erfüllt werden können. Nach einer quantitativen und qualitativen Auswertung der Finanzierungsstrategien von Wettbewerbern im In- und Ausland (USA und UK) und nach einer Berücksichtigung der Entwicklungen in Finanzkrisen wurden darauf aufbauend zwei Hauptkriterien der Finanzierungsstrategie definiert:

- Glättung des Fälligkeitsprofils: Durch eine gleichmäßige Verteilung der Darlehensfälligkeiten erfolgt eine Risikostreuung für nachfolgende Refinanzierungen. Damit sinkt die Abhängigkeit von ungünstigen Marktbedingungen, wie bspw. Liquiditätsengpässen oder gestiegenen Marktzinsen. Zusätzlich kann ein Unternehmen von positiven Marktentwicklungen aufgrund der Streuung auch durch die gestiegene Flexibilität profitieren.
- Diversifikation der Finanzierungsinstrumente: Die Verteilung der Finanzierung auf verschiedene Finanzierungsinstrumente (Bankenfinanzierung, CMBS, Unternehmensanleihen) reduziert die Abhängigkeiten von einer Finanzierungsquelle. Insbesondere bei größeren Finanzierungsvolumina ist dies ein essenzieller Punkt. Die Flexibilität bietet auch sehr viele Vorteile in der Wachstumsstrategie, aber auch in der Zinsoptimierung durch Nutzung der unterschiedlichen Finanzierungsbedingungen zwischen börsennotierten und nichtbörsennotierten Finanzierungsinstrumenten in Abhängigkeit vom aktuellen Marktgeschehen.

Umsetzung der Finanzierungsstrategie im Detail

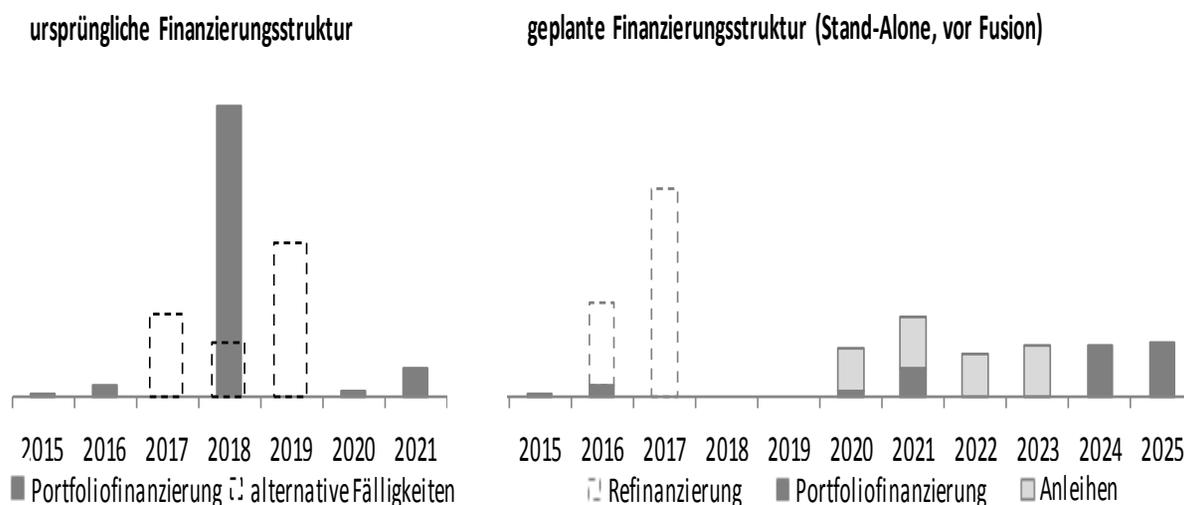
Ein ausgeglichenes Fälligkeitsprofil minimiert den in einem Konzern ständig anfallenden Refinanzierungsaufwand und verteilt das zukünftige Refinanzierungsrisiko, welches aus der Unsicherheit der zukünftigen Marktentwicklung resultiert. Neben der Berücksichtigung der Laufzeit bietet sich aufgrund des Volumens des zu refinanzierenden Darlehens unter Umständen eine *Tranchierung* an, um eine breitere Verteilung der Fälligkeiten zu erreichen.

In der aktuellen *Finanzierungsstruktur* der GAGFAH Gruppe zeigt sich im Jahr 2018 ein Finanzierungsaufwand von über 3 Mrd. EUR - ca. 73 % der Gesamtfinanzierung des Unternehmens. Die Gruppe hat das Risiko durch Flexibilität in den Rückzahlungsoptionen in den Jahren 2017 und 2019 reduziert. Trotzdem stellt das Auslaufprofil ein hohes Risikopotential dar, da bei einer Refinanzierung im Jahr 2018 ein Großteil des zukünftigen Finanzierungsprofils des Unternehmens von der Marktsituation zu diesem Zeitpunkt abhängt.

Die beiden Charts in Abbildung 36 zeigen das aktuelle Fälligkeitsprofil der GAGFAH Gruppe sowie ein optimales Fälligkeitsprofil mit einer ausgeglichenen jährlichen Verteilung der Finanzierung. Die Fälligkeiten werden auf Basis eines nachhaltig zu erzielenden *Weighted Average*

Term (WAT) von 5 Jahren definiert – eine Laufzeit, welche der Kapitalmarkt im In- und Ausland als angemessen ansieht.

Abbildung 36: Optimierung des Fälligkeitsprofils



Quelle: Eigene Daten GAGFAH (Stand-Alone, vor Fusion)¹²⁰

Ein weiterer Vorteil, der sich bei großen Darlehensvolumina durch die Refinanzierung in kleineren Tranchen bietet, stellt die Möglichkeit der *Diversifizierung der Finanzierungsinstrumente* dar. Vorteile der Nutzung unterschiedlichster Finanzierungsarten liegen in der Risikosteuerung sowie der Eröffnung neuer Märkte. Um diese Vorteile zu nutzen, enthält die geplante Finanzierungsstruktur die Möglichkeit sowohl die besicherten (Bankenfinanzierungen, CMBS) als auch die unbesicherten (Unternehmensanleihen) Finanzierungsmöglichkeiten in Anspruch zu nehmen.

Verbreiterung der Finanzierungsquellen – besicherte und unbesicherte Tranchen

Ein Vergleich des Deutschen Immobilienmarktes mit denen in Großbritannien oder den USA zeigt, wie fortgeschritten der dortige Trend zu unbesicherten Finanzierungen bereits ist. Während deren Anteil an der Finanzierungsstruktur einzelner Unternehmen in Großbritannien bei bis zu 100 % liegt, so sind in den USA ein Großteil der Immobilienkonzerne mit mindestens 40 % Anleihen finanziert. In Deutschland weist lediglich der Marktführer – *Deutsche Annington* – im dritten Quartal des Jahres 2014 eine signifikante Quote an unbesicherten Finanzierungen von 61 % auf.

In der aktuellen Marktsituation bietet sich eine Finanzierung mit unbesicherten Unternehmensanleihen aus mehreren Gründen an. Die Finanzierungskosten, welche für börsennotierte Unternehmen einen essentiellen Bestandteil der Renditeoptimierung darstellen, sind im Februar

¹²⁰ Anmerkung: Im linken Teil der Grafik sind die in den Kreditverträgen geregelten Fälligkeiten dargestellt. Die gestrichelten Balken zeigen alternative Fälligkeiten, die sich aus dort geregelten vorzeitigen Rückzahlungsmöglichkeiten und Prolongationen ergeben. Im rechten Teil der Grafik ist das geplante Fälligkeitsprofil als Ergebnis der im Beitrag beschriebenen Finanzierungsstrategie dargestellt.

2015 kompetitiver als die Angebote deutscher Banken und CMBS-Investoren. Weitere Vorteile sind die flexible und vergleichsweise einfache Umsetzung und die effiziente Verwaltung. Insbesondere im Immobiliensektor, wo die grundbuchliche Besicherung bei traditionellen Finanzierungen absolute Voraussetzung ist, eröffnet die unbesicherte Refinanzierung auch ein vollkommen ungewohntes Maß an Flexibilität für die Portfoliostrategie.

Trotz der vielen Vorteile unbesicherter Anleihen sollten Unternehmen die Nachteile bzw. Risiken dieser Finanzierungsinstrumente im Rahmen der eigenen Finanzierungsstrategie kritisch prüfen. Der Zugang zu diesem Segment des Kapitalmarktes ist zunächst schwierig, denn Unternehmen benötigen ein *Investment Grade-Rating* um an den attraktiven Finanzierungsbedingungen zu partizipieren. Zusätzlich hat der Kapitalmarkt historisch gezeigt, dass die Volatilität der Anleihen-Verzinsung in Finanz- und Wirtschaftskrisen stark ansteigen kann, während die Pfandbrieffinanzierungen in solchen Situationen kompetitiver und relativ stabiler bleiben.

Umsetzung der Zinssicherungsstrategie im Detail

Für nachhaltig operierende Unternehmen ist es von besonderer Bedeutung, Planungssicherheit in Bezug auf die Zinskosten zu gewährleisten. Zudem muss das Unternehmen sicherstellen, dass es finanziell auch in verschiedenen *Stress-Test-Szenarien* in der Lage ist, nachhaltig die Zinslast zu tragen und die kommunizierte laufende Rendite (TSR) zu erwirtschaften. Darauf aufbauend kann ein Unternehmen die Zinsstrategie auch flexibler gestalten, um von positiven Marktentwicklungen zu profitieren, aber zugleich gegen negative Marktentwicklungen ausreichend abgesichert zu sein. Dieses ausgeglichene Chancen-Risiko-Profil wird durch die folgenden Aspekte der Zinssicherungsstrategie bestimmt:

- Hedgingquote: Die Zinssicherung ist eine Art Versicherung gegen die negativen Marktentwicklungen. Die variable Zinskomponente auf der anderen Seite bietet die Möglichkeit, an positiven Zinsentwicklungen zu partizipieren. Der zinsgesicherte Teil der Finanzierung, ausgedrückt als Prozentsatz der Gesamtfinanzierung, wird als Hedgingquote definiert.
- Zinssicherungsinstrumente: SWAPs, SWAPTIONS, Caps und Long Dated SWAPTIONS bieten einen unterschiedlichen Grad an Zinssicherung und Flexibilität aufgrund deren Strukturen, Preis-Leistungs-Verhältnissen und Optionalitäten.
- Marge: Die Gefahren bzw. die Chancen einer steigenden bzw. fallenden Liquiditätsmarge ergeben sich aus den relevanten makrowirtschaftlichen Entwicklungen. Diesen Entwicklungen ist jedes Unternehmen ausgesetzt.

Welche Strategien umgesetzt werden und welche Zinsinstrumente die Passenden sind, hängt in erster Linie von den Rahmenbedingungen ab, in denen sich ein Unternehmen bewegt und von der Zinsmeinung, die im Unternehmen verankert ist. Die Rahmendbedingungen beinhal-

ten die eigene wirtschaftliche Situation, den Business-Plan, das Wettbewerbsumfeld, die Risikopräferenz und das Kapitalmarktumfeld. Die Zinsmeinung dagegen ist eine Kombination aus der Analyse existierender Zins- und Makrowirtschaftlicher Szenarien und der darauf aufbauenden Meinungsbildung im Top-Management des Unternehmens.

Einfluss der Rahmenbedingungen auf die Zinssicherung

Um den Rahmen der GAGFAH Gruppe abzustecken, wurden zunächst, unter Einbeziehung verschiedener zukünftiger operativer Szenarien, Zinsobergrenzen definiert. Dabei wurden sowohl die Erfüllung der Renditeerwartungen der Stakeholder als auch die Komponenten einer nachhaltigen Asset- und Portfolio-Management Strategie berücksichtigt. Die jeweiligen Zinshürden geben Aufschluss über die finanziell tragbare Höchstlast des Unternehmens und legen somit die Bandbreite einer optimalen Zinsmanagement-Strategie fest.

Um wettbewerbsfähig zu sein und Investoren am Kapitalmarkt für sich zu gewinnen, muss ein Unternehmen wie die GAGFAH Gruppe laufend ihr Wettbewerbsumfeld analysieren und Vorteile für sich schaffen. Aus diesem Grund werden die Zinsprofile der Wettbewerber im Rahmen der eigenen Zinsstrategie berücksichtigt. Anfang 2015 liegt der kompetitivste Zinssatz deutscher börsennotierter Wohnimmobilienunternehmen bei ca. 2,5 % (Zinssatz und Marge). Dies bedeutet, dass Unternehmen mit einem Zinssatz von unter 2,5 % einen Wettbewerbsvorteil hätten und somit den Kapitalmarktinvestoren eine attraktivere Rendite anbieten könnten. Aus diesem Grund sollte die Zinssicherungsstrategie der GAGFAH Gruppe den maximalen Zinssatz von 2,5 % nicht übersteigen, soweit dabei die Grundsätze der nachhaltigen Unternehmensführung beachtet werden.

Hohe Hedgingquote ist marktüblich

Analysen der Hedging-Strategien von großen Immobilienunternehmen in Deutschland, Großbritannien und den USA haben gezeigt, dass bei einem Großteil der Marktteilnehmer der fixe Anteil des Fremdfinanzierungsvolumens in einer Bandbreite von 80 % bis 100 % liegt.

Vor diesem Hintergrund und unter Abwägung der Faktoren Planungssicherheit sowie Vermeidung bzw. Minimierung von *Swap-Breakage Kosten* bei Verkäufen von Immobilien und einer damit zusammenhängenden Tilgung von Darlehen, wäre eine Hedgingquote von 80 % - 90 % am Kapitalmarkt vertretbar und für ein nachhaltig orientiertes Wohnimmobilienunternehmen angemessen. Diese Quote würde der GAGFAH Gruppe sowohl Flexibilität bei der Umsetzung ihrer Portfoliostrategie als auch die Partizipation an niedrigen Zinsen ermöglichen.

Breite Analyse zur Auswahl der Zinssicherungsinstrumente

Für das Management der Zinsänderungsrisiken steht eine breite Palette an Zinssicherungsinstrumenten zur Verfügung. Um die für die GAGFAH Gruppe optimalen Instrumente auszuwählen, wurden zusammen mit der *Deutschen Bank* die folgenden Finanzprodukte hinsichtlich ihrer Sensitivität in unterschiedlichen Zinsszenarien und Stress-Tests analysiert:

- SWAPs (FWD SWAPs)
- SWAPTIONS,
- Caps und
- Long-Dated SWAPTIONS

Ziel der vorgenommenen Analysen war die Identifizierung der Instrumente, die bei den verschiedenen Szenarien aus Effektivitäts- und Kostengesichtspunkten die besten Resultate erzielt haben. Die folgenden Zins-Szenarien wurden dabei untersucht:

- Actual-Szenario: Die aktuelle Zinskurve realisiert sich
- Mirror-Szenario: Die zukünftige Zinsentwicklung ist spiegelbildlich der historischen Zinsentwicklung
- Actual-Szenario+200bps: Verschiebung der aktuellen Zinskurve in die Zukunft inkl. gleichmäßiger Erhöhung aller Raten
- Japan Szenario (jahrelanges Niedrigzinsumfeld)
- Feste Zinskurve von 4 %

Als Ergebnis hat sich gezeigt, dass sich als Hedginginstrumente für die GAGFAH Gruppe insbesondere Forward-SWAPs und SWAPTIONS anbieten, da diese Instrumente eine gute Performance bei vertretbaren Kosten in den Stresstests und den angenommenen zukünftigen Marktszenarien zeigten. Hoch komplexe Produkte, die synthetisch strukturiert werden können, werden vom Kapitalmarkt eher negativ betrachtet und sind aus diesem Grund nicht Teil der Zinssicherungsstrategie der GAGFAH Gruppe.

Die Entscheidung zwischen den beiden Finanzinstrumenten sollte erst zum Zeitpunkt der Exekution getroffen werden, da diese von der jeweiligen Marktsituation abhängig ist. D.h. der Erwerb des Instrumentes erfolgt nicht direkt nach Abschluss der Analyse, sondern erst bei Eintreten bestimmten Rahmenbedingungen zu einem späteren Zeitpunkt. Je nachdem, ob man sich in einem sinkenden, stabilen oder steigendem Zinsgefüge befindet, ist unter Berücksichtigung des relativen Pricings der beiden Instrumente eine andere Vorteilhaftigkeit gegeben. Zu unterschiedlichen Exekutionszeitpunkten der Zinssicherungsinstrumente muss also immer wieder erneut eine Beurteilung der Vorteilhaftigkeit vorgenommen werden.

Schwellenwerte der Zinsentwicklung lösen Zinssicherungsgeschäft aus

Nachdem als Komponenten der Risikomanagementstrategie der maximale Zinssatz und die zur Wahl stehenden Hedginginstrumente ermittelt worden sind, stellt sich die Frage, zu welchem Zeitpunkt die Zinssicherung durchgeführt werden sollte - insbesondere, da wir uns in einem Niedrigzinsniveau befinden. Daher wurden *Schwellenwerte für die Zinsentwicklung als Indikator* definiert, bei deren Erreichen die Exekution der Zinssicherung durchgeführt wird. Die Marktentwicklung muss also fortwährend genau beobachtet werden, da beim Eintreten eines Schwellenwertes ein Hedge entsprechend der oben dargestellten Entscheidungsparameter

abgeschlossen werden sollte. Die Schwellenwerte werden so gewählt, dass der maximale Zinssatz von 2,5 %, bestehend aus Zinssatz und Marge (vgl. oben) nicht überschritten wird.

Als Ergebnis der Zinssicherungsstrategie hat sich die GAGFAH Gruppe für eine Implementierungs-Matrix definiert, siehe Abbildung 37, welche die folgenden Informationen enthält: Genaue Tranchen und Laufzeiten auf Basis der Finanzierungsstrategie sowie Schwellenwerte für die Zinsentwicklung für drei Hedging-Schritte bis das Unternehmen eine Hedgingquote von 85 % erreicht. Für eine Kredittranche von 500 Mio. EUR mit einer Laufzeit von fünf Jahren beginnend im Mai 2016 würde die GAGFAH Gruppe zum Beispiel ein Zinssicherungsinstrument (FORWARD SWAP oder SWAPTION) im ersten Schritt bis zu einer Hedgingquote von 50 % erwerben, d.h. für einen Kreditbetrag in Höhe von 250 Mio. EUR. Der erste Schwellenwert ist bei 30 BPs, in dem Moment in dem die FORWARD SWAP-Rate für die entsprechende Tranche diesen Schwellenwert erreicht, wird das Zinssicherungsinstrument erworben. Der zweite und der dritte Schritt finden stufenweise bei entsprechend höheren Schwellenwerten statt, bis die Hedgingquote 70 % und 85 % erreicht. Die untere Tabelle stellt dies beispielhaft dar:

Abbildung 37: Beispielhafte Implementierungsmatrix für Zinssicherungsgeschäfte

	Refinanzierungs- datum	Refi Laufzeit	Refinanzierungs- volumen (Mio. €)	davon gehedged	Referenz- niveau ¹⁾	Hedgingquote			durchschn. FWD Swap Rate
						50%	20%	15%	
						Schwellenwerte (bps)			
						30,0	40,0	50,0	
Tranche I	2016	4 J.	500,0	425,0	0,29%	0,59%	0,69%	0,79%	0,65%
Tranche II	2016	6 J.	500,0	425,0	0,56%	0,86%	0,96%	1,06%	0,92%
Tranche III	2017	4 J.	500,0	425,0	0,46%	0,76%	0,86%	0,96%	0,82%
durchschn. FWD Swap Rate					0,44%	0,74%	0,84%	0,94%	0,80%

1) Forward SWAP-Raten Stand 19.01.2015

Quelle: Eigene Daten GAGFAH (Stand-Alone, vor Fusion)

Mit der definierten Zinssicherungsstrategie stellt die GAGFAH Gruppe sicher, dass sie an niedrigen oder fallenden Zinsen partizipiert, aber bei steigenden Zinsen das Risiko begrenzt hat.

Fazit zu alternativen Hedging-Strategien

Bei der Herleitung einer geeigneten Hedging Strategie für ein Darlehensportfolio gibt es keine für alle Unternehmen allgemein gültige Hedging Lösung. Vielmehr hängt es davon ab, welche Zinsmeinung zugrunde gelegt wird, welche finanziellen Spielräume das jeweilige Unternehmen hat (kritischer Zins), welche langfristigen Renditeziele erreicht werden sollten (Erreichen eines nachhaltigen TSR) und welcher Grad der Risikobereitschaft im Management vertreten ist (Hedgingquote).

f. Managementstrategien am Beispiel von Aktiengesellschaften mit Fokus auf Büroimmobilien – hier der Alstria AG

Alexander Dexne, alstria office REIT-AG

Das neue Normal - oder doch nicht?

Die Politik der EZB zielt seit dem Beginn der Finanzmarktkrise und seit kurzem mit besonderer Konsequenz und Entschlossenheit auf die Schaffung eines historisch niedrigen Zinsniveaus (vgl. Abschnitt 4 und 5). Die Absicht dieser Politik war zunächst, die Auswirkungen der Staatsschuldenkrise abzufedern und den hochverschuldeten Staaten Zeit für die Haushaltssanierung zu verschaffen. In jüngster Zeit wird die Zinspolitik stärker mit der Stimulierung von Wirtschaftswachstum und einer Annäherung an eine Inflationsrate von 2 % gerechtfertigt. Im Ergebnis sind alle drei Ziele der Zentralbankpolitik: Entschuldung der Staatshaushalte, Rückkehr zu Wachstum und das Inflationsziel bislang nicht erreicht worden. Im Zuge der Niedrigzinspolitik ist der Verschuldungsgrad im Euroraum weiter angestiegen, die Wachstumsprognosen fallen aktuell niedrig aus und zurzeit sinkt das Preisniveau sogar im Euroraum.

Für den Entwurf eines unternehmerischen Handlungsrahmens im Niedrigzinsumfeld sind diese Beobachtungen insofern relevant, als dass sie Hinweise auf die Dauer der Niedrigzinsphase, als auch auf mögliche Indikatoren für ein Ende der aktuellen Geldpolitik geben könnten: Während in den USA über eine mögliche Zinswende im Jahresverlauf spekuliert wird (vgl. Abschnitt 4), gibt es, insbesondere mit Blick auf den Erreichungsgrad der geldpolitischen Ziele in Europa, zur Zeit kaum realwirtschaftliche Indikatoren, die darauf hindeuten könnten, dass es sich bei der Niedrigzinsphase um ein kurzfristiges Phänomen handelt. Allerdings verdeutlicht der Blick auf die USA auch, dass bei Erreichen der geldpolitischen Ziele wieder mit steigenden Zinsen zu rechnen ist. Außerdem mag eine verstärkte Wahrnehmung der negativen Effekte der Niedrigzinspolitik wie Fehlallokationen (beispielsweise Preisblasen bei bestimmten Vermögenswerten), gravierende Belastungen der Rentensysteme bzw. der Lebensversicherungsgesellschaften oder der Vermögenstransfer von Sparern zu Schuldner, im Zeitverlauf an Bedeutung für einen Richtungswechsel der aktuellen Geldpolitik gewinnen.

Basierend auf diesen Überlegungen sollen drei Kernthesen für das Management im aktuellen Zinsumfeld diskutiert werden. Dabei soll von zweierlei Prämissen ausgegangen werden: 1. Das niedrige Zinsniveau kann länger anhalten, ist aber nicht das neue Normal. 2. Sobald sich erste realwirtschaftliche Spielräume für die Zinswende bieten, wird die EZB diese nutzen.

Verschuldung hoch oder runter?

Eine intuitiv logische These lautet: „Die niedrigen Zinsen sind die Reaktion der Zentralbank auf eine anhaltende Wirtschafts- und Schuldenkrise. Entstehende Ertragsspielräume der Unternehmen sollten daher zu Schuldenreduktion und nicht zu einer Erhöhung der Ausschüttung oder sogar des Verschuldungsgrades genutzt werden.“ Wir wollen in der weiteren Folge untersuchen, inwieweit diese Aussage auf bestandhaltende Immobilienunternehmen zutrifft.

Für Immobilienunternehmen haben sich die Finanzierungskosten in den letzten fünf Jahren ungefähr halbiert. Da Finanzierungskosten regelmäßig die größte Kostenposition in den Erfolgsrechnungen der Unternehmen darstellen, hat diese Kostenreduktion zu einer sprunghaften Verbesserung der Profitabilität geführt. Gleichzeitig haben sich die Vermietungsmärkte im Bürosegment stabil, aber weitgehend frei von nennenswerten Wachstumsimpulsen analog zur deutschen Volkswirtschaft entwickelt. Ceteris paribus führt diese Entwicklung bei den Unternehmen zu einer stark verbesserten Gewinnsituation bei konstanten Erlösen und konstanten operativen Kosten. Für das Management stellt sich die Frage: „Was tun mit den zusätzlichen Gewinnen: Ausschütten, Reinvestieren, Schulden tilgen?“ Die Dividendenrendite ist für börsennotierte Immobiliengesellschaften ein wichtiger Faktor bei der Positionierung im Kapitalmarkt, so dass gute Gründe für die Ausschüttung der zusätzlichen Überschüsse sprechen. Wenn die Fremdkapitalkosten gegen Null tendieren, ist die Versuchung groß mehr, zumindest aber nicht weniger Fremdkapital einzusetzen und damit die Eigenkapitalrendite zu verbessern. Die Versuchung könnte noch größer werden, wenn die aktuelle Politik der EZB als faktische „bail-out Garantie“ für Schuldner verstanden wird.

Geht man aber davon aus, dass von den hohen Verschuldungsgraden vieler Marktteilnehmer in der Zukunft zunehmende Risiken insbesondere für die Finanzmärkte, ausgehen werden, bieten die aktuellen Ertragszuwächse der Unternehmen eine große Chance, Finanzverbindlichkeiten zurückzuführen. Dadurch reduziert sich die Abhängigkeit der Unternehmen von den Finanzmärkten und dem Bankensektor, das Risikoprofil verbessert sich und die Aktienvolatilität sollte abnehmen. Die Kombination dieser Faktoren sollte langfristig eine positive Wertentwicklung der Unternehmen unterstützen.

Immobilienunternehmen sind kein Finanzprodukt

Eine weitere These lautet: „Investitionsentscheidungen sollten auf immobilienwirtschaftlichen Fundamentaldaten, wie Lebenszykluskosten, erzielbaren Marktmieten und der Wettbewerbssituation im entsprechenden Teilmarkt beruhen.“

Zehnjährige Staatsanleihen mit hoher Bonität rentieren mit einer Rendite von 50 bp. Fremdkapital für zehn Jahre kostet weniger als 2 % p.a. und deshalb ist ein Immobilieninvestment mit einem ebenfalls zehnjährigen Mietvertrag und einem Mieter hoher Bonität mit einer Anfangsrendite von 4 % ein gutes Investment. Möglicherweise ist dem so, sicher aber nicht in jedem

Fall. Bei Immobilienrenditen unter 5 % wird nach Berücksichtigung von (teilweise nicht-umlagefähigen) Verwaltungs- und Betriebskosten sowie einem realistischen Werteverzehr über die Zeit, die Marge zur Absorption von nicht geplanten negativen Veränderungen am Gebäude oder im Markt relativ klein. Außerdem bergen „Carry Trade“ – Strategien prinzipiell das Risiko, dass sich die Zinslandschaft natürlich grundsätzlich schneller ändern kann, als sich ein Immobilienportfolio anpassen lässt. Allerdings ist auch klar, dass das Niedrigzinsumfeld viele Investoren, wie insbesondere Pensionskassen oder Lebensversicherer, die Monat für Monat große Beträge anzulegen haben, vor große Herausforderungen stellt. Diese Anlegergruppen gewinnen mit einem langfristigen Mietvertrag im Vergleich zur Staatsanleihe Zeit und erwerben quasi zusätzlich die Option, dass die Immobilienmärkte in der Zukunft fester tendieren als heute und damit den Werteverzehr der Immobilien kompensieren.

Für Immobilienaktiengesellschaften ist die Ausgangssituation fundamental anders: Sie haben keinen „Anlagedruck“, sondern müssen ihre Kapitalkosten erwirtschaften bzw. ihren Investoren eine angemessene Verzinsung auf das eingesetzte Kapital bieten. Ob das mit einem existierenden Portfolio oder durch Zukäufe, d.h. mit zusätzlichem Kapital geschieht, ist dabei zweitrangig. Deshalb sollten Investitionsentscheidungen bei börsennotierten Immobiliengesellschaften, unabhängig vom Zinsumfeld, auf der Analyse immobilienwirtschaftlicher Fundamentaldaten beruhen. Für Bestandshalter stehen dabei die Lebenszykluskosten und die entsprechenden Ertragsaussichten über den Lebenszyklus der Immobilie im Zentrum der Analyse. Momentan präsentieren sich die deutschen Büromärkte in ausgezeichneter Verfassung: Ein hoher Beschäftigungsstand, sinkende Leerstandsraten, hohe Flächenumsätze, gemäßigte Neubautätigkeit und dadurch stabile Mietpreise sind die Eckpfeiler der aktuellen Situation. Das sind zwar Faktoren, die eine stabile Wertentwicklung eines gegebenen Büroportfolios ermöglichen sollten, erklären aber für sich noch nicht Wertsteigerungen von 20 % p.a. oder mehr, wie sie zahlreiche Transaktionen vor allem aus dem letzten Jahr nahelegen. Für Immobilienaktiengesellschaften bleibt damit die schwierige Frage zu beantworten, inwieweit sich die Renditeerwartungen der Investoren und damit die zu erwirtschaftenden Kapitalkosten in letzter Zeit verändert haben und wie nachhaltig diese Veränderungen sein können. Die Betrachtung der gängigen *Capital Asset Pricing*-Modelle scheint deutlich gesunkene Kapitalkosten nahezu legen. Allerdings haben wir es heute, wie Eingangs diskutiert, nicht mit historisch niedrigen Zinsen zu tun, weil die Marktrisiken so gering eingeschätzt werden. Das genaue Gegenteil ist der Fall. Sind doch die niedrigen Zinsen eine Reaktion auf die anhaltende Wachstumsschwäche und eine wachsende Verschuldung im Euroraum.

So bleiben gravierende Zweifel daran, dass der risikofreie Zins, die Marktvolatilität und damit die Renditeerwartungen der Investoren langfristig nach unten gegangen sind, und sich dadurch nachhaltig höhere Preise für eine gegebene Immobilienqualität rechtfertigen lassen.

Nichtsdestoweniger bieten signifikant unterschiedliche Erwartungen bei verschiedenen Marktteilnehmern und Marktasymmetrien natürlich gute Möglichkeiten, Immobilienportfolien nach den eigenen Rendite- und Qualitätskriterien zu bereinigen.

Zinssicherung? - Langfristig flexibel

Die dritte These lautet: „Für börsennotierte Immobiliengesellschaften ist es ausreichend, zu den jeweils aktuellen Marktkonditionen finanziert zu sein. Zinssicherungsstrategien sollten sich darauf konzentrieren, (Kredit-)Vertragsverpflichtungen oder Geschäftspläne abzusichern, nicht darauf den „Markt zu schlagen“.“

Bei einer ertragssteuerungsorientierten Zinssicherungsstrategie, ist bei geringer Zinsvolatilität am „kurzen Ende“ der Zinskurve eine kurz- bis mittelfristige Zinssicherung tendenziell wenig effektiv, während eine sehr langfristige Bindung zwar hohe Planungssicherheit bietet, aber naturgemäß ein größeres Risiko darstellt, bei geringen Verschiebungen der Zinskurve mit substantiellen Beträgen „out of the money“ zu sein. So haben börsennotierte Immobilienunternehmen in den letzten Jahren viele hundert Millionen Euro an Liquidität darauf verwandt, bestehende Zinssicherungsinstrumente an das vorherrschende Zinsniveau anzupassen. Das mag als Hinweis darauf gelten, dass langfristige Sicherungsstrategien zumindest in der Vergangenheit vielfach nicht sonderlich effizient waren. Dem kann aus heutiger Sicht entgegengehalten werden, dass durch das insgesamt niedrigere Zinsniveau nun das Risiko weiter sinkender Zinsen deutlich geringer geworden ist. Dieses Argument ist insbesondere bei einer steigenden Zinsstrukturkurve und sehr langen Sicherungslaufzeiten nur bedingt stichhaltig. Wenn in Bezug auf die Ertragssteuerung kurzfristige Sicherungsinstrumente unnütz und langfristige eher risikoreich sind, bleibt als Fokus einer effizienten Zinssicherungsstrategie letztlich nur ein strikt risikoorientierter Ansatz zur Absicherung bestehender Kreditvertragsverpflichtungen. Hier haben sich in der Vergangenheit im Wesentlichen Zins-Caps bewährt, da diese Instrumente in Phasen niedriger oder sinkender Zinsen eine vollständige Ergebnispartizipation gewährleisten, aber bei steigenden Zinsen und entsprechend kalibriertem *Strike-Preis* die Kreditvertragsverpflichtungen wirkungsvoll absichern. Prinzipiell lässt sich mit Zins-Swaps ein vergleichbares Sicherungsergebnis erzielen. Allerdings ist in der aktuellen Zinsphase darauf zu achten, dass Unternehmen sich durch einen entsprechenden „Floor“ vor einem negativen Basiszins schützen und so zusätzliche, ungeplante Zahlungen an die Hedging Gegenpartei vermeiden.

Fazit aus Sicht einer Immobilienaktiengesellschaft mit Fokus auf „office“

Das aktuell sehr niedrige Zinsniveau und den damit einhergehenden Boom auf den Immobilienmärkten verdanken wir einer nunmehr acht Jahre andauernden Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise. Die Konsequenz, mit der die EZB ihr Instrumentarium immer weiter ausschöpft, mag als Indiz dafür gelten, wie groß die finanzwirtschaftlichen Risiken im Euroraum immer noch sind. Dies gilt es, sich bei der Bewertung von Chancen und Gefahren im aktuellen Marktumfeld immer wieder vor Augen zu führen.

Die größten immobilienwirtschaftlichen Risiken liegen momentan in der Überhitzung der Transaktionsmärkte, die rein zinsgetrieben zu immer neuen Rekorden eilen, sich dabei aber von der realwirtschaftlichen Entwicklung weitgehend abgekoppelt haben. Durch diese Entwicklung entstehen auf Unternehmensebene Chancen zur Optimierung der bestehenden Immobilienportfolien. Die durch die gesunkenen Finanzierungskosten induzierten Spielräume bieten den Immobiliengesellschaften weiterhin die Chance, Schulden abzubauen und damit in der Zukunft widerstandsfähiger gegenüber möglichen Finanzierungsengpässen zu werden.

Für die nachhaltige Wertentwicklung eines langfristig orientierten Büro-Bestandshalters sind realwirtschaftliche Faktoren, wie Wachstum und Beschäftigung, weit relevanter, als das vorherrschende Zinsniveau. Dabei genießt Deutschland die Sondersituation, sich bereits heute einer guten Beschäftigungssituation zu erfreuen und zukünftig, möglicherweise durch die Zinspolitik induziert, zusätzlich von Wachstumsimpulsen aus den Europäischen Nachbarländern zu profitieren.

g. Managementstrategien für in Immobilien investierende Spezial-AIFs nach Kapitalanlagegesetzbuch – hier der Deutsche Asset & Wealth Management

Clemens Schäfer, RREEF Spezial Invest GmbH

Die anhaltende und sich aktuell verschärfende Niedrigzinsphase im Euroraum hat gravierende Auswirkungen auf den typischen Anlegerkreis von in Immobilien investierenden Spezial-AIFs nach *Kapitalanlagegesetzbuch* (im Folgenden häufig einfach „Spezial-AIF“). Zu diesen Anlegern gehören insbesondere Versicherungen, Versorgungswerke und Pensionsfonds sowie Stiftungen und Kirchen. Viele dieser Anleger sind traditionelle Anleihekäufer. Solange die Verzinsung von Anleihen kreditwürdiger Emittenten ihnen ermöglichte, die Garantieverzinsung (Lebensversicherung), den Rechnungszins (Versorgungswerke) oder den Diskontierungssatz der Pensionszusagen (Pensionsfonds) zu erreichen, investierten viele dieser Investoren 80 % oder einen noch höheren Anteil ihres verwalteten Vermögens in festverzinsliche Wertpapiere. Dies ist aktuell nicht mehr möglich: Deutsche Staatsschuldtitel mit bis zu 6jähriger Laufzeit, Schweizer Staatsanleihen mit bis zu 12-jähriger Laufzeit, Hypothekendarlehen mit bis zu 2-jähriger Laufzeit und sogar einige hochwertige Unternehmensanleihen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren weisen für den Erwerber *negative Verzinsungen* auf. Selbst mit 30-jährigen Laufzeiten können lediglich Renditen von ca. 0,6 % bis 2,0 % erzielt werden.¹²¹

¹²¹ Vgl. bspw. www.bundesbank.de.

Herausforderungen auf Aktiv- und Passivseite beachten

Da liegt es für viele institutionelle Anleger nahe, vermehrt in Immobilien zu investieren. Dies tun und taten in den letzten Jahren sehr viele Anleger, was zu erheblichen Preisanstiegen, insbesondere bei als sicher geltenden Core-Immobilien, geführt hat. Trotz des Preisanstiegs bei Immobilien ist wegen der parallel weiter gefallen, nun nahe dem Nullniveau liegenden Zinsen, die relative Attraktivität von Immobilien im Vergleich zu Anleihen groß. Entsprechend groß ist die Sorge, dass ein zukünftiger Zinsanstieg die entgegengesetzte Auswirkung auf die relative Attraktivität hätte und Immobilien schnell wieder an Wert verlören. Anleger könnten - anders als bei liquiden Wertpapierinvestments - wegen der Illiquidität der Anlageklasse Immobilien ihre Portfolien nicht schnell genug umschichten, weshalb die Gefahr Verluste zu erleiden entsprechend größer wäre.

Da viele institutionelle Investoren sich u.a. aus Gründen der Verwaltungseffizienz und -qualität externer Immobilienmanager bedienen und die Immobilien über Spezial-AIFs halten, stellen diese Sorgen der Kunden quasi einen Auftrag an das Fondsmanagement der Spezial-AIF dar. Das Niedrigzinsumfeld stellt das Fondsmanagement aber nicht nur bezüglich möglicher zukünftiger Wertrückgänge im Immobilienbestand vor Herausforderungen, sondern es gibt diverse weitere Herausforderungen. Diese lassen sich gut an der allgemeinen *Bilanzstruktur* erläutern, warum im Folgenden die Herausforderungen, die die Niedrigzinsphase an die Passivseite und an die Aktivseite der Bilanz eines Spezial-AIFs stellt, beschrieben werden.

Renditeerwartungen der Anleger beeinflussen Risikostruktur

Eine große Herausforderung sind die Renditeerwartungen der Anleger. Die Anleger von in Immobilien investierenden Spezial-AIFs versuchten in den letzten Jahren regelmäßig durchschnittliche Verzinsungen auf das von ihnen eingesetzte Kapital von ca. 5 bis 10 % pa zu erzielen. Die relativ starke Bandbreite der Verzinsungsansprüche reflektiert die unterschiedlichen Investmentstrategien (und damit auch Risikostruktur und Liquidität der Zielimmobilien) und den unterschiedlich hohen Einsatz von Fremdkapital.

Wie bereits in der Einleitung erwähnt, liegen die Verzinsungen von weitgehend risikolosen deutschen Staatsanleihen für zehn Jahre auf einem historischen Tiefpunkt: Rund 0,18 % jährliche Verzinsung warten auf einen Anleger. Geht man davon aus, dass Kapitalmärkte effizient sind, sollten Immobilieninvestitionen eine höhere Verzinsung abwerfen. Ohne hier eine Theoriediskussion zu starten, ist es angemessen, dass Anleger in Immobilien Renditeprämien für die Übernahme von zusätzlichem Risiko (da Immobilien riskanter sind als Staatsanleihen) und für die geringere Liquidität verlangen können (sog. *Risikoprämie*). In den letzten Jahren lagen diese Prämienanforderungen insgesamt bei ca. 200-300 bps. Dies ergibt also eine – ohne Fremdfinanzierungseffekte – Renditeerwartung von ca. knapp 3 %. Dies ist nach Gebühren

eine realistische, mit dem Kapitalmarktumfeld konsistente Renditeanforderung an Core-Immobilien. Vielen Anlegern ist dies zu wenig und Anbieter von Spezial-AIF reagieren darauf und versprechen deutlich höhere Verzinsungen. Diese sind aber grundsätzlich nur durch Übernahme von zusätzlichen Risiken (bspw. riskantere Immobilien oder Einsatz von Fremdkapital) erreichbar. Häufig ist der Anleger nun zufrieden, schließlich werden ihm jetzt 4 bis 6 % durchschnittliche jährliche Verzinsung in Aussicht gestellt. Wichtig ist aber, dass der Anbieter von Spezial-AIFs und der Anleger verstehen, dass die höhere erwartete Rendite durch die Übernahme von zusätzlichen Risiken zustande kommt (z.B. Immobilien mit höherem Liquiditätsrisiko oder eine höhere Ergebnisvolatilität durch den Einsatz von Fremdkapital).

Aus diesem Themenkomplex ist als Strategie für das Management von Spezial-AIFs abzuleiten, mit seinen Anlegern intensiv über realistische Renditeziele mit den einhergehenden Chancen und Gefahren zu sprechen.

Ableitung einer Zinssicherungsstrategie

Für Fondsmanager von in Immobilien investierenden Spezial-AIFs besteht die grundsätzliche gesetzliche Möglichkeit, Fremdkapital bis zu 50 % der Summe der Verkehrswerte der vom Spezial-AIF gehaltenen Immobilien aufzunehmen, wenn die Anlagebedingungen dies vorsehen, d.h. wenn der oder die Anleger diesem Vorgehen zugestimmt haben. Auch wenn es einen Trend dahin gibt, den Umfang des Einsatzes von Fremdkapital für Spezial-AIFs zu reduzieren, so ist es jedoch gegenwärtig weiterhin Marktstandard, Fremdkapital in substantieller Höhe einzusetzen. Die Größenordnung notiert in einer Bandbreite von ca. 30 bis 50 %. Dies stellt den Manager vor die Aufgabe, eine auf das Portfolio abgestimmte Zinssicherungsstrategie zu implementieren.

Historisch betrachtet, waren langfristige Finanzierungen noch nie so günstig wie jetzt: Die für den Finanzierungsmarkt wesentliche SWAP-Kurve ist zu Beginn des Jahres 2015 auf ihren Tiefstand gefallen. Gleichzeitig hat der zunehmende Wettbewerb auf der Anbieterseite durch Darlehensfonds, Versicherungen und Pensionsfonds die Margen auf die Stände von 2006/2007 gedrückt. Für gute deutsche Core-Immobilien ist es in diesem Umfeld gegenwärtig möglich, eine 10-jährige Zinsfestschreibung zu rd. 1,2 bis 1,3 % p.a. abzuschließen. Die Verlockung ist somit groß, lange Zinsfestschreibungen einzugehen. Zu beachten ist dabei aber, dass im vergangenen Jahr Fondsmanager bereits in der gleichen Position waren: Mitte des Jahres 2014 war es erstmalig möglich gewesen, sich eine 10jährige Zinsfestschreibung von 2,00 bis 2,25 % p.a. zu sichern. Wann ist also der richtige Zeitpunkt? Kann auch die SWAP-Kurve ins Negative rutschen?

Zinsbindungen im Portfolio variieren

Längere Zinsbindungslaufzeiten in einer anhaltenden Niedrigzinsphase führen auch zu Einschränkungen bei der aktiven Steuerung der Portfoliozusammensetzung: Durch hohe *Vorfälligkeitsentschädigungen* (Erstattung des Refinanzierungsschadens und/oder des Margenschadens) können immobilienwirtschaftlich sinnvolle Verkäufe verhindert werden. Dieser Punkt kann gerade dann relevant werden, wenn sich – wie in den einleitenden Bemerkungen dieses Abschnitts dargelegt – möglicherweise in Zukunft Erwartungen auf stark steigende Zinsen bilden und Anleger ihren Immobilienbestand vor diesem Hintergrund eigentlich abbauen wollen, um entsprechend fallenden Immobilienpreisen zuvorzukommen.

Es bieten sich unterschiedliche Strategien an, um dieser Herausforderung zu begegnen. Wichtig ist, dass das Fondsmanagement die Finanzierung ebenfalls als Portfolio begreift und nicht als eine Ansammlung von einzelnen Finanzierungen. Auf der Aktivseite (d.h. im Immobilienbestand) ist dies bereits eine gängige Praxis, auf der Passivseite jedoch wesentlich weniger ausgeprägt. Auf der Aktivseite ist die Streuung von Risiken üblich, und so sollte es – wenn man nicht eine starke und klare Zinsmeinung hat – auch auf der Passivseite sein. Grundsätzlich bietet sich hierfür das Eingehen von teilweise langen, mittleren oder kurzen Zinsbindungen an. Kurze Zinsbindungen können gegen stark steigende Zinsen auch durch Caps abgesichert werden. Hat das Fondsmanagement eine starke Zinsmeinung und erlaubt das Vertragswerk des Spezial-AIFs auch deren Umsetzung, so wird es bei der Erwartung steigender Zinsen lange und mittlere Zinsbindungen übergewichten oder bei der Erwartung fallender Zinsen kurze Zinsbindungen übergewichten. Ohne Zinsmeinung ist eine Absicherung von kurzlaufenden Zinsbindungen mit Caps eine gute Alternative.

Einsatz von Caps bei kurzen Zinsbindungen sinnvoll

Dabei ist zu beachten, dass die Finanzierungsstrategie auf die Strategie des Spezial-AIFs (z.B. bei Fonds mit beschränkter Laufzeit) bzw. auf die Asset Management Strategie der einzelnen Objekte (kurzfristige Verkäufe) abgestimmt wird.

Besondere Flexibilität erhält das Fondsmanagement, wenn es anstelle von einzelnen Finanzierungen, welche auf Ebene der jeweiligen Objekte besichert sind, eine Portfoliofinanzierung vorgenommen hat. Bei dieser Form der Finanzierung sind aber ggf. Zielkonflikte mit der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Finanzierungsaufwendungen zu beachten und sauber gegen die zusätzliche Flexibilität abzuwägen.

Opportunistische, maximalkostengetriebene Finanzierungsstrategie

Wie in den einleitenden Bemerkungen dieses Abschnitts beschrieben, sind viele deutsche Anleger getrieben, individuell geltende *Mindestrenditen* zu erzielen. Gerade im Falle eines homogenen Anlegerkreises oder auch bei Fonds mit nur einem Anleger, kann mit den Anlegern auch vereinbart werden, dass Fremdmittel nur eingesetzt werden, solange die effektiven Gesamtkosten der Finanzierung unterhalb der vereinbarten Mindestrenditen liegen. Dies muss aber mit einer entsprechenden vertraglichen Verpflichtung einhergehen, zusätzliche Eigenmittel zur Verfügung zu stellen, sobald das Fremdkapital abgelöst wird.

Kompensation möglicher Effekte bei Zinssteigerungen auf der Aktivseite

In der aktuellen Marktphase allokatieren viele Anleger neues Kapital auf Immobilienfonds. Folglich stehen diverse Fondsmanager vor der Frage, wie sie das Kapital der Anleger am besten investieren können. Dies ist gerade deshalb von großer Bedeutung, da viele Marktteilnehmer die zuletzt erfolgten erheblichen Preissteigerungen bei Immobilien auf das niedrige Zinsniveau und die mangelnde Attraktivität von Anleiheinvestments zurückführen und folglich befürchten, dass die Trendwende am Zinsmarkt zu steigenden Zinsen und zu Wertrückgängen der gerade erworbenen Immobilien führt.

Grundsätzlich sind diese Bedenken berechtigt. Allerdings bestehen auch in der aktuellen Marktphase erhebliche Chancen: Zwar führen (möglicherweise) steigende Zinsen zu einer relativen Abnahme der Attraktivität von Immobilien gegenüber festverzinslichen Anleihen und damit *ceteris paribus* zu Preisrückgängen bei Immobilien. Jedoch spiegeln sich in steigenden Zinsen auch regelmäßig steigende Inflationserwartungen wider. Steigende Inflation wiederum kann über steigende Mieten zu steigenden Immobilienwerten führen. Daher empfiehlt sich in der aktuellen Niedrigzinsphase die Fokussierung auf Objekte und Standorte, bei denen der Zusammenhang zwischen steigender Inflation und steigenden Mieten als empirisch gefestigt angesehen werden kann. Deshalb investiert bspw. *die Deutsche Asset & Wealth Management* gerne in Standorte wie zum Beispiel die sogenannten „24/7“-Städte an der US Ost- und Westküste. Eine analoge Argumentation trifft auf Objekte zu, deren Nutzer Inflation an ihre Kunden weiter geben können und damit auch die Fähigkeit besitzen, Mietpreissteigerungen bei steigenden Umsätzen zu tragen. Hierzu zählen wir Betreiberimmobilien wie Hotels, aber auch innerstädtische Einzelhandelslagen.

Liquiditätshaltung als Herausforderung

Da Spezial-AIFs, anders als ihre „großen Brüder“, die offenen Publikumsfonds, gewöhnlich keine großen Liquiditätspolster vorhalten, ist diese Position im Vergleich zu den bereits dargestellten Bilanzpositionen von geringerer Bedeutung. Nichtsdestotrotz belaufen sich die Liquiditätsbestände im Jahresdurchschnitt bei einem Spezial-AIF auch auf 5 bis 10 % des Wertes

des Spezial-AIFs. Unterstellt man eine Verzinslichkeit von rd. 5 % des in den Immobilien gebundenen Eigenkapitals und eine Nullverzinsung der Liquidität betragen die negativen Auswirkungen auf die Rendite des Spezial-AIFs zwischen 25 und 50 bp p.a.

Daher sollte auch hier das Fondsmanagement ansetzen und versuchen, in enger Abstimmung mit den Anlegern, eine Reduzierung der Liquiditätsvorhaltung zu erreichen und damit die negativen Renditeauswirkung minimieren. Insbesondere denkbar ist hier eine Veränderung des *Ausschüttungsturnus* auf halbjährlich oder vierteljährlich. Ist der Spezial-AIF auch außerhalb des Euroraums investiert und sichert sich gegen Währungsveränderungen ab, sind der Erhöhung des Ausschüttungsturnus allerdings enge Grenzen gesetzt: in Zeiten der aktuellen Euroschwäche kommt es regelmäßig zu sogenannten Margen-Calls, die innerhalb von nur geringen Ankündigungsfristen geleistet werden müssen und eine höhere Liquiditätshaltung erforderlich machen.

9. Literaturverzeichnis

- Adalid, R. and C. Detken** (2007). Liquidity Shocks and Asset Price Boom/Bust Cycles. ECB Working Paper 732, European Central Bank.
- Adrangi, B., Chatrah, A. and Raffiee, K.** (2004). REIT Investments and Hedging Against Inflation. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 10 (2), 97–112.
- Allianz** (2014). Global Wealth Report, München.
- An de Meulen, P. and Micheli, M.** (2013). Droht eine Immobilienpreisblase in Deutschland? *Wirtschaftsdienst* 93 (8), 539-544.
- Assenmacher-Wesche, K. and S. Gerlach** (2009). Financial Structure and the Impact of Monetary Policy on Asset Prices. Working Paper, Swiss National Bank & Goethe University Frankfurt.
- Bankenverband** (2014a). Leitzinsen USA: www.bankenverband.de/service/fakten-zahlen/leitzinsen/leitzinsen-in-den-usa.
- Bankenverband** (2014b). Leitzinsen Japan: www.bankenverband.de/service/fakten-zahlen/leitzinsen/entwicklung-des-diskontsatzes-der-bank-of-japan.
- Barber, C., Robertson, D. and Scott, A.** (1997). Property and inflation: the hedging characteristics of U.K. commercial property, 1967-1994. *Journal of Real Estate Finance and Economics* 15 (1), 59-76.
- Beardsley, B., Becerra, J., Burgoni, F., Holley, B., Kessler, D., Muxi, F., Naumann, M., Tang, T., Zakrzewski, A.** (2014). Riding a Wave of Growth, in: BCG Global Wealth Report 2014, 1-34.
- Berlemann, M. and Freese, J.** (2010). Monetary Policy and Real Estate Prices: A Disaggregated Analysis for Switzerland, in: HWWI.
- Bordo, M., Dueker, M.J. and D.C. Wheelock** (2002). Aggregate Price Shocks and Financial Stability: A Historical Analysis. *Economic Inquiry* 40 (4), 521-538.
- Brueggeman, W.B., Chen, A.H. and Thibodeau, T.G.** (1984). Real Estate Investment Funds: Performance and Portfolio Considerations. *AREUEA Journal* 12 (3), 333-334.
- Brueggeman, W.B., Chen, A.H. and Thibodeau, T.G.** (1992). Some Additional Evidence on the Performance of Commingled Real Estate Investment Funds: 1992-1991. *The Journal of Real Estate Research* 7, 433-448.

- Buchheim, C.** (2001). Von altem Geld zu neuem Geld. Währungsreformen im 20. Jahrhundert - Geschichte der deutschen Wirtschaft im 20. Jahrhundert, München.
- Bulwien, H.** (2009). Entwicklungsperspektiven des Immobilienmarktes. Vortrag BFW Nord Landesverbandstag in Hamburg.
- Bundesministerium für Wirtschaft und Energie** (2014). Schlaglichter der Wirtschaftspolitik, in: BMWi (Hrsg.): Monatsbericht Oktober 2014, Berlin.
- Buttiglione, L., Lane, P., Reichlin, L. and Reinhart, V.** (2014). Deleveraging, What Deleveraging? The 16th Geneva Report on the World Economy, CEPR Press, September.
- Chatrath, A. and Liang, Y.** (1998). REITs and inflation: a long-run perspective. Journal of Real Estate Research 16 (3), 311-325.
- Coenen, G. and Wieland, V.** (2003). The Zero-Interest-Rate Bound and the Role of the Exchange Rate for Monetary Policy in Japan, Journal of Monetary Economics 50 (5), 1071-1101.
- Colliers** (2014). EMEA: www.colliers.com/~media/Files/EMEA/emea/research/2014-10-06-Q4-Capital-Flows-Quarterly-Report.ashx.
- Commerzbank** (2014). US-Wirtschaft: Doch nicht so stark? www.commerzbank.de/media/de/research/economic_research/atuell_1/wif.pdf.
- De Haas, J.** (1889). A Third Element in the Rate of Interest. Journal of the Royal Statistic Society, 99-116.
- Demary, M. and Voigtländer, M.** (2009). Inflationsschutz von Immobilien – Direktanlagen und Aktien im Vergleich. W-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln 36 (1), 1-15.
- Destatis** (2014). Deutsche Wirtschaft im Jahr 2014 in solider Verfassung: www.destatis.de/DE/PresseService/Presse/Pressemitteilungen/2015/01/PD15_016_811.html, Abrufdatum: 16.03.2015.
- Deutsche Bundesbank** (2012). Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsraum, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Berlin.
- Deutsche Bundesbank** (2013). Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit dem Jahr 2010: Einflussfaktoren und regionale Abhängigkeiten, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Monatsbericht Oktober 2013, Berlin.

- Deutsche Bundesbank** (2014). Geld und Geldpolitik, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Geld und Geldpolitik, Berlin.
- Deutsche Bundesbank** (2015). Zinsstatistik, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Monatsbericht März 2015, Berlin.
- Deutsche Pfandbriefbank** (2013/2014). Immobilien-Banking – Fakten und Daten, Discussion Paper 860, German Institute for Economic Research, Berlin.
- Deutsche Welle** (2013). Notenbanken in der Falle: www.dw.de/notenbanken-in-der-falle/a-17117231, Abrufdatum: 15.12.2014.
- DIW** (2014). Niedriger Leitzins – Eine Chance in der Euro-Schuldenkrise: www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.437418.de/14-7-1.pdf.
- Downes, J.** (1998). Dictionary: John Downes, in: Jordan Elliot Goodmann (Hrsg.): Dictionary of finance and investment terms, 5. Aufl., New York.
- Dreger, Ch. and J. Wolters** (2009b). Liquidity and Asset Prices – How Strong Are the Linkages? Working Paper.
- DVFA** (2014). Finanzkommunikation. www.dvfa.de/fileadmin/downloads/Finanzkommunikation/Veranstaltungen/Immobilien_Forum/Tagungsband.pdf.
- DTZ** (2010). Money into Property – Now is the right time to buy: www.dtz.com/StaticFiles/Research/DTZMoneyintoProperty2010europe.pdf.
- Ernst & Young** (2015). Trendbarometer: www.beteiligungsreport.de/uploads/media/Studie_Ernst_Young_Trendbarometer.pdf.
- Ernst & Young** (2012). [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Real_Estate_Trends_Edition_51/\\$FILE/RE_Trends_51_Juni_2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Real_Estate_Trends_Edition_51/$FILE/RE_Trends_51_Juni_2012.pdf).
- Ernst & Young** (2014a). Strategic Asset Allocation. [www.ey.com/Publication/vwLU-Assets/EY-Strategic-asset-allocation-for-Asia-Pacific-Life-Insurers/\\$FILE/EY-Strategic-asset-allocation-for-Asia-Pacific-Life-Insurers.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLU-Assets/EY-Strategic-asset-allocation-for-Asia-Pacific-Life-Insurers/$FILE/EY-Strategic-asset-allocation-for-Asia-Pacific-Life-Insurers.pdf).
- Ernst & Young** (2014b). Confidence-Barometer. [www.ey.com/Publication/vwLUAssetsPI/EY-Capital-Confidence-Barometer-Global-October-2014/\\$FILE/Global_Capital_Confidence_Barometer_Oct14.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssetsPI/EY-Capital-Confidence-Barometer-Global-October-2014/$FILE/Global_Capital_Confidence_Barometer_Oct14.pdf).
- Ernst & Young** (2014c). [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Real-Estate-offers-global-connections-support-as-cross-border-capital-surges/\\$FILE/EY-real-estate-offers-global-connections.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Real-Estate-offers-global-connections-support-as-cross-border-capital-surges/$FILE/EY-real-estate-offers-global-connections.pdf).

- Ernst & Young** (2014d). [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_The_Capital_In-sights_debate:_the_real_estate_market/\\$FILE/EY-The-Capital-Insights-debate-the-real-estate-market.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_The_Capital_In-sights_debate:_the_real_estate_market/$FILE/EY-The-Capital-Insights-debate-the-real-estate-market.pdf).
- Ernst & Young** (2014e). [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-real-estate-ccb-june-2014/\\$FILE/EY-real-estate-ccb-june-2014.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-real-estate-ccb-june-2014/$FILE/EY-real-estate-ccb-june-2014.pdf)
- Ernst & Young** (2014f). Finanzkommunikation.
[www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-gsa-effektive-finanzkommunikation/\\$FILE/EY-gsa-effektive-finanzkommunikation.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-gsa-effektive-finanzkommunikation/$FILE/EY-gsa-effektive-finanzkommunikation.pdf)
- Europäische Zentralbank** (2012). Bankenrettung durch die EZB?.
www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120618.de.html.
- Europäische Zentralbank** (2012). Key ECB interest rates.
www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html.
- European Commission** (2015) European Economic Forecast Spring 2014 and Autumn 2014: www.ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/forecasts/index_en.htm, Abrufdatum: 16.03.2015.
- European Public Real Estate Association** (2014). Best Practice Recommendations Additional Guidance, in: EPRA Reporting, Brüssel.
- Fama, E.F. and Schwert, G.W.** (1977). Asset Returns and Inflation. *Journal of Financial Economics* 5, 115-146.
- Fama, E. F.** (1981). Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money. *American Economic Review*, 71, 545–565.
- Filc, W.** (1998). *Theorie und Empirie des Kapitalmarktzinses*, Stuttgart
- Fisher, I.** (1896). *Appreciation and Interest*, New York.
- Fisher, I.** (1907). *The Rate of Interest - Its Nature, Determination and Relation to Economic Phenomena*, New York.
- Fisher, I.** (1930). *The Theory of Interest - As determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*, New York.
- Fixsen, R.** (2014). *Global Capital Arrives*, IP Real Estate Special Issue.
- Fleischmann, B.** (2014). Asset Allocation under the Influence of Long-Run Relations. *Schriften zu Immobilienökonomie und Immobilienrecht*, 71, S.4ff.
- Friedman, M.** (1992). *Money Mischief: Episodes in Monetary History*, Harcourt Brace Jovanovich, New York.

- Fuerst, F., Milcheva, S., Baum, A.** (2014), Cross-Border Capital Flows into Real Estate. *Real Estate Finance*, 31(3), 103-122.
- Glascokk, J. L., Chiuling, L. and Raymond W.** (2002). REIT>Returns and Inflation: Perverse or Reverse Causality Effects. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 24 (3), 301–317.
- Görgens, E., Ruckriegel, K. und Seitz, F.** (2003). Europäische Geldpolitik: Theorie, Empirie, Praxis 3, München.
- Gruber, J. and G.S. Lee** (2008). Bank Lending Effect on German Commercial Property Prices. University of Regensburg Working Paper in Business, Economics and Management Information Systems 428, University of Regensburg.
- Grunwald, E.** (2014). Gute Aussichten für die Baufinanzierung: Bauzinsen bleiben günstig, in: Deutsche Bank Research (Hrsg.): Marktausblick Baufinanzierung, Immobilienmarkt Q3/2014, Frankfurt am Main.
- Hamelink, F., Hoesli, M. and MacGregor, B.** (1997). Inflation Hedging versus Inflation Protection in the US and the UK. *Real Estate Finance* 14, 63-73.
- Handelsblatt** (2014). Währungskriege kehren zurück, Abrufdatum 28.10.2014.
- Hartzell, D., Heckman, J.S. and Miles, M.E.** (1987). Real Estate Returns and Inflation. *AREUEA Journal* 15, 617-637.
- Hölscher, J. Und Tomann, H.** (2004). Money, Development and Economic Transformation. Selected Essays by Hajo Riese, November.
- Hoesli, M., MacGregor, B. D., Matysiak, G. and Nanthakumaran, N.** (1997). The short-term inflation-hedging characteristics of U.K. real estate. *Journal of Real Estate and Economics* 15 (1), 27-57.
- Internationaler Währungsfonds** (2014). Jahresbericht: Von Stabilisierung zu nachhaltigem Wachstum, Washington.
- Investment Property Databank** (2015). IPD Multinational Digest, Frankfurt.
- Issing, O. et al.** (2003). Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, Frankfurt: European Central Bank.
- Ito, T. and Mishkin, F.** (2006). Two Decades of Japanese Monetary Policy and the Deflation Problem. *NBER-EAS* 15, 131-202.
- Jäger, M. und Voigtländer, M.** (2007). Determinanten der Renditen von Büroimmobilien. *IWTrends* 34 (4), 21–32.

- Just, T., Möbert, J. und Heinrich, M.** (2014). Deutsche Wohnimmobilien als Kapitalanlage, in: IRE|BS Universität Regensburg (Hrsg.): Beiträge zur Immobilienwirtschaft, Heft 6: Schwerpunkt Immobilieninvestment.
- Just, T. und Uttich, S.** (2015). Es sind nicht nur Gebäude. Frankfurter Societäts Medien, Frankfurt.
- Kajuth, F., Knetsch, T.T., Pinkwart, N.** (2013). Assessing house prices in Germany: Evidence from an estimated stock-flow model using regional data. Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 46/2013.
- Keynes, J.M.** (1936). General Theory of Employment. Quarterly Journal of Economics 51, 209-223.
- Koniarski, T. and Sebastian, S.** (2014): Inflation-Protecting Asset Allocation: A Downside Risk Analysis. The Journal of Portfolio Management 41 (2), 57-70.
- Krugman, R. P.** (1998). It's back: Japan's slump and the return of the liquidity trap. Brookings Pap. Econ. 2, 137–205.
- Leiner-Killinger, N., V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale** (2007). Structural Reforms in EMU and the Role of Monetary Policy. A Survey of the Literature, European Central Bank, Occasional Paper Series No. 66 (July 2007), Frankfurt/Main.
- Limmack, R. J. and Ward, C. W. R.** (1988). Property returns and inflation. Land Development Studies 5, 47-55.
- Liu, C. H., Hartzell, David J. and Hoesli, M. E.** (1997). International evidence on real estate securities as an inflation hedge. Real Estate Economics 25, (2), 193-221.
- Maier, K.** (2004). Risikomanagement im Immobilie- und Finanzwesen, Frankfurt am Main.
- Mankiw, N. G.** (2011). Makroökonomik, 6. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart.
- Maurer, R. and Sebastian, S.** (2002a). Inflationsrisiken von Aktien, Renten und indirekten Immobilienanlagen. Kredit und Kapital 55 (2), 242-279.
- Maurer, R. and Sebastian, S.** (2002b). Inflation Risk Analysis of European Real Estate Securities. Journal of Real Estate Research 24 (1), 47-77.
- Mill, J.S.** (1865). Principals of Political Economy, 6th edition, New York.
- Newell, G.** (1996). The Inflation-Hedging Characteristics of Australian Commercial Property: 1984-1995. Journal of Property Finance 7 (1), 6-10.

- Organisation for Economic Co-operation and Development** (2015). Economic Outlook November 2014, <http://www.oecd.org/eco/economicoutlook.htm>, Abrufdatum 16.03.2015.
- Orphanides, A. and Wieland, V.** (1998). Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero. Finance and Economics Discussion Series, 98-35, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Ott-Laubach, P.** (2014). Europäische Häusermärkte: Überhitzungsorgen berechtigt? KFW Economic Research 75, 1-4.
- Palley, T.** (2012). The economics of the Phillips curve: Formation of inflation expectations versus incorporation of inflation expectations. Structural Change and Economic Dynamics 23 (2), 221-230.
- Park, J.Y., Mullineaux, D.J. and Chew, I.K.** (1990). Are REITs Inflation Hedges?. Journal of Real Estate Finance and Economics 3 (1), 91-103.
- Piazolo, D.** (2014). Performancevergleich deutscher und internationaler Immobilien. Absolut Report 2014 (4), 52-57.
- Rubens, J.H., Bond, M.T. and Webb, J.R.** (1989). The Inflation-Hedging Effectiveness of Real Estate. The Journal of Real Estate Research 4, 45-55.
- Rajan, R.G.** (2005). Has Financial Development Made the World Riskier?, Proceedings of the Jackson Hole Conference, organized by the Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Rajan, R.G.** (2010). Fault Lines. Princeton University Press, Princeton.
- Riese, H.** (1986). Theorie der Inflation, in: JCB Mohr (Hrsg.), Tübingen.
- Schier, M. und Voigtländer, M.** (2015). Immobilienpreise - Ist die Entwicklung am deutschen Wohnungsmarkt noch fundamental gerechtfertigt?, Institut der deutschen Wirtschaft Köln.
- Schindler, F. und Rehkugler, H.** (2009). Risikoeffekte von REIT-Neuemissionen, in: Rehkugler, H., Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, 285-312.
- Schwartz, A.J.** (2002). Asset Price Inflation and Monetary Policy. NBER Working Paper 9321, National Bureau of Economic Research.
- Sebastian, S.P.** (2003). Inflationsrisiken von Aktien-, Renten- und Immobilieninvestments - Eine theoretische und empirische Analyse kollektiver Kapitalanlagen an Finanzmärkten in Deutschland, Frankreich, Großbritannien und der

- Schweiz, in: Johanning, L., Maurer, R. und Rudolf, M. (Hrsg.): Reihe Portfolio-Management: Band 16, Bad Soden.
- Short, J.** (2014). ECB review crucial for Europe, IP Real Estate, 09/10.2014.
- Sotelo, R.** (2001). Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik, in: Schulte, K.W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 16, Rudolf-Müller-Verlag, Köln.
- Spahn, P.** (2012). Geldpolitik, Vahlen, München.
- Spiwoks, M.** (2003). Qualität der Zinsprognosen deutscher Banken – Eine empirische Analyse, in: Kredit und Kapital 36 (3).
- Statista** (2015a). Entwicklung des BIP in der Eurozone und der EU gegenüber dem Vorjahresquartal: de.statista.com/statistik/daten/studie/158133/umfrage/entwicklung-des-bip-in-der-eurozone-und-der-eu-gegenueber-dem-vorjahres-quartal, Abrufdatum: 16.03.2015.
- Statista** (2015b). Eurozone- Prognose zum Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes (BIP) von 2014 bis 2018, de.statista.com/statistik/daten/studie/159493/umfrage/prognose-zur-entwicklung-des-bip-der-eurozone/ Abrufdatum: 16.03.2015.
- Statistisches Bundesamt** (2014). Verbraucherpreisindizes für Deutschland, in: Statistisches Bundesamt (Hrsg.): Lange Reihen ab 1948, September, Wiesbaden.
- Thambia, Y. and Foscari, N.** (2011). Real Assets: Inflation Hedge Solution Under a Modified Risk Framework. White Paper Credit Suisse Asset Management, 09/2011, 1-12.
- Thorton, H.** (1802). An Enquiry to the Nature and Effects of Paper Credit of Great Britain, London, wieder abgedruckt und herausgegeben mit einer Einführung von F.A. Hayek, New York.
- Trading Economics** (2014). Leitzinsen Singapore: www.tradingeconomics.com/singapore/interest-rate.
- Ulbrich, C.** (2013). Riding the Cycle – Immobilienzyklen gezielt nutzen. Präsentation IRE|BS Immobiliensymposium, Regensburg.
- Xiarong, Z., Sherwood, C.** (2010). The Inflation Hedging Ability of Real Estate in China. Journal of Real Estate Portfolio Management 16 (3), 267-277.

Yobaccio, E., Rubens, J. H. and Ketcham, D.C. (1995). The inflation-hedging properties of risk assets: the case of REITs. *Journal of Real Estate Research* 10(3), 279-297.

Zhou, T.T., Gunasekarage, A., Power, D. (2005). Do Real Estate Assets Hedge Inflation Better Than Financial Assets? Some New Zealand Evidence. *Briefings in Real Estate Finance* 5, 39-46.

10. Stichwortverzeichnis

A	
ABS Purchase Programme	- 37 -
Abwertung	- 23 -, - 45 -, - 49 -
Anlageklassen	iii, - 55 -, - 62 -, - 69 -
Anlagen	
Direkte Anlagen	- 14 -, - 58 -, - 71 -
Indirekte Anlagen	- 16 -, - 62 -, - 69 -
Anschlussfinanzierung	iv, - 78 -, - 88 -
Asset Backed Securities	- 37 -
Asset Price Inflation	- 46 -, - 57 -
Aufwertung	- 43 -, - 49 -
Ausschüttungsturnus	- 108 -
Autokorrelation	- 71 -
B	
Backtesting	- 79 -
Bank of England	- 23 -
Basispunkte	- 22 -, - 34 -
Bilanzstruktur	- 104 -
Break-Even Annuität	- 78 -
C	
Capital Asset Pricing-Model	- 101 -
Caps	- 81 -, - 97 -, - 106 -
Consumer Price Index	- 70 -
Core-Immobilien	- 26 -, - 105 -
Covenant-Breaches	- 78 -
Covenants	iv, - 77 -, - 88 -
Covered Bond Purchase Programme CBPP	- 37 -
Cross-Border-Aktivitäten	- 54 -
D	
Deflation	iii, - 12 -, - 35 -, - 44 -
Deflationsschutz	- 12 -
Deflationsspirale	- 44 -
Deleveraging	- 41 -
Deposit Facility Rate	- 36 -
Dept-Service-Coverage-Ratio	- 78 -
Deutscher Immobilienindex	- 59 -
Direktanlagen	- 14 -, - 58 -, - 71 -
Discount	- 66 -
Disintermediation	- 79 -
Diversifikation	iii, - 52 -, - 88 -, - 93 -
Dividenden-Rendite	- 92 -
Due Diligence	- 32 -
E	
Effiziente Märkte	- 14 -
Eigenkapitalrendite	- 45 -, - 55 -
Einlagefazilität	- 36 -, - 48 -
Ellwanger & Geiger Deustcher Immobilienaktienindex DIMAX	- 63 -, - 68 -
Ellwanger & Geiger Europäischer REIT Index ERIX	- 63 -
Empirische Studien	- 15 -, - 18 -, - 75 -
EPX Hauspreisindex	- 46 -

Niedrigzinsumfeld und die Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft

Ertrag non-pekuniär	- 14 -
Euribor	- 35 -, - 41 -, - 46 -, - 49 -, - 79 -, - 82 -
Drei-Monats-Euribor	- 49 -
Sechs-Monats-Euribor	- 41 -, - 82 -
Europäische Konjunktur	- 29 -
Europäische Zentralbank	- 11 -, - 36 -, - 48 -

F

Fama/Schwert	- 16 -
Federal Reserve Bank	- 23 -
Fiat-Geldsysteme	- 47 -
Finanzierungsstrategie	- 93 -, - 107 -
Fisher-Hypothese	- 15 -
Forward Deal	- 79 -
Forward Guidance	- 44 -

G

Gateway-Städte	- 24 -
Geldmenge	- 38 -, - 44 -
Geldmengenausweitung	- 18 -, - 38 -, - 44 -
Geldpolitik	i, - 22 -, - 41 -, - 46 -, - 49 -
Gesamtkapitalverzinsung	- 55 -
Geschlossene Immobilienfonds	- 86 -
Glättungseffekt	- 71 -

H

Harmonisierter Verbraucherpreisindex	- 49 -
Hauptrefinanzierungssatz (Main Refinancing Operations Rate)	- 31 -
Hedging	
Hedging-Strategien	- 81 -, - 96 -, - 98 -
Vollständiges Hedging	- 14 -

I

Immobilienanlageprodukte	- 16 -
Immobilienpreisblase	- 34 -
Immobilienquote	- 27 -
Indirekte Anlagen	- 16 -, - 62 -, - 69 -
Inflation	
Erwartete Inflation	- 13 -, - 15 -
Inflation-Hedging	- 14 -, - 17 -
Inflationsrisiken	- 11 -, - 13 -
Inflationsschutz	- 18 -
Unerwartete Inflation	- 13 -, - 16 -
Interest-Coverage-Ratio	- 87 -
Internationaler Währungsfonds IWF	- 21 -
Investitionslücke	- 28 -
Investment Grade Rating	- 95 -
Investment Property Databank IPD	- 58 -

K

Kapitalanlagegesetzbuch	- 103 -
Kapitalmarkt	- 57 -, - 91 -, - 95 -
Kapitalwertsteigerungen	- 26 -
Kaufkraft	- 13 -
Kaufkraftverlust	- 12 -
Kerninflationsrate	- 37 -
Keynesianisch	- 18 -

Niedrigzinsumfeld und die Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft

L

Lead-Lag-Beziehung	- 71 -
Leerstandsquoten	- 26 -
Leitzins	- 15 -, - 35 -, - 36 -, - 51 -, - 53 -
Leverage-Effekt	- 55 -, - 86 -
Liability-Stream	- 13 -, - 58 -
Liquiditätsstresstest	iv, - 88 -
Loan-to-Value	- 33 -, - 78 -, - 88 -

M

Main Refinancing Operations Rate	- 31 -
Managementstrategien	- 86 -, - 89 -, - 92 -, - 99 -, - 103 -
Marktrisiken	ii, iii, - 92 -, - 101 -
Marktzins	- 15 -, - 61 -
Milton-Friedman	- 48 -
Mindestrenditen	- 107 -
Mittelzufluss	- 29 -

N

National Association of Real Estate Investment Trust NAREIT	- 69 -
National Council of Real Estate Investment Feduciaries NCREIF	- 69 -
Negativzinsen	- 36 -, - 103 -
Net Asset Value NAV	- 66 -
Neubauvolumen	- 26 -
Niedrigzins	i, - 39 -, - 42 -, - 57 -, - 76 -, - 86 -
Niedrigzinsphase	i, - 11 -, - 99 -, - 103 -
Niedrigzinspolitik	i, - 46 -, - 99 -
Nominalverzinsung	- 15 -

O

Offene Immobilienfonds	- 89 -
Offenmarktausschuss	- 42 -
Offenmarktgeschäfte	- 48 -
Optionsprämie	- 81 -

P

Payer Swaps	- 81 -
Payer Swaptions	- 81 -
Portfoliobereinigung	v
Preisblase	iii, - 34 -
Preisstabilität	- 49 -
Premium	- 66 -

Q

Quantitative Lockerung - Quantitative Easing QE	- 23 -, - 37 -, - 49 -
Quantitätsgleichung	- 18 -

R

Real Estate Investment Trust REITs	- 69 -
Realverzinsung	- 13 -, - 15 -
Realwirtschaft	ii, - 19 -, - 36 -
Rezession	- 27 -
Risiken	
Geopolitische Risiken	- 32 -, - 45 -
Systematische Risiken	- 77 -
Risikoavers	- 13 -
Risikofreier Zins	ii, - 101 -

Niedrigzinsumfeld und die Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft

Risikokanal	- 11 -
Risikoprämie	- 37 -, - 104 -
Risikoverständnis final	- 14 -, - 19 -

S

Share-Deal	- 79 -
Shortfallmaße	- 19 -
Smoothing-Effekt	- 71 -
Solvency II	- 67 -
Sonderkündigungsrecht	- 78 -
Sovereign Wealth Funds	- 52 -
Spitzenrefinanzierungsfazität	- 48 -
Spitzenrendite	i, - 24 -, - 55 -
Staatsanleihen	- 49 -, - 53 -
Stagnation	- 27 -
Stress-Test-Szenarien	- 95 -
Subprime	- 64 -, - 85 -
Swap-Breakage Kosten	- 96 -
Synthetisches Festzinsdarlehn	- 81 -

T

Targeted Long-Term Refinancing Operations TLTRO	- 37 -
Total Return	- 19 -, - 58 -, - 59 -
Total Shareholder Return	- 92 -
Tranchierung	- 93 -
Transmissionsmechanismus	- 11 -, - 49 -
Trophy-Immobilien	- 26 -

V

Verbraucherpreisindex	- 49 -
Verlustrisikomaße	- 19 -
Vermögenspreisinflation	- 57 -
Vermögenssicherung	iii
Verschuldungsquoten	- 66 -
Verzinsung	- 13 -, - 15 -, - 24 -, - 80 -, - 87 -
Variabel	- 80 -, - 87 -
Volatilität	- 67 -, - 68 -, - 70 -
Vorfälligkeitsentschädigung	- 78 -, - 81 -, - 106 -

W

Währungsrisiken	- 90 -
Weighted Average Term	- 94 -
Wertänderungsstresstest	iv, - 88 -
Wirtschaftskrise	- 10 -

Y

Yield Compression	- 24 -
Yield Spread	- 33 -

Z

Zinsänderungsrisiken	iv, - 10 -, - 78 -, - 79 -, - 83 -, - 87 -
Zinsbindung	- 56 -, - 87 -, - 106 -
Zinsbindungsfristen	- 88 -
Zinsdifferenz	- 33 -
Zinsentwicklung	iv, - 36 -, - 97 -
Zinskorridor	- 48 -
Zinsniveau	ii, - 10 -, - 32 -, - 34 -, - 45 -, - 47 -, - 49 -, - 55 -, - 56 -
Zinsobergrenze	- 81 -

Niedrigzinsumfeld und die Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft

Zinsprognosen	- 40 -, - 42 -, - 43 -, - 79 -
Zinsstrukturkurve	- 35 -, - 102 -
Inverse Zinsstrukturkurve	- 35 -
Zinsswaps	- 81 -
Zinswende	- 10 -, - 35 -

