

IMMOBILIEN FINANZIERUNG



DIGITALER
SONDERDRUCK
8/2022

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

DIE UNTERSCHÄTZTE INFLATION BEIM VERGLEICH VON ANLEIHEN UND IMMOBILIEN

DR. STEPHAN HINSCHKE





DIE UNTERSCHÄTZTE INFLATION BEIM VERGLEICH VON ANLEIHEN UND IMMOBILIEN

Weil Investoren unter mehreren Anlageklassen wählen können, müssen zwischen ihnen Arbitragemechanismen bestehen. Das gilt auch zwischen Immobilien- und Anleihemärkten. Wegen der niedrigen Renditen auf Staatsanleihen waren Immobilien für Investoren für über ein Jahrzehnt eine begehrte Anlageklasse. Durch den Anstieg der Inflation seit Anfang 2022 sind die Anleiherenditen spürbar gestiegen. Entsprechend scheinen Immobilien als Anlageklasse ihren jahrelangen Renditevorteil ein Stück weit zu verlieren. Der Autor erläutert, dass infolge der hohen Inflation jedoch auch die Mieten marktbreit anziehen werden, wodurch Immobilien ihre Attraktivität behalten. Entscheidend ist der Realzins, der aktuell die Immobilienperformance gegenüber Anleihen sogar begünstigt. Er räumt aber auch ein, dass dem Thema Inflation angesichts preistreibender Effekte wie Deglobalisierung, Demographie und Dekarbonisierung mehr Aufmerksamkeit gewidmet werden muss. Red.

Bei ihren Investitionsentscheidungen ziehen Anleger einen Vergleich zwischen Renditen und Volatilitäten unterschiedlicher Anlageklassen. In dem aktuellen Umfeld mit steigenden Zinsen vergleichen die institutionellen Investoren bei ihren Portfolioumschichtungen häufig Immobilien mit Anleihen.

Die Abbildung 1 stellt die Entwicklung der Rendite deutscher Staatsanleihen und die Nettoanfangsrendite¹⁾ von Büroimmobilien im Spitzensegment der fünf größten deutschen Städte dar. Hier ist die Entwicklung des Spreads zwischen Miet- und Anleiherenditen interessant, der die Wechselwirkungen zwischen beiden Anlageklassen darstellt. Diese Differenz lag in dem betrachteten Zeitraum recht klar zwischen einem und drei Prozentpunkten.

Ursachen für den Zinsanstieg

Investoren haben in Folge des Zinsrückgangs den deutschen Immobilienmarkt für sich entdeckt, was zu einem langsamen, aber stetigen Rückgang der Immobilienrenditen geführt hat. Weil die Anleiherenditen aber zeitgleich stärker zurückgegangen sind, hat sich der Spread weiter ausgeweitet.

DER AUTOR

DR. STEPHAN HINSCHÉ

Sprecher der Geschäftsführung, aik Immobilien-Investmentgesellschaft mbH



Der starke Anstieg der Zinsen erfolgt nicht grundlos, sondern ist Folge der spürbaren Zunahme der Verbraucherpreise. Wegen der hohen Inflation müssen Marktteilnehmer mit spürbaren Zinsanstiegen am kurzen und langen Ende der Zinsstrukturkurve rechnen. Während die Inflationsraten bei den Verbraucherpreisen im Frühjahr 2021 noch im Zielbereich der Europäischen Zentralbank (EZB) gelegen hatten, sind sie seitdem steil nach oben geschossen. Diese Entwicklung hatte sich durch den extremen Anstieg der Erzeugerpreise infolge von unterbrochenen Lieferketten, Kapazitätsengpässen und Energiepreisanstiegen seit Anfang 2021 durchaus angekündigt.

Wie aus der Abbildung 2 ersichtlich, sind die Nominalzinsen zwar gestiegen, allerdings drückt die noch stärker gestiegene Inflation den Realzins weiter ins Negative. Der Realzins ist maßgeblich für die Investitionsentscheidungen der Anleger. Im Gegensatz zu Investoren in festverzinslichen Wertpapieren sind Immobilieninvestoren der Inflation nicht schutzlos ausgeliefert.

Eingebauter Inflationsschutz von Immobilien

Mit Blick auf den laufenden Cashflow kann man durchaus von einem eingebauten Inflationsschutz von Immobilien sprechen. Die Mieten von Gewerbeimmobilien sind ohnehin überwiegend indexiert oder werden zumindest nach Überschreiten eines Schwellenwerts automatisch an die Infla-

tion angepasst. Aber auch die Mieten von Wohnimmobilien können mit der Inflation steigen.

Abbildung 3 zeigt die Entwicklung von Wohnungsmieten und Verbraucherpreisen in Deutschland seit Beginn der 1960er Jahre. Leicht zu erkennen ist, dass es seit 1960 mehrere Phasen mit anhaltend hoher Inflation gab: in den 60er Jahren zu Zeiten des Wirtschaftswunders, in den 70er Jahren im Zusammenhang mit den beiden Ölpreiskrisen und Anfang der 90er in Folge der Liberalisierung und Anpassung des ostdeutschen Wohnungsmarktes an das marktwirtschaftliche Niveau Westdeutschlands im Zuge der Wiedervereinigung. Während dieser Phasen sind gleichzeitig auch die Mieten sehr stark gestiegen; die Mieten haben somit mit den Verbraucherpreisen mehr als Schritt gehalten.

„Steigende Inflation spiegelt sich in steigenden Mieterträgen wider.“

Hierbei handelt es sich keineswegs um einen Zufallsbefund. Das zeigt die folgende Abbildung 4. Sie zeigt im Streudiagramm Jahresdaten zur Verbraucherpreis-inflation auf der x-Achse und zur Mietpreis-inflation im Wohnbereich auf der y-Achse. Die Daten umfassen die fünf größten europäischen Volkswirtschaften Deutschland, das Vereinigte Königreich, Frankreich, Italien und Spanien. Die Abbildung zeigt sehr deutlich: Je höher der Anstieg der Verbraucherpreise in der Vergangenheit war, desto höher war der Anstieg der Mietpreise. Der positive Zusammenhang zwischen Inflation und Mieten lässt sich somit international beobachten und ist kein deutsches Spezifikum.

Eine Einschränkung sollte in diesem Zusammenhang beachtet werden. Die staatlichen Eingriffe auf dem Wohnungsmarkt wurden in Deutschland in den vergangenen Jahrzehnten spürbar ausgeweitet. Die gesetzlichen Eingriffe können den engen Zusammenhang zwischen Verbraucher- und Mietpreisen künftig zumindest bei hohen Preisanstiegen abschwächen. Das gilt

auch für das europäische Ausland, in dem die Regulierungsdichte zugunsten der Mieter ebenfalls zugenommen hat.

Erträge und Wertentwicklung

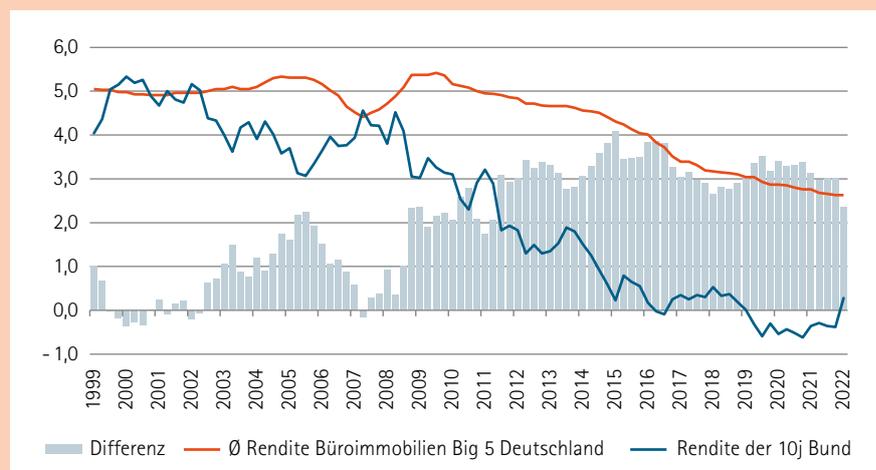
Um die Auswirkungen der veränderten Zins- und Inflationslandschaft auf Erträge und Wertentwicklung von Immobilienfonds abzuschätzen, wurden diverse Simulationsrechnungen angestellt. Diese wurden auf Basis eines fiktiven Portfolios mit einem repräsentativen Mix an Nutzungsarten im Portfolio (45 Prozent Büro, 25 Prozent Wohnen und 30 Prozent Einzelhandel) und einem Loan-to-Value-Ratio von 40 Prozent durchgeführt. Das Beispielfortfolio weist eine ausgeglichene Mietvertrags- und Finanzierungsstruktur aus. Es wurden auf eigenen Erfahrungswerten basierte realistische Annahmen bezüglich der Wiedervermietungs-, Bewirtschaftungs- und Instandhaltungskosten gemacht.

Diverse Kombinationen von Zins und Inflation wurden in den Szenariorechnungen auf Mietvertrags- beziehungsweise Objekt-ebene simuliert und für einen Zeitraum von zehn Jahren im Fondsergebnis aggregiert. Steigende Zinsen wirken sich in der Simulation direkt auf die Finanzierungsbedingungen aus und schmälern den Ertrag des Fonds. Hier zeigt sich, dass ein diversifiziertes Kreditportfolio mit einer ausgeglichenen Auslaufstruktur die Auswirkung der gestiegenen Zinsen abmildern und über den Betrachtungszeitraum verteilen kann.

Steigende Inflation spiegelt sich wiederum in steigenden Mieterträgen wider. Hier wurde angenommen, dass die steigende Inflation bei Wohnimmobilien wegen der Mietpreisbremse und aus konjunkturellen Gründen nicht vollständig an die Mieter weitergegeben werden kann. Es wurde deswegen eine harte Obergrenze von drei Prozent angenommen, bis zu der die Inflation an die Mieter weitergegeben wird. Bei Gewerbeimmobilien wurde die steigende Inflation wegen der Berücksichtigung der Verhandlungsposition der Mieter nur zu zirka 50 Prozent an letztere weitergegeben. Mit der Inflation steigen allerdings auch die Bewirtschaftungs-, Wiedervermietungs- und Instandhaltungskosten. Hier wurde konservativ angenommen, dass die Kosten doppelt so stark steigen wie die Verbraucherpreise.

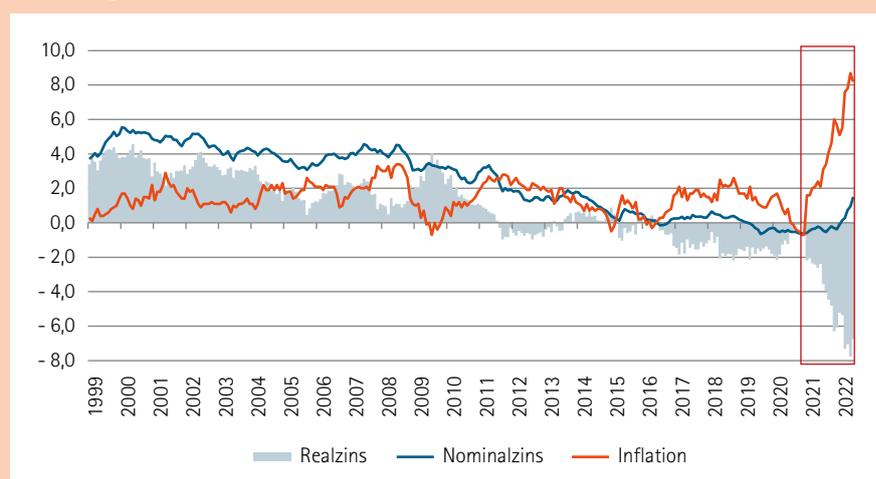
Auf die Wertentwicklung haben die beiden betrachteten Variablen Zins und Inflation natürlich auch Einfluss. Einerseits erhöht die steigende Inflation die Mieten, wodurch wiederum ceteris paribus der Wert der Immobilie profitiert. Andererseits be-

Abbildung 1: Renditevergleich von Anleihen und Immobilien (in Prozent)



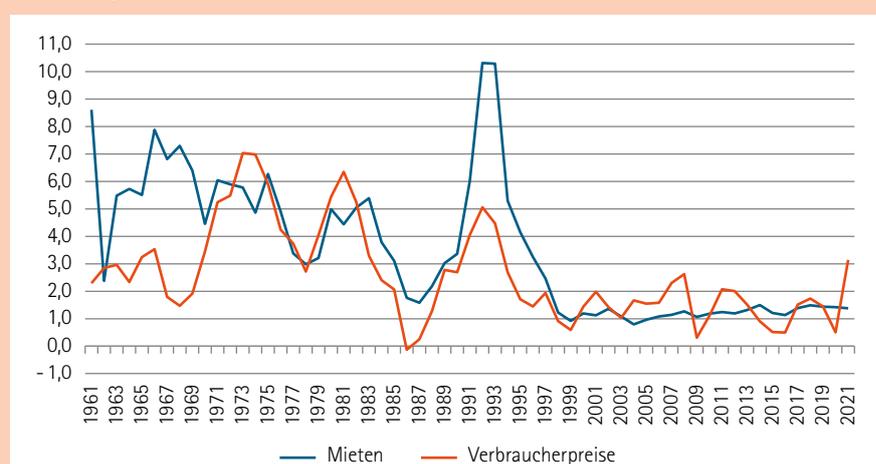
Rendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen, Spitzenrendite auf dem Büroimmobilienmarkt in den Big 5 deutschen Städten und die Differenz zwischen Büro- und Anleiherendite in Prozent;
Quelle: Jones Lang LaSalle, Deutsche Bundesbank, eigene Berechnungen; eigene Darstellung

Abbildung 2: Realzins stürzt noch weiter ab (in Prozent)



Anleiherendite zehnjähriger deutscher Staatsanleihen, Verbraucherpreis-inflation (HVPI) und der Realzins in Prozent;
Quelle: Eurostat, eigene Darstellung

Abbildung 3: Mieten und die Inflation in Deutschland (in Prozent)



Wachstumsraten der Verbraucher- und Mietpreise in Prozent; Quelle: OECD, eigene Berechnungen; eigene Darstellung

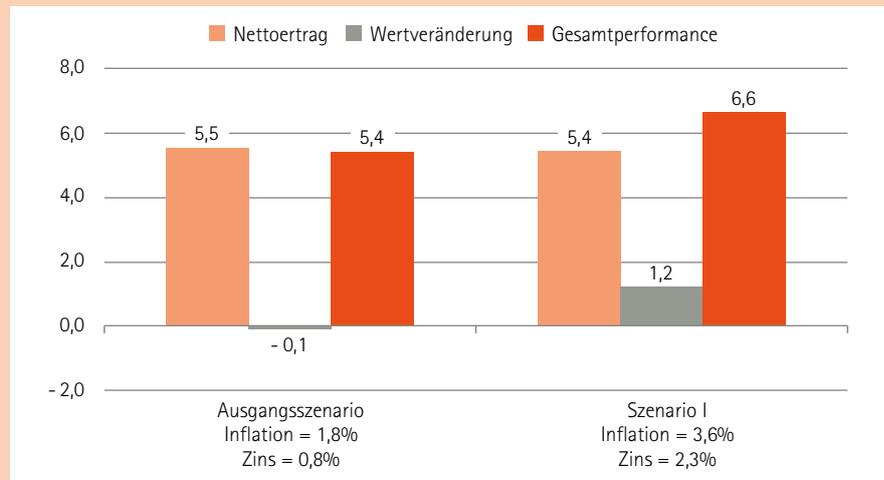
stimmt der im Zusammenspiel der Zins- und Inflationsänderung zustande gekommene Realzins den Kapitalisierungszinssatz beziehungsweise die relative Attraktivität der Immobilie im Vergleich zu Anleihen. Sinkt in der betrachteten Zins-Inflations-Kombination der Realzins, so erhöht dies die relative Attraktivität der Immobilie als Anlage, sodass Investoren ihre Portfolios in Richtung Immobilie umschichten und die gestiegene Nachfrage nach Immobilie die Preise erhöht und vice versa.

Zins und Inflation

Die Abbildung 5 zeigt den Vergleich von zwei Szenarien. Für das Anfangsszenario wurde eine Inflation von 1,8 Prozent und ein Zinssatz von 0,8 Prozent angenommen. Beide Parameter entsprechen ihren Durchschnittswerten der Jahre 2020 und 2021. Das Vergleichsszenario simuliert eine deutlich auf durchschnittlich 3,6 Prozent gestiegene Inflation und einen entsprechend höheren Zins von durchschnittlich 2,3 Prozent auf die Dauer von 10 Jahren.

Der Ertrag bleibt in dem Vergleichsszenario fast unverändert. Wie schon oben be-

Abbildung 5: Performanceauswirkung von Zins und Inflation
(in Prozent des Eigenkapitals)



Ergebnis einer beispielhaften Simulationsrechnung

Quelle: aik, eigene Darstellung

schrieben, ist das Portfolio einerseits mit steigenden Finanzierungs- und Bewirtschaftungskosten konfrontiert, andererseits erlebt es aber den Mietanstieg mit der steigenden Inflation. Die Tatsache, dass der Realzins in dem betrachteten Szenario im Vergleich zum Anfangsszenario gesunken ist, führt in dem Portfolio zu einer posi-

tiven Wertänderung. In Summe steigt die Gesamtperformance.

Attraktivität von Immobilien kann steigen

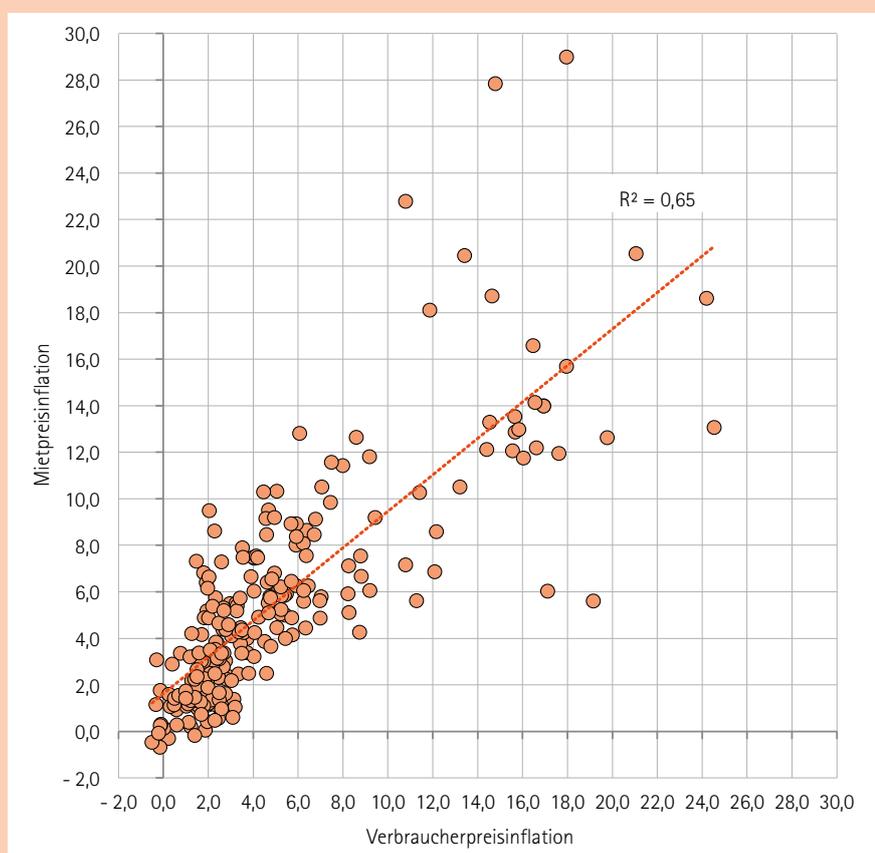
Im Ergebnis zeigt sich somit, dass der Zinsanstieg sich als weit weniger problematisch für Immobilien herausstellen kann, als es zuerst den Anschein hat. Der Grund liegt in der Inflation, die der Auslöser des aktuellen Zinsanstiegs gewesen ist. Diese kann einen positiven Effekt auf die Cashflows sowie durch den sinkenden Realzins auf die Werte der Immobilien haben. Gerade in der Phase der hohen Inflation ist die Immobilie die Anlageklasse, die langfristig eine inflations-sichere Vermögensanlage darstellt.

Wegen des eingebauten Inflationsschutzes in Form steigender Mieterträge werden Immobilieninvestoren die Inflation – unabhängig davon, ob es sich um ein temporäres Phänomen handelt oder wir dauerhaft mit höheren Inflationsraten leben müssen – relativ unbeschadet überstehen. Die hohe Inflation könnte die Attraktivität der Anlageklasse Immobilien langfristig sogar stärken. Es gibt gute Gründe anzunehmen, dass wir nach drei Jahrzehnten niedriger Preissteigerungsraten in Zukunft dem Thema Inflation angesichts preistreibender Effekte wie Deglobalisierung, Bevölkerungsalterung (Demographie) und Dekarbonisierung wieder mehr Aufmerksamkeit widmen müssen.

Fußnote

1) Die Nettoanfangsrendite stellt das Verhältnis der Nettojahresmiete (Jahresmiete abzüglich der nicht umlagefähigen Bewirtschaftungskosten) zu dem Bruttokaufpreis (Kaufpreis zuzüglich der Erwerbsnebenkosten) dar.

Abbildung 4: Mieten und Inflation in Europa (in Prozent)



Wachstumsraten der Verbraucher- und Wohnungsmietpreise Deutschlands, Frankreichs, Italiens, Spaniens und des Vereinigten Königreichs in Prozent für den Zeitraum 1960 bis 2021; Quelle: Eurostat, eigene Darstellung