

Quantum

FOCUS

NO.27

ZURÜCK ZUR NORMALITÄT?
EINFLUSS DER ZINSEN AUF
IMMOBILIENPREISE.

INHALT

Was Sie auf diesen Seiten erwartet	3
1 Internationale Geldpolitik als Ursache der Niedrigzinsphase	4
2 Realwirtschaftliche Faktoren als Ursache der Niedrigzinsphase	6
3 Konsequenzen der Niedrigzinsphase	13
4 Ende der ultraexpansiven Geldpolitik – was passiert mit den Immobilienpreisen?	18
Kurz & knapp zusammengefasst	23



„WHATEVER IT TAKES“

(Mario Draghi 2012)

Dr. André Scharmanski
Research

Sehr geehrte Damen und Herren,

weltweit beginnen die wichtigsten Notenbanken mit dem allmählichen Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik. So wird die Federal Reserve ihren Leitzins dieses Jahr weiter erhöhen und darüber hinaus ihre Bestände an US-Staatsanleihen graduell zurückfahren. Die Europäische Zentralbank wiederum wird voraussichtlich zum Jahresende 2018 ihr Anleihenkaufprogramm vollständig einstellen. Nachdem die Immobilienmärkte in den letzten Jahren signifikant durch die Niedrigzinsphase geprägt und befeuert wurden, stellt sich nun die entscheidende Frage, wie die Zinsen und damit auch die Immobilienpreise auf einen allmählichen Rückgang des geldpolitischen Stimulus reagieren könnten.

Der aktuelle Quantum Focus No. 27 „Zurück zur Normalität? Einfluss der Zinsen auf Immobilienpreise“ stellt zunächst zwei wesentliche Erklärungsansätze für die Niedrigzinsphase gegenüber. Es gibt einerseits Interpretationen, die primär die Geldpolitik der Zentralbanken für den Rückgang der Zinsen verantwortlich sehen, und andererseits solche, die eher realwirtschaftliche Faktoren in den Mittelpunkt rücken. Zu den vermutlich langfristigen Einflussgrößen auf den Zins zählen Ökonomen etwa das rückläufige Wirtschafts- und Produktivitätswachstum in den Industrieländern, das trotz geldpolitischer Kursänderung dämpfend auf die Zinsentwicklung wirkt und den langfristigen Zins eher niedrig halten wird. In einem weiteren Schritt werden die Auswirkungen der Niedrigzinsphase auf die Immobilienwirtschaft eingehend analysiert sowie mögliche Reaktionen der Immobilienpreise auf Zinsänderungen diskutiert.

Wir freuen uns, wenn der Focus Ihr Interesse findet und wünschen Ihnen eine aufschlussreiche und interessante Lektüre!

Dr. André Scharmanski

Leiter Quantum Research

INTERNATIONALE GELDPOLITIK ALS URSACHE DER NIEDRIGZINSPHASE

Seit über drei Jahrzehnten lässt sich weltweit in den Industriestaaten ein deutlicher Rückgang der langfristigen Realzinssätze beobachten. Die Ursachen für diese ausgedehnte Niedrigzinsphase sind Gegenstand vielfältiger akademischer und politischer Diskussionen, die bis heute zu keinem Konsens geführt haben. Allerdings lassen sie sich grob in zwei Erklärungsansätze aufteilen, die in den folgenden Abschnitten näher erläutert werden. Es gibt einerseits Interpretationen, die primär die Politik der Zentralbanken für den Rückgang der Zinsen verantwortlich sehen, und andererseits solche, die eher realwirtschaftliche Faktoren in den Mittelpunkt stellen.

Ultralockere Geldpolitik der Notenbanken

Die Diskussion über die Rolle der Notenbankpolitik wurde in den letzten Jahren vor allem durch die Leitzinssenkungen und starke Expansion der Bilanzen angefacht. Seitdem die Notenbanken der großen Industrieländer im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise und der daran anschließenden weltweiten Rezession ihre Leitzinsen drastisch gesenkt haben, verharren die Renditen von Staatsanleihen nahe der Nulllinie (BMF 2017), wodurch unter anderem Immobilienanlagen an Attraktivität gewonnen haben. Die weltweit größte Notenbank Fed senkte zwischen 2007 und 2009 ihre Leitzinsen von 5,25 auf null Prozent. Die Europäische Zentralbank (EZB) schloss sich vor dem Hintergrund der Lehman-Pleite und den damit verbundenen Auswirkungen im Bankensystem den allgemeinen weltweiten Leitzinsreduzierungen 2008 an. Nach schrittweisen Zinssenkungen liegt der Leitzins seit März 2016 mit 0 Prozent auf einem historischen Rekordtief (BMF 2017).

Verantwortlich für den rasanten Zinsrückgang der letzten Jahre ist allerdings nicht nur die Senkung der Leitzinsen, sondern auch die „quantitative Lockerung“ der führenden Zentralbanken. Nach der Finanz- und Wirtschaftskrise sollten massive Wertpapierkäufe für eine schnelle konjunkturelle Erholung sorgen. Die starke Expansion der Bilanzen durch Aufkäufe von Staatsanleihen auch mit längerer Laufzeit hat ein deutliches Absinken der Zinsen herbeigeführt. Das trifft vor allem auf den Euroraum zu, wo der EZB-Rat seit Verabschiedung des Ankaufprogramms im März 2015 dieses mehrmals verlängert, aufgestockt sowie um Käufe von Unternehmensanleihen ausgeweitet hat.

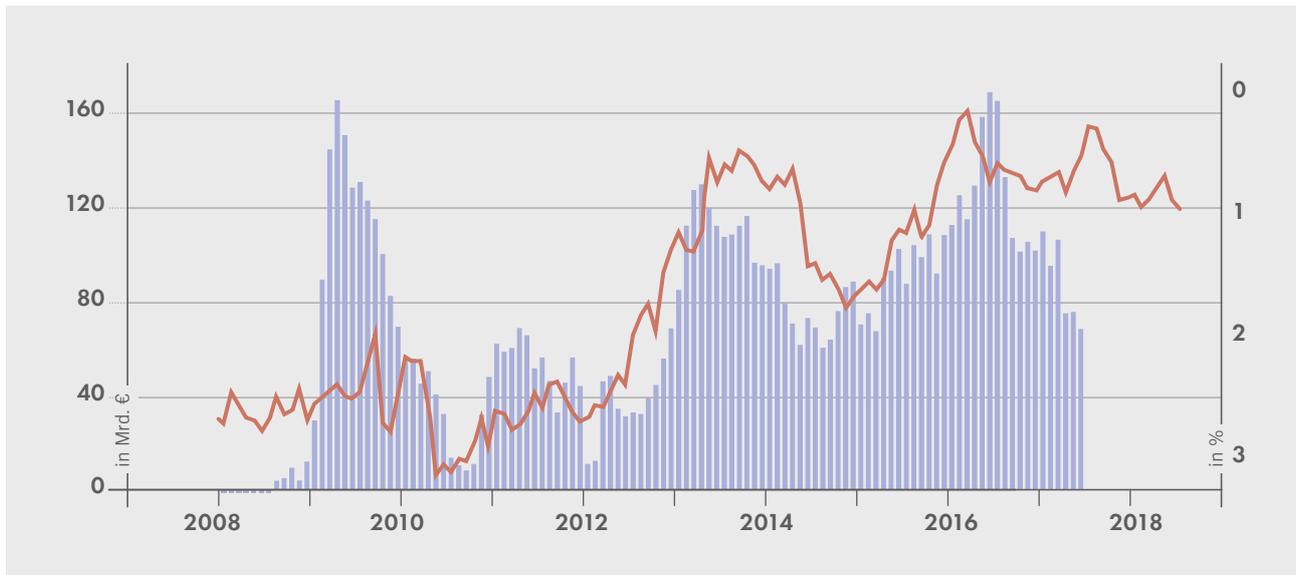
Bilanzen der Notenbanken wachsen und wachsen

In Abbildung 1 lassen sich die Nettokäufe der vier wichtigsten Notenbanken (EZB, Fed, BoJ, BoE) mit der globalen Rendite für Staatsanleihen in Verbindung bringen. Gerade das Aufblähen der Bilanz durch das Anleihenkaufprogramm der EZB hat ab 2015 nochmal erheblich zum Rückgang der Renditen beigetragen. Wenngleich die Wirtschaft im Euroraum die Krise hinter sich gelassen hat und das Ankaufsvolumen im April 2017 und im Januar 2018 gedrosselt hat, verharrt die Notenbank im Krisenmodus und pumpt weiterhin jeden Monat 30 Mrd. € in den Markt. Der Gesamtumfang der EZB-Bilanz wuchs zwischen 2016 und 2017 um 22 Prozent auf 4.471 Mrd. € (2016: 3.661 Mrd. €) und weist damit mittlerweile die größte Bilanzsumme aller Notenbanken aus (EZB 2018).

Analog zur Rendite auf Staatsanleihen führender Industrienationen hat sich auch die Rendite auf deutsche Bundesanleihen deutlich durch die expansive Geldpolitik der EZB reduziert. Während die 10-jährigen Staatsanleihen im September 2008 noch mit rund 4 Prozent verzinst wurden, ist deren Rendite im Zuge der Finanzkrise sukzessive gefallen und hat seit August 2014 nicht mehr die Ein-Prozent-Marke überschritten. Nachdem die

Abbildung 1

WERTPAPIERKÄUFE DER G4-ZENTRALBANKEN



Die Wertpapierkäufe der G4-Zentralbanken (EZB, Fed, BoS, BoE) haben in den letzten 10 Jahren erheblich zum Rückgang der Renditen für Staatsanleihen beigetragen. Die EZB weist mittlerweile die größte Bilanzsumme aller Notenbanken auf.

Legende

■ Nettokäufe pro Monat in Mrd. € (I.S.) — Rendite Staatsanleihen global (r.S., invertiert und 1 Jahr versetzt)

Datenbasis: DekaBank 2017

Rendite zur Jahresmitte 2016 sogar kurzzeitig im negativen Bereich lag, legten die 10-Jahres-Bundesanleihen zwischenzeitlich wieder um mehr als 0,8 Prozent zu und rentieren aktuell bei rund 0,7 Prozent. Bei einer derzeitigen Inflationsrate von nahe zwei Prozent ergeben sich damit allerdings immer noch negative reale Renditen für Bundesanleihen (BMF 2017).

Auf den ersten Blick zeigt sich bei der hier aufgeführten Renditeentwicklung der Anleihen ein starker Zusammenhang mit der expansiven Geldpolitik. Die Notenbanken haben den kurzfristigen Zinssatz unmittelbar gesteuert und mittelbar auch durch die umfangreichen Wertpapierkäufe die langfristigen Zinsen beeinflusst. Allerdings spricht eine Vielzahl empirischer Studien dafür, dass die expansive Geldpolitik nicht alleine oder überwiegend das Absinken der langfristigen Zinsen erklärt (u. a. Hördahl et al 2016). Ein Indiz dafür ist, dass die Zinsen schon seit Jahrzehnten rückläufig sind und nicht erst nach dem Ausbruch der jüngsten Finanzkrise. Tatsächlich wirken auf die langfristigen Zinsen neben der Geldpolitik auch zahlreiche realwirtschaftliche Einflüsse ein, die im folgenden Kapitel diskutiert werden.

2

REALWIRTSCHAFTLICHE FAKTOREN ALS URSACHE DER NIEDRIGZINSPHASE

Für den Rückgang des Zinsniveaus gibt es Erklärungsansätze, die stärker auf realwirtschaftliche Faktoren verweisen. Demnach wird die langfristige Zinsentwicklung durch die Nachfrage nach und das Angebot an Krediten bestimmt und ist damit letztendlich auch ein realwirtschaftliches Thema (Fuest 2017, BMF 2017, Weidemann 2015). Neben den Notenbanken sind also auch realwirtschaftliche Einflüsse mitentscheidend für den Rückgang des Zinsniveaus, auf die im Folgenden näher eingegangen wird.

Wachstumsschwäche wirkt dämpfend auf das Zinsniveau

Eine maßgebliche Ursache der Niedrigzinsphase liegt in einer Wachstumsschwäche, die nicht nur im Euro-Raum, sondern auch in vielen weiteren entwickelten Regionen der Welt registriert wird. Die Veränderung des BIP der Industrieländer über eine Zeitschiene von 40 Jahren zeigt, dass das Wirtschaftswachstum stetig von ehemals durchschnittlich ca. 3,3 Prozent in den 1980er Jahren auf heute ca. 1,4 Prozent gesunken ist (Abb. 2). Auch die Schwellenländer verzeichnen seit 2010 eine abnehmende Wachstumsdynamik. Generell gilt, dass bei rückläufigem Wirtschaftswachstum weniger investiert und Kredite nachgefragt werden, wodurch das Zinsniveau niedrig gehalten wird. Analysen der Ökonomen Rachel/Smith (2015) kommen zu dem Schluss, dass die Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums den so genannten realen Weltzins (durchschnittliche Rendite 10-jähriger inflationsgeschützter Staatsanleihen führender Industrienationen) in den letzten 35 Jahren etwa um rund einen Prozentpunkt gedrückt hat. Insgesamt ist der Weltzins in diesem Zeitraum um 4,5 Prozent zurückgegangen (Tab. 1).

Begründet wird das nachlassende Wirtschaftswachstum mit der Entwicklung der Arbeitsproduktivität. Diese gibt an, was in einer Arbeitsstunde im Durchschnitt produziert wird. In Deutschland lässt sich ein sukzessiver Rückgang des Produktivitätswachstums seit den 1970er Jahren feststellen. Damals nahm die Produktivität noch um rund 3,8 Prozent pro Jahr zu. In den 1980er und 1990er Jahren waren es immerhin noch 2,3 bzw. 2,2 Prozent. Seit der Jahrtausendwende nimmt die Produktivität nur noch um ein Prozent pro Jahr zu. Noch extremer ist die Situation in Italien, wo seit 2000 gar kein Produktivitätsfortschritt mehr messbar ist (Abb. 3). Das Produktivitätsdefizit ist kein ausschließlich europäisches Problem. Auch in anderen Industrieländern wie den USA hat sich das Produktivitätswachstum seit Jahren deutlich abgeschwächt.

Tabelle 1

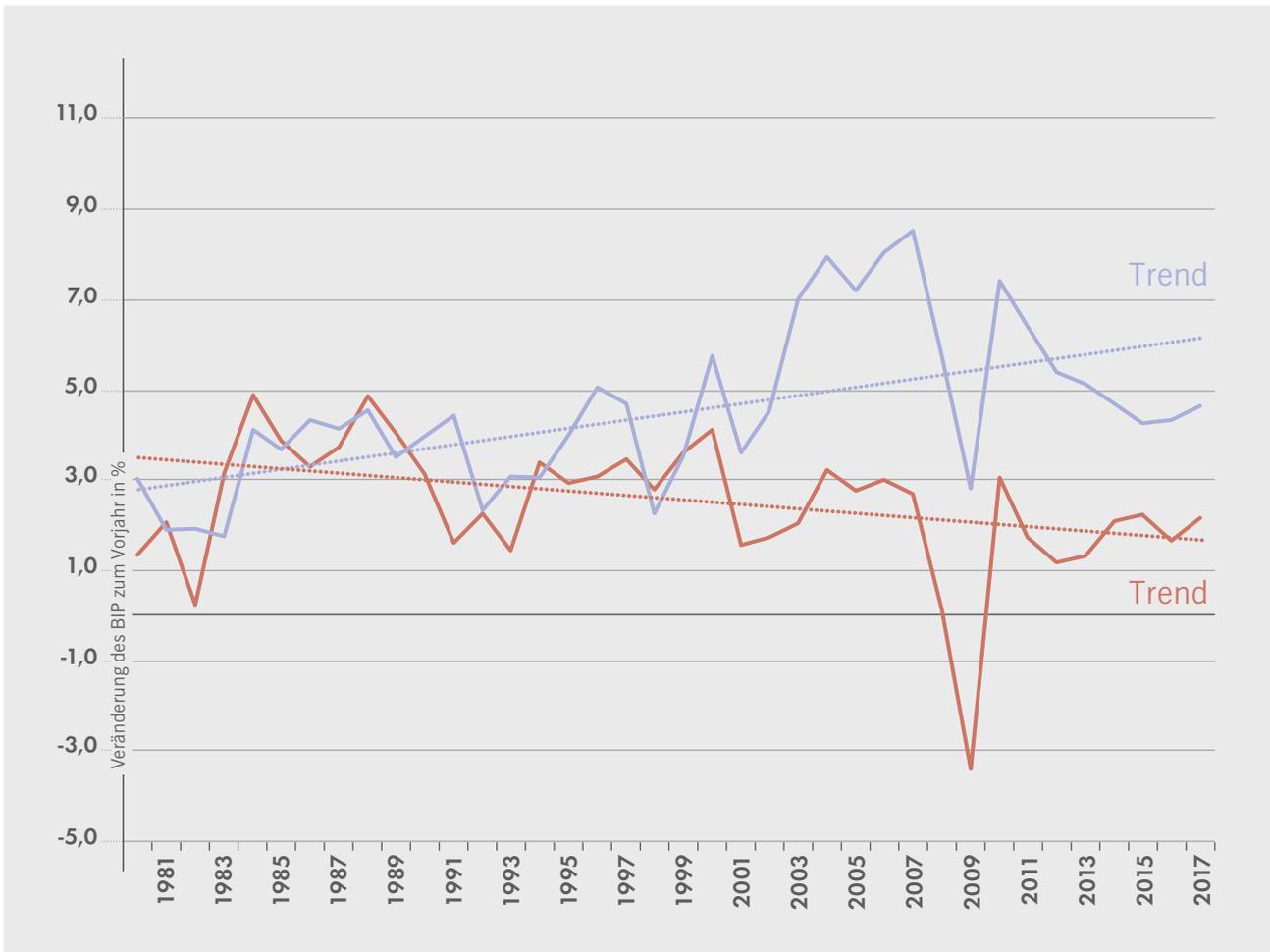
URSACHEN DES RENDITERÜCKGANGS DES WELTZINSES 1980-2015

Ursachen	in %
Rückläufiges Wirtschaftswachstum	1,00
Demographie	0,90
Ungleichheit	0,45
Ersparnisschwemme in Schwellenländern	0,25
Preisverfall von Kapitalgütern	0,50
Rückläufige öffentliche Investitionen	0,20
Höhere Investitionsrisiken	0,70
Unbekannt	0,50
Renditerückgang insgesamt	4,50

Quelle: Rachel/Smith 2015

Abbildung 2

VERÄNDERUNG DES BIP ZUM VORJAHR IN PROZENT



Eine wesentliche Ursache der Niedrigzinsphase liegt im rückläufigen Wirtschaftswachstum. So ist das BIP in den Industrieländern in den 1980er Jahren jährlich noch um 3,3 Prozent gestiegen. Heute beträgt das Wachstum gegenüber dem Vorjahr nur noch 1,4 Prozent.

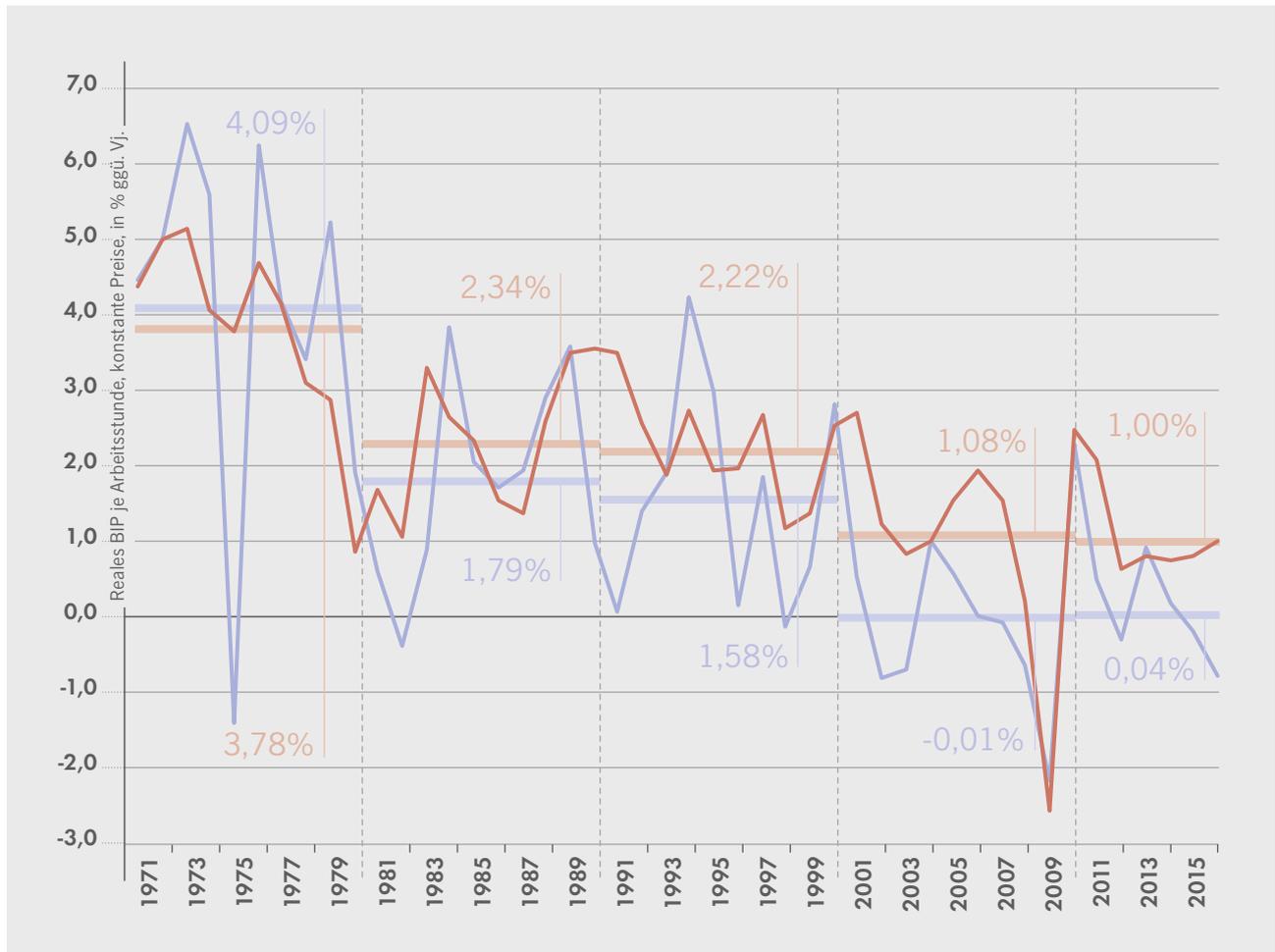
Wirtschaftswachstum zum Vorjahr in %

Datenbasis: IWF 2017

— Schwellenländer — Industrieländer

Abbildung 3

ENTWICKLUNG DER ARBEITSPRODUKTIVITÄT IN DEUTSCHLAND UND ITALIEN



Zu den langfristigen Einflussgrößen auf das Zinsniveau zählen Ökonomen die Arbeitsproduktivität. In den Industrieländern zeichnet sich seit Jahrzehnten ein Rückgang des Produktivitätswachstums ab. So nimmt in Deutschland seit der Jahrtausendwende die Produktivität nur noch um ein Prozent pro Jahr zu.

Entwicklung der Arbeitsproduktivität

Datenbasis: OECD 2017

— Italien — Deutschland

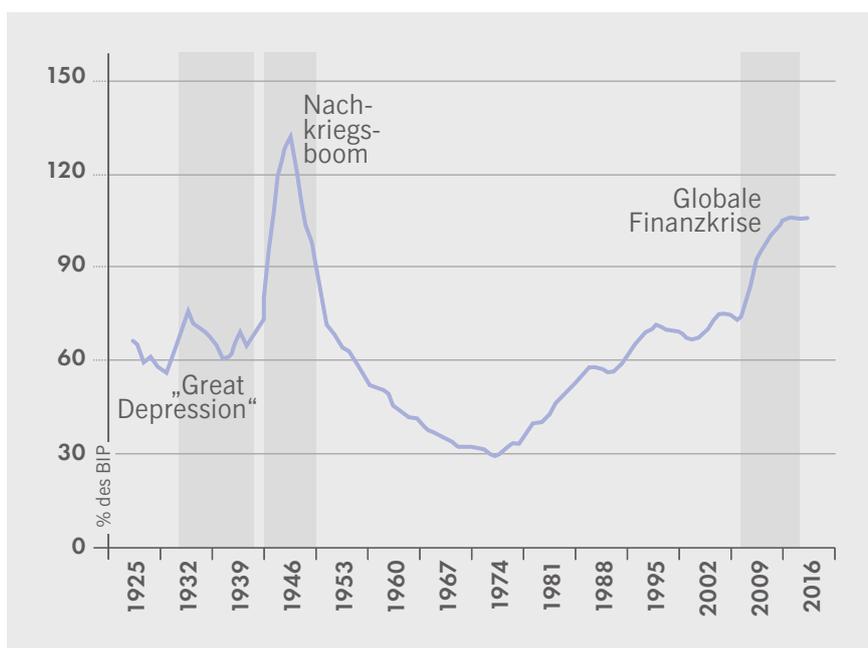
Vertreter der sogenannten säkularen Stagnation sehen mittelfristig keine wesentlichen Produktivitätsfortschritte. Sie gehen davon aus, dass das langfristige Zinsniveau dauerhaft niedrig bleiben wird, weil die großen Basisinnovationen wie Elektrizität oder Verbrennungsmotor, die Investitionen treiben, hinter uns liegen. Gegen die These einer lang anhaltenden wirtschaftlichen Stagnation spricht allerdings der industrielle Wandel (Industrie 4.0), den die Industrieländer gegenwärtig erfahren und der enorme Produktivitätssteigerungen auslösen könnte (BITKOM/ Fraunhofer IAO 2014). Angesichts des gegenwärtig niedrigen Produktivitäts- und Wirtschaftswachstums und einem gleichzeitig stattfindenden beschleunigten technologischen Wandel wird von einem Produktivitätsparadoxon gesprochen. Eine Erklärung dafür ist, dass sich Unternehmen und Arbeitskräfte erst nach einer gewissen Zeit der neuen Technologie anpassen, wodurch sich auch die Produktivitätsfortschritte auf makroökonomischer Ebene erst allmählich und langfristig zeigen dürften. Aktuell wirken allerdings das geringe Wirtschafts- und Produktivitätswachstum dämpfend auf das Zinsniveau.

Schuldenlast erschwert Zinsanstieg

Eine weitere Erklärung der aktuellen Niedrigzinsphase konzentriert sich auf die erhebliche Schuldenlast des privaten und öffentlichen Sektors, die im Nachgang der Finanz- und Wirtschaftskrise nochmal deutlich ausgeweitet wurde (BMF 2017). Für Bankenrettungen, Konjunkturprogramme und stark belastete soziale Sicherungssysteme mussten die Regierungen viel Geld ausgeben, wodurch die Schuldenquote der Industriestaaten 2017 einen neuen Nachkriegsrekord erreicht hat. Im Durchschnitt haben die entwickelten Länder Staatsschulden im Wert von 107 Prozent ihrer jährlichen Wirtschaftsleistung aufgetürmt (Abb. 4). Im Jahr 2008, vor der Lehman-Pleite, lag die Schuldenquote bei nur 79 Prozent. Innerhalb der G7-Volkswirtschaften ist die Schuldenquote sogar noch höher und nähert sich 120 Prozent der Wirtschaftsleistung.

Abbildung 4

ENTWICKLUNG DER SCHULDENQUOTE DER INDUSTRIELÄNDER



Die weltweit hohe Schuldenquote der Industrieländer, die 2017 einen neuen Höhepunkt erreicht hat, wirkt dämpfend auf das Zinsniveau.

Datenbasis: IWF 2017



Die US-Notenbank Fed hat bereits mittels etappenweiser Leitzinserhöhungen die Zinswende am kurzen Ende eingeleitet.

Foto: [istockphoto.com/Pgiam](https://www.istockphoto.com/Pgiam)

Hohe Schulden reduzieren generell die zukünftige Nachfrage nach neuen Schulden, da zunächst die aufgelaufenen Schulden reduziert werden müssen (Lo/Rogoff 2015). Eine hohe Schuldenquote begrenzt zusätzlich den Spielraum der Zentralbanken zur Zinswende. So könnte eine verfrühte Zinserhöhung etwa die konjunkturelle Erholung der Eurozone abwürgen. Zwar würden sich höhere Zinsen wegen der Fälligkeitsstruktur nur allmählich auf die Staatsfinanzierung auswirken, doch wären die Zusatzbelastungen gerade für die Hochschuldenländer durchaus beträchtlich und deren Schuldentragfähigkeit würde mehr oder weniger schnell abnehmen. Für Italien hätte die Erhöhung der Finanzierungskosten von drei auf vier Prozent laut UBS-Zinsschockszenario beispielsweise einen Anstieg der Schuldenquote auf über 140 Prozent zur Folge (Zschäpitz 2017). Insgesamt hat die weltweit hohe Schuldenquote also eher einen dämpfenden Einfluss auf das Zinsniveau.

Sparquote und Demographie

Das niedrige Niveau der realen Zinsen in den entwickelten Ländern wird verschiedentlich auch mit dem starken Anstieg der weltweit verfügbaren Ersparnisse – gerade in Schwellenländern – in Zusammenhang gebracht (BMF 2017). Rachel/Smith (2015) quantifizieren den negativen Einfluss der weltweit steigenden Sparquote in den letzten 35 Jahren auf den globalen Realzins, der in diesem Zeitraum um insgesamt 4,5 Prozent rückläufig war, auf rund 0,90 Prozentpunkte (Tab 1). Generell besteht eine hohe positive Korrelation zwischen der Sparquote und dem Anteil der Bevölkerung im Beschäftigungsalter. Ein Land spart in der Regel, wenn die meisten Menschen zwischen 30 und 60 Jahre alt sind, während ein Land entspart, wenn ein Großteil der Bevölkerung in Rente geht. Die geburtenstarken Jahrgänge werden Ende der 2020er Jahre in vielen Industrieländern in den Ruhestand gehen. Damit sollte der Abhängigkeitskoeffizient, der das Verhältnis der wirtschaftlich abhängigen Altersgruppen (Personen, die noch nicht bzw. nicht mehr im erwerbsfähigen Alter sind) zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter darstellt, zunehmen, wodurch die Ersparnisse sinken sollten. In Japan sind es bereits heute rund 65 „abhängige Personen“ (jünger als 15 bzw. älter als 64 Jahre), die auf 100 Personen im erwerbsfähigen Alter kommen. In Deutschland könnten die Ersparnisse – bei gegebener Bevölkerungsstruktur – entscheidend sinken, wenn die geburtenstarke Babyboom-Generation in Rente geht (Abb. 5). Demographiebedingt dürfte sich der auf den Realzins dämpfende Effekt allmählich bis Ende der 2020er Jahre abschwächen, da mit der Alterung der Bevölkerung der Anteil der arbeitenden Menschen an der Gesamtbevölkerung zurückgehen wird. Mittelfristig sorgt die hohe Sparquote allerdings noch für ein niedriges Zinsniveau.

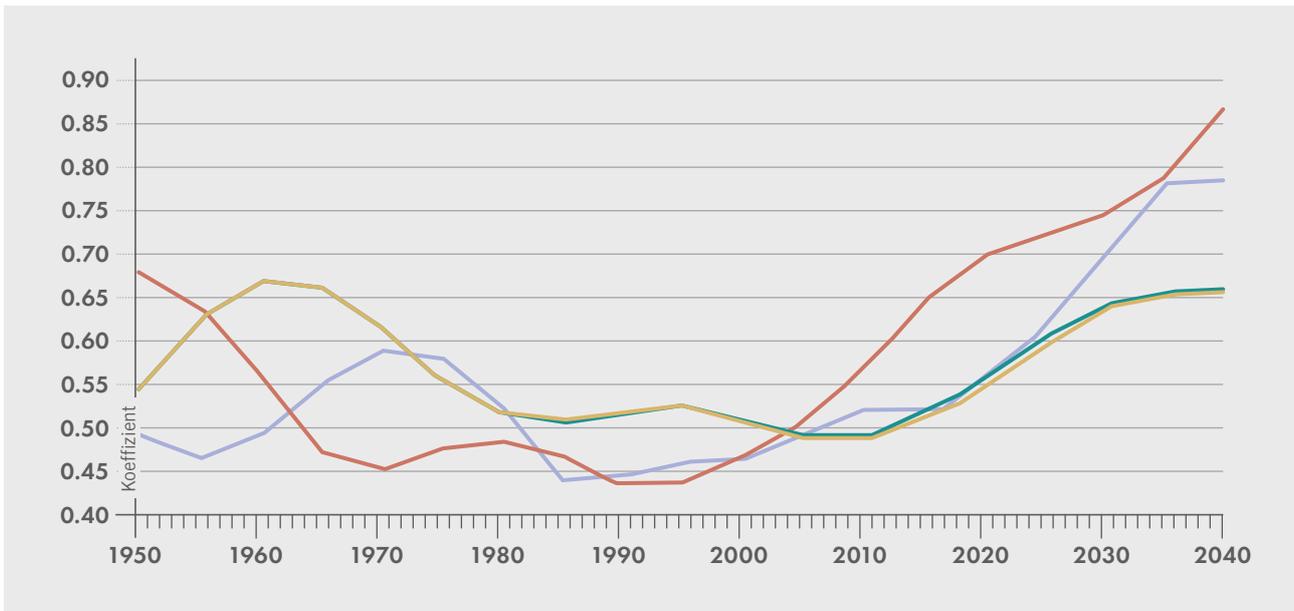
Ein weiterer Faktor, der den Zins in den letzten Jahren niedrig hielt, war die Flucht in sichere Anlagen. Institutionelle Investoren wie Versicherungen und Pensionskassen suchten im Nachgang der Finanz- und Wirtschaftskrise auch infolge von Regulierungen immer stärker nach möglichst sicheren, bonitätsstarken Anlagen. Und als sicher galten vor allem Staatspapiere aus Deutschland und den USA. Die starke Nachfrage nach Bundesanleihen und Treasury Notes sorgte für hohe Preise und drückte im Gegenzug die Zinsen.

Zunehmende Ungleichheit

Nicht zuletzt wirkt auch eine Vermögensumverteilung zugunsten von Reichen, die viel Geld sparen, zu einem langfristigen Rückgang des Realzinses (Rachel/Smith (2015). Unter dem Schlagwort „Winner takes it all-Economy“ lässt sich auch im Wirtschaftsbereich eine wachsende Konzentration und Monopolisierung beobachten. Infolge sich selbstverstärkender Größenvorteile und Netzwerkeffekte haben immer weniger Unternehmen einen immer größeren Anteil an den Gesamtgewinnen. Als Pioniere für internetbasierte Netzwerkeffekte gelten eBay und Amazon. Nachdem eBay beispielsweise eine bestimmte Größe (kritische Masse) erreicht hatte, wurden kleinere Plattformen für potenzielle Nutzer zusehends uninteressanter. Ursache dafür ist ein rasant sich selbst

Abbildung 5

ÄNDERUNG DER BEVÖLKERUNGSSTRUKTUR (ABHÄNGIGKEITSKOEFFIZIENT)



Ende der 2020er Jahre werden in vielen Industrieländern die geburtenstarken Jahrgänge in den Ruhestand gehen. Damit wird der Abhängigkeitskoeffizient deutlich zunehmen. In Deutschland würden dann rund 70 abhängige Personen (jünger als 15 bzw. älter als 64 Jahre) auf 100 Personen im erwerbsfähigen Alter kommen.

Entwicklung des Abhängigkeitskoeffizienten

Datenbasis: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2017

— Deutschland — Japan — UK — US

verstärkender Größenvorteil für Nachfrager (u. a. mehr Alternativen, stärkerer Druck auf das Preisniveau) und Anbieter (u. a. breites Nachfragesegment). Diese Effekte, die mittels digitaler Kommunikationsmedien potenziert werden, sorgen dafür, dass jegliches Marktgeschehen in Richtung weniger großer Anbieter driftet. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive investieren die führenden Unternehmen in einem Oligopol weniger als viele Unternehmen in einer atomisierten Marktstruktur. Niedrige Investitionen wirken sich wiederum dämpfend auf die Zinsen aus (Fuest 2017).

Die aufgeführten realwirtschaftlichen Trends haben gezeigt, dass neben der Geldpolitik auch zahlreiche realwirtschaftliche Einflüsse auf die langfristigen Zinsen einwirken. Manche von ihnen bestehen seit Jahrzehnten, andere dürften eher vorübergehender Natur sein. Zu den Einflüssen, die den langfristigen Zins eher niedrig halten, zählen unter anderem das rückläufige Wirtschaftswachstum in den Industrienationen und die Demographie. Im folgenden Kapitel werden nun die Konsequenzen dieses Niedrigzinsumfeldes für die Immobilienwirtschaft ausgeführt.

3

KONSEQUENZEN DER NIEDRIGZINSPHASE

Ausgelöst durch die expansive Geldpolitik führender Zentralbanken sowie durch zahlreiche realwirtschaftliche Trends verharren die kurzfristigen Zinssätze in der Nähe von null. Auch die Langfristzinsen bewegen sich nur wenig darüber. Diese Kapitalmarktsituation stellt gerade institutionelle Investoren vor große Herausforderungen und verändert deren Anlagestrategien insofern, dass Investitionen in Sachvermögen wie Immobilien an Bedeutung zugenommen haben. Mit der durch das Niedrigzinsumfeld angetriebenen Vermögenspreisinflation besteht nicht zuletzt auch die Sorge vor Übertreibungen auf den Immobilienmärkten.

Verschiebungen in den Portfolios der institutionellen Anleger

Die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken hat gerade die institutionellen Investoren wie Lebensversicherungen, Pensionsfonds und Versorgungswerke zum Umschichten ihrer Kapitalanlagevermögen gezwungen, da die Erreichung der notwendigen Zielrendite bei gleichzeitig notwendiger Risikominimierung sich immer schwieriger gestaltet. Beispielsweise treten Lebensversicherer heute nur noch selten als Käufer neu emittierter Bundesanleihen auf, da ein Großteil ihrer Policen noch mit Garantiezinsen zwischen zwei und vier Prozent verkauft wurden, die seit Jahren nicht mehr mit Anleihen erzielt werden können. Auch andere Anlegergruppen wie Pensionsfonds oder Versorgungswerke mussten aufgrund ihres jährlichen Renditezieles von rund 2,5 Prozent auf Anlagealternativen ausweichen (Schlütz 2017). Entsprechend ist der Rentenanteil in institutionellen Portfolios laut einer Analyse von Universal Investment seit 2012 von 56,6 auf 44,9 Prozent deutlich zurückgegangen. Innerhalb des Rentensegments haben wiederum vor allem Staatsanleihen stark nachgegeben und stellten 2017 nur noch einen Anteil von 24 Prozent (2011: 33 Prozent) (Neubauer 2018).

Um ihre Renditezusagen nachhaltig zu erfüllen, wählten institutionelle Anleger in den vergangenen Jahren zunehmend andere Anlageklassen. Getrieben durch einerseits Niedrigzinsen für Anleihen und andererseits erheblichen Kurssteigerungen gepaart mit auskömmlichen Dividenden bei Aktien hat sich vor allem der Aktienanteil in den institutionellen Portfolios seit 2012 deutlich von 23 auf über 30 Prozent erhöht (Neubauer 2018). Allerdings lässt sich die Aktienquote wegen der höheren Volatilität nicht unbegrenzt erhöhen. Darüber hinaus wählten Investoren häufiger Staatsanleihen von Schwellenländern und alternative Investments (u. a. Private Equity, Private Debt, Hedgefonds) als Beimischung. Ebenso wurden Unternehmensanleihen aufgestockt, wobei auch deren Renditen insbesondere infolge der Ausweitung des Ankaufsprogramms der EZB um erstklassige Unternehmensanleihen in der Zwischenzeit deutlich rückläufig waren und teilweise im negativen Bereich lagen.

Flucht in Sachwerte

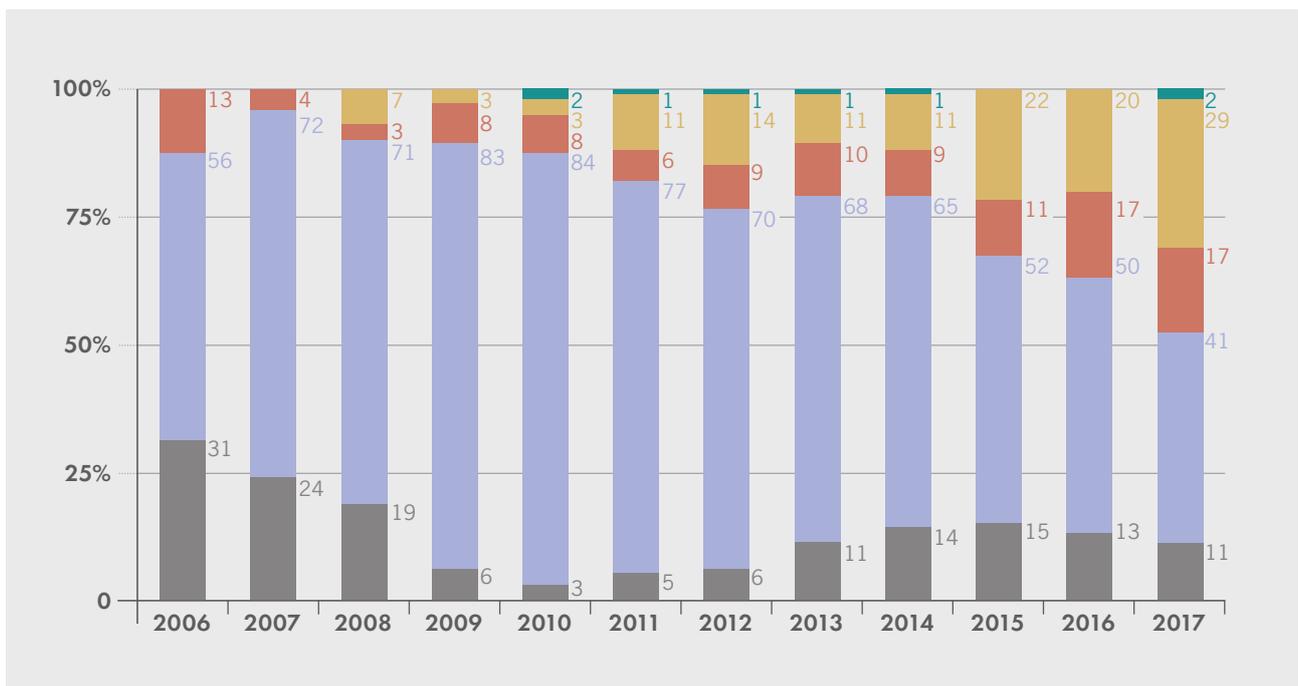
Deutlich zu erkennen ist schließlich eine Verlagerung der Anlagetätigkeit zugunsten des Sachvermögens bzw. der sogenannten Real Assets (u. a. Immobilien, Infrastruktur, Telekommunikations- und Energienetze). Dies spiegelt sich bspw. in den steigenden Immobilienquoten der institutionellen Anleger wider. Die Attraktivität von Immobilieninvestments hat in den letzten Jahren für regulierte Investoren wie Versorgungswerke, Pensionskassen und Versicherungsunternehmen zugenommen, die weltweit nach Anlagen mit planbarem Zeithorizont, stabilen Cashflows und moderatem Risiko suchen. Trotz Renditekompression bieten Anfangsrenditen von Immobilien immer noch eine deutliche Prämie zu den Zinsen am Anleihemarkt, was die Assetklasse gerade im jetzigen Zinsniveau attraktiv macht. Lag die Immobilienquote vor wenigen Jahren branchenweit im Schnitt noch unter fünf Prozent, so steht sie heute bei rund zehn Prozent. Mittelfristig wird eine weitere Erhöhung auf 15 Prozent des gesamten Vermögensbestands erwartet (Mirbach 2017, EY 2017).

Exemplarisch für die Verschiebungen in den Portfolios der institutionellen Anleger ist die Entwicklung der Asset Allocation der regulierten deutschen Pensionsinvestoren (Abb. 6).

Getrieben von den niedrigen Zinsen und der Suche nach stabilen Renditen tauschen nicht nur institutionelle Investoren liquide Anlagen in Immobilien. Zum starken Nachfrageüberhang und damit steigenden Immobilienpreisen haben auch Privatpersonen und Kleinanleger beigetragen. Im vierten Quartal 2017 verzeichnete der Vermögenspreisindex, der die Preisentwicklung des Vermögens eines durchschnittlichen deutschen Haushalts erfasst, erneut einen Rekordwert und stieg im Vergleich zum Vorjahresquartal um 9,3 Prozent. Getragen wird die Dynamik vor allem von Immobilien, die mit einem Anteil von mehr als 60 Prozent die größte Position bei den Sachvermögenspreisen stellen (FvS Research Institute 2018).

Abbildung 6

ENTWICKLUNG DER ALLOKATION REGULIERTER DEUTSCHER PENSIONSINVESTOREN



Die deutschen Pensionsinvestoren haben ihren Portfolioanteil an Anleihen seit 2010 von 84 Prozent auf nur noch 41 Prozent mehr als halbiert. Umgekehrt stieg der Anteil der Immobilien und alternativen Anlagen in ihren Portfolios von 11 auf 46 Prozent (Mercer 2017).

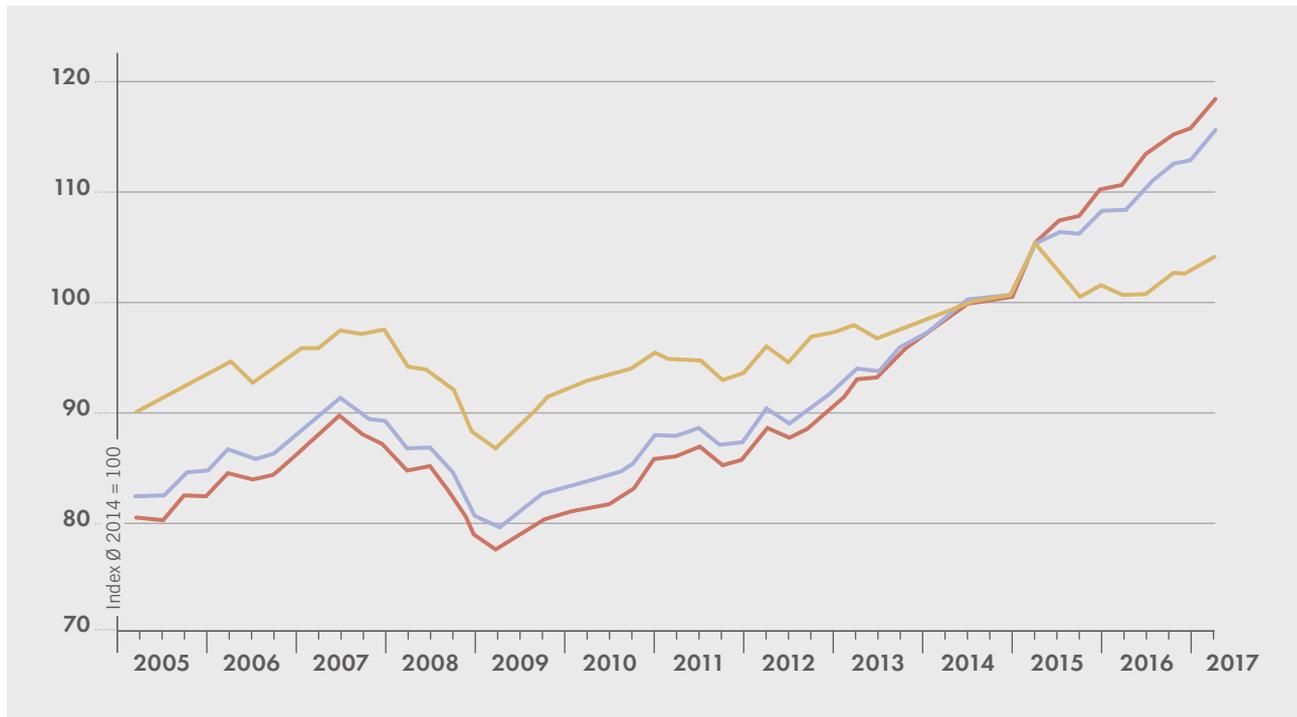
Portfolioanteil

- Aktien
- Anleihen
- Immobilien
- Alternatives
- Cash

Quelle: Mercer 2017

Abbildung 7

RASANTER ANSTIEG DER SACHVERMÖGENSPREISE



Im Vergleich zum Vorjahr verteuerten sich die Vermögenswerte deutscher Haushalte um 9,3 Prozent. Treibende Kraft sind dabei vor allem die steigenden Immobilienpreise, die mit mehr als 60 Prozent die größte Position bei den Sachvermögenspreisen einnehmen.

Indices

— FvS Vermögenspreisindex — Sachvermögenspreise — Finanzvermögenspreise

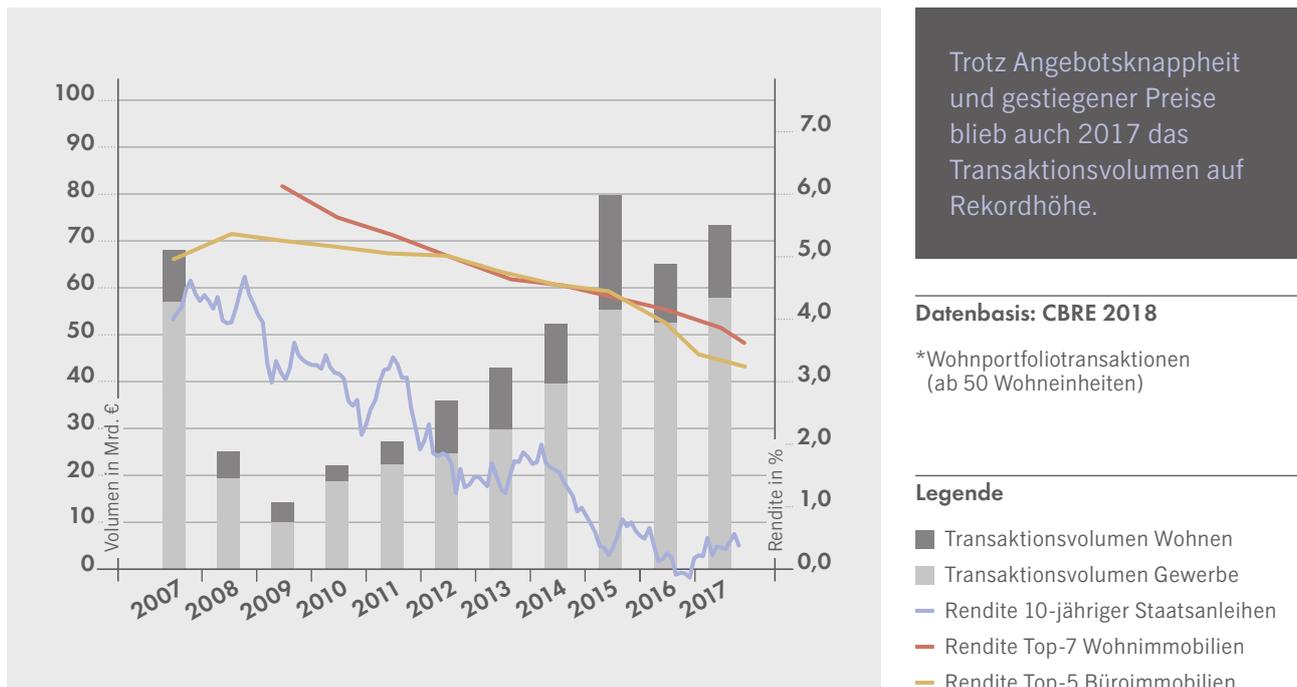
Datenbasis: Flossbach von Storch
Research Institute 2017

Nullzinspolitik als „Dopingmittel“ für die Immobilienwirtschaft

Das Interesse und der Anlagebedarf in Bezug auf Immobilieninvestitionen ist gegenwärtig ungebrochen. Relativ gesehen sind Immobilien im derzeitigen Niedrigzinsumfeld speziell im Vergleich etwa zu Bundesanleihen aus Rendite-Risikogesichtspunkten weiterhin attraktiv. So beträgt der positive Renditespread zwischen Immobilieninvestments in den Top 7-Märkten und 10-jährigen Bundesanleihen derzeit rund 250 Basispunkte. Darüber hinaus lassen sich durch die günstigen Hypothekenzinsen, die in der Regel weitgehend parallel zur Rendite langfristiger und sicherer Staatspapiere verlaufen, bei entsprechendem Fremdkapitaleinsatz auch die Eigenkapitalrendite erhöhen (JLL 2017, ZIA 2018). Der deutliche Abstand zwischen Fremdkapitalzinsen und Immobilienrendite hat

Abbildung 8

ENTWICKLUNG DES TRANSAKTIONSVOLUMENS IN DEUTSCHLAND



die Investitionstätigkeit in den letzten Jahren entsprechend beflügelt, und zwar nicht nur, weil die Kredite einige Ankäufe überhaupt erst möglich machten, sondern eben auch als Renditehebel fungierten (DVFA/IREBS 2015).

Die Niedrigzinsphase wirkt als „Dopingmittel“ für die Immobilienwirtschaft. Getrieben durch die ultraexpansive Geldpolitik floss nach der Durchquerung der Talsohle 2009 wieder viel Liquidität in die Immobilienmärkte. Mit einem Transaktionsvolumen von jeweils deutlich über 50 Mrd. € für Immobilien mit gewerblicher Nutzung stellten die Jahre 2015, 2016 und 2017 neue Rekordjahre in Deutschland dar (Abb. 8).

Die zunehmende Transaktionsintensität und der steigende Anlagedruck institutioneller Investoren haben seit 2009 zu einem allgemeinen Preisaufschwung auf den Immobilienmärkten geführt. So legten die Preise für Gewerbeimmobilien zwischen 2009 und 2017 um rund 32 Prozent zu. Noch deutlicher schlug sich die hohe Nachfrage nach Wohnpaketen und -anlagen in den Preisen für Mehrfamilienhäusern nieder, die seit 2009 um rund 50 Prozent anstiegen. In den Top-7 Märkten ist in diesem Zeitraum gar eine Verdoppelung der Kaufpreise eingetreten, während die Neuvertragsmieten dort lediglich um 56 Prozent zunahm (vdp Research 2018). Im Kontext der überproportionalen Preisanstiege hat die Gefahr von Überhitzungen und Fehlallokationen zugenommen, was bei Immobilienanlagen einen verstärkten Fokus auf die Qualität der Assets und deren Standorte notwendig macht. Mit Sorge wird in der Immobilienbranche nicht zuletzt auch der erwartete Anstieg der langfristigen Zinsen beobachtet, der zeitverzögert zu sinkenden Kaufpreisen führen könnte (ZIA 2018).



Besichtigung einer Musterwohnung in Zürich.

Foto: KEYSTONE/Walter Bieri

4

ENDE DER ULTRAEXPANSIVEN GELDPOLITIK – WAS PASSIERT MIT DEN IMMOBILIENPREISEN?

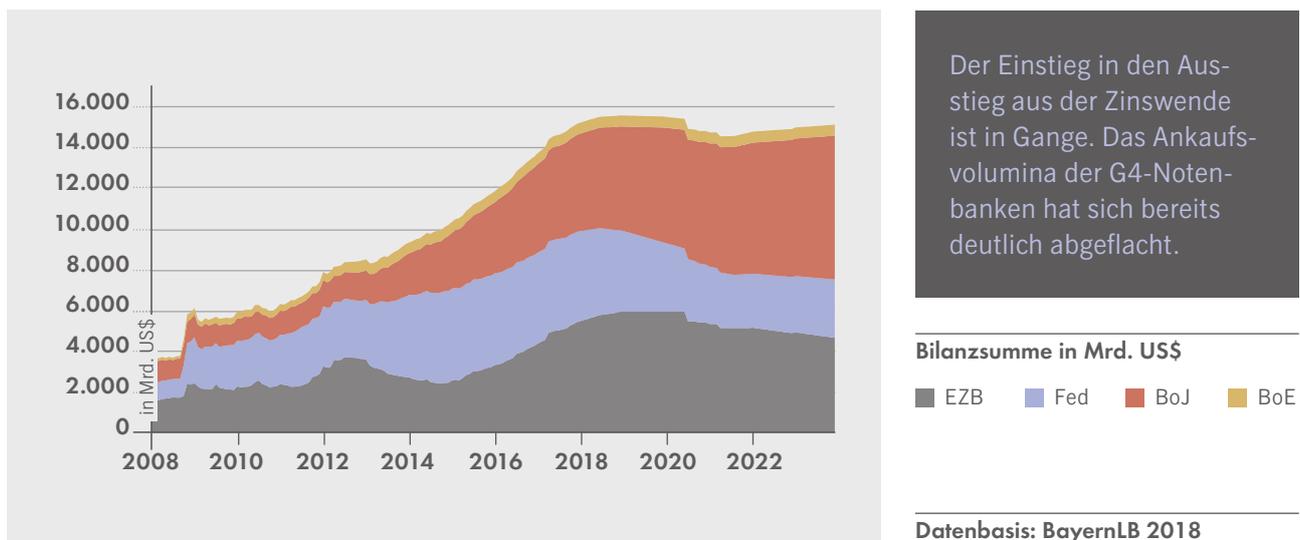
Angesichts einer sich zusehends erholenden europäischen Konjunktur und steigender Zinsen in den USA beginnt die EZB, ihre bisherige geldpolitische Ausrichtung allmählich und behutsam zu adjustieren. Nachdem die Immobilieninvestmentmärkte in den letzten Jahren signifikant durch die Niedrigzinsphase geprägt wurden, stellt sich für die Immobilienwirtschaft die entscheidende Frage, wie die Zinsen und damit auch die Immobilienmärkte auf einen allmählichen Rückgang des geldpolitischen Stimulus reagieren könnten.

Auf dem Weg zu einer geldpolitischen Normalisierung

Die derzeitige Unsicherheit auf den Immobilieninvestmentmärkten bezieht sich vor allem auf die weitere Entwicklung der Zinsen. Die US-Notenbank Fed hat die Zinswende am kurzen Ende bereits eingeläutet, wodurch die Zinsen für US-Staatsanleihen um über 130 Basispunkte nach oben kletterten. Im Laufe des Jahres werden bis zu vier weitere Zinserhöhungsschritte von jeweils 25 Basispunkten erwartet, sodass der US-Leitzins am Jahresende bei 2,38 Prozent liegen könnte (aktuell: 1,38 Prozent). Zusätzlich beginnt die Fed mit dem graduellen Abbau ihrer in den Jahren nach der Finanzkrise auf 4,5 Billionen US\$ angeschwollenen Bilanz. Auslaufende Wertpapiere aus dem Bestand der Notenbank sollen zu einem Teil nicht mehr ersetzt werden, wodurch die Bilanz in Zukunft pro Jahr um ca. 600 Mrd. € sinken könnte (DB Research 2018).

Abbildung 9

G4-ZENTRALBANKSUMMEN IN MRD. US\$ (AB OKTOBER 2017 PROGNOSE)



Angesichts des anhaltenden wirtschaftlichen Aufschwungs der Eurozone dürfte sich auch bei der EZB die Diskussion über eine Strategie für die Normalisierung der Geldpolitik intensivieren. Zwar ist bei der EZB eine Bilanzreduzierung noch nicht in Sicht, allerdings wurde das monatliche Anleihekaufprogramm ab Januar 2018 auf 30 Mrd. € pro Monat halbiert und könnte bis Ende des Jahres vollständig eingestellt werden. Der Hauptrefinanzierungssatz wird hingegen auch in den kommenden Monaten unverändert bleiben, mit einer Zinsanhebung der EZB wird erst Mitte 2019 gerechnet. Auch die Bank of England (BoE) vollzieht eine Straffung ihrer Geldpolitik, indem sie Ende 2017 erstmals seit zehn Jahren eine Zinsanhebung vollzog und seit März 2017 auf den Ankauf weiterer britischer Staatsanleihen verzichtet (DB Research 2018). Alleine die Bank of Japan (BoJ) hält vorerst an ihrem expansiv ausgerichteten Kurs fest. Insgesamt hat sich damit das Ankaufsvolumina der G4-Notenbanken (Fed, EZB, BoE, BoJ) bereits deutlich abgeflacht und im laufenden Jahr dürfte die aggregierte Bilanz sogar sinken (DEKA, Allianz 2018).

Reaktion der Immobilienpreise auf Zinsänderungen

Ein Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik bliebe für die Immobilienmärkte nicht ohne Folgen. Erstens würde eine Leitzinsanhebung der EZB im Zuge der geldpolitischen Straffung die Zinsen am kurzen Ende unmittelbar erhöhen. Entsprechend würde beispielsweise der Drei-Monats-Euribor, der im ersten Quartal 2018 zwischen -0,35 und -0,4 Prozent lag, ansteigen. Zweitens schlägt sich das Ende der Ankaufsprogramme bereits heute in leicht ansteigenden langfristigen Zinsen nieder, die in den letzten Jahren unter anderem auch durch die massiven Interventionen der EZB geprägt wurden. So stieg der 10-Jahres-Zinsswap im Februar 2018 zwischenzeitlich wieder auf fast 1,2 Prozent, während dieser Mitte 2016 noch den absoluten Tiefstand von rund 0,3 Prozent markierte.

Im Zuge einer geldpolitischen Wende dürften damit auch die Hypothekenzinsen in Bewegung geraten, da Geld- und Hypothekenzinsen eng miteinander verzahnt sind. Ein Anstieg der Zinsen erhöht die Finanzierungskosten und hemmt die Nachfrage nach Immobilien, was wiederum zu einem Rückgang der Preise führen kann. Empirische Untersuchungen des IW Instituts für den Zeitraum 1970 bis 2005 bestätigen diese Wechselwirkungen zwischen dem Kreditmarkt und dem Immobilienmarkt. Demnach sinken die Wohnimmobilienpreise in Deutschland um 0,8 Prozent, in den Niederlanden und in Dänemark sogar um über sechs und acht Prozent, wenn die Realzinsen um einen Prozentpunkt ansteigen (Demary 2008).

Von einer beschleunigten Abwertung im Zuge eines Zinsanstiegs sind vor allem Immobilienmärkte gefährdet, deren Preisentwicklung sich aufgrund zu optimistischer Erwartungen verselbstständigt hat. Beispielhaft dafür stehen die Immobilienkrisen in den USA und England (Demary 2017, Voigtländer/Deppenheuer 2014). Auch in Deutschland hat der außerordentliche Zinsrückgang zwischen 2010 bis 2016 laut Bundesbank zu Überbewertungen in den deutschen Großstädten beigetragen, die nach ihren Schätzungen im Jahr 2017 zwischen 15 und 30 Prozent lagen (Deutsche Bundesbank 2018, Kajuth et al 2016). Ähnliche Zusammenhänge zwischen Zinsanstieg und fallenden Kaufpreisen werden generell auch für Büroimmobilien festgestellt, wobei diese etwas stärker auf das Wirtschaftswachstum reagieren und etwas weniger zinsreagibel sind (Chaney/Hoesli 2010, Jäger/Voigtländer 2007).

Steigende Zinsen haben aber nicht nur Auswirkungen auf die Höhe der Refinanzierungskosten, sondern könnten infolge der steigenden Attraktivität des Anleihenmarktes wieder Portfolioumschichtungen bei den institutionellen Anlegern einleiten. So erwarten die Analysten führender Finanzinstitute bis zum Jahresende, dass die Renditen in den USA von aktuell rund 2,5 Prozent für 10-jährige Staatsanleihen auf 2,8 bis 3,25 Prozent steigen werden.

Bei den 10-jährigen Bundesanleihen werden zwischen 0,85 und 1,2 Prozent prognostiziert (FAZ 2018). Wenn Anleger wieder relativ risikolos mehr als drei Prozent für US-Staatspapiere bekommen, dürften Bonds wieder zu einer ernst zu nehmenden Alternative zu Immobilien werden. Damit könnte der Nachfragedruck nach Immobilien seitens institutioneller Anleger nachlassen und sich damit die dynamischen Kaufpreisanstiege auf den Immobilienmärkten abschwächen.

Geringe Zinsreagibilität der deutschen Wohnungsmärkte

Wie stark der geldpolitische Impuls auf den Immobilienmarkt wirkt, variiert allerdings entscheidend je nach Finanzierungsumfeld. So sind die Ausfallraten deutscher Wohnbaukredite durch die Festzinskultur, langfristige Zinsbindungen und niedrige Beleihungsausläufe weniger vom gegenwärtigen Niveau der Geldmarktzinsen abhängig. Rund 33 Prozent aller seit 2005 abgeschlossenen Wohnungsbaukredite sind langfristiger Art mit mehr als zehn Jahren Zinsfixierung und nur knapp fünfzehn Prozent aller Kredite entfallen auf variable Hypothekendarlehen. Anfang 2018 ist die Neigung zum langfristigen Zins mit einem Verhältnis von 44 Prozent gegenüber zwölf Prozent Krediten mit bis zu einem Jahr Zinsbindung noch deutlich höher ausgeprägt (Bundesbank 2018). Während in Ländern mit vorwiegend variablen Zinsen die Übertragung geldpolitischer Impulse verstärkt wurde, haben Zinsvariationen in Deutschland bisher kaum oder nur eine zeitverzögerte Wirkung auf die Wohnimmobilienpreise entwickelt (Hüther et al 2015).

Schwankungen der Wohnimmobilienpreise wurden also nur zu einem geringen Teil durch Zinsvariationen bestimmt. So sind auch in Zeiten (stark) steigender Zinsen die Kaufpreise für Eigentumswohnungen in der Vergangenheit nicht eingebrochen, sondern teilweise sogar weiter angestiegen (Abb. 10). Entscheidender für die Preisentwicklung waren Angebot, Nachfrage und die konjunkturelle Entwicklung. Allerdings bestehen große Unterschiede zwischen dem heutigen Niedrigzinsumfeld nahe der Nulllinie und früheren Zinstiefs, sodass in Zukunft durchaus auch stärkere Effekte einer Zinsanhebung denkbar wären.

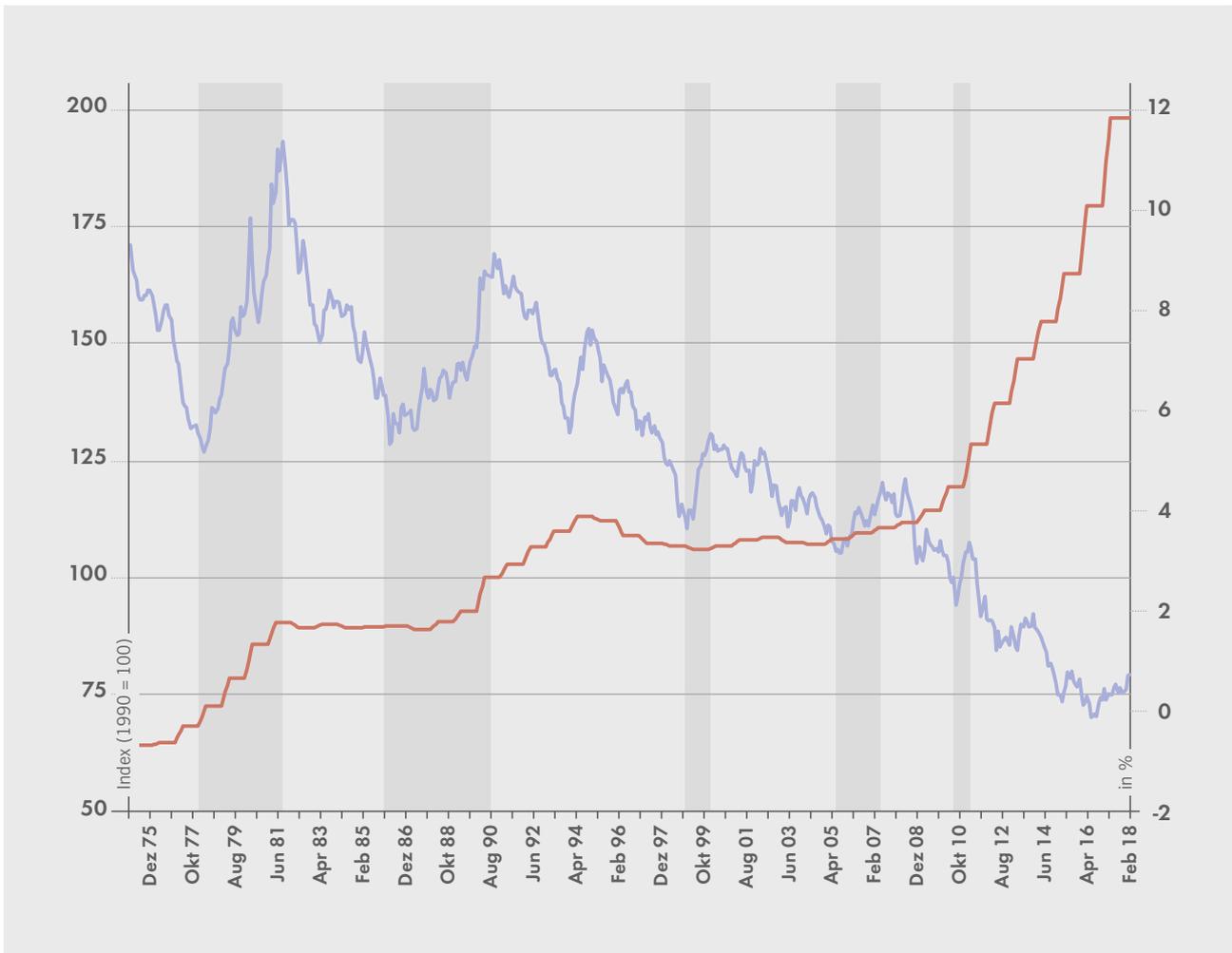
Realwirtschaftliche Faktoren wirken weiterhin dämpfend

Zusammengefasst wird das allmähliche Ende der ultraexpansiven Geldpolitik zwar einen geringen Anstieg des Zinses zur Folge haben. Aber wie im zweiten Kapitel der vorliegenden Studie dargelegt wurde, gibt es eine Reihe an realwirtschaftlichen Faktoren, die trotz geldpolitischer Kursänderung dämpfend auf die Zinsentwicklung wirken und den langfristigen Zins eher niedrig halten werden. Zu den vermutlich langfristigen Einflussgrößen auf den Zins zählen Ökonomen etwa das Wirtschaftswachstum und die Produktivität. Trotz des gegenwärtigen Aufschwungs rechnet beispielsweise der IWF damit, dass die wirtschaftliche Dynamik in den Industrieländern in Zukunft weiter nachlassen wird. Kurz- und mittelfristig könnten auch die derzeitige Rückkehr zum Protektionismus das globale Wirtschaftswachstum hemmen. Auch wenn unklar ist, ob diese Einschätzung zutrifft, würde ein langsames Wirtschaftswachstum auch weiterhin den langfristigen Zins niedrig halten.

Insgesamt existiert ein komplexes Bündel an Einflusskräften, die auf die langfristigen Zinsen wirken und deren Entwicklungen und Interdependenzen schwierig modellier- und vorhersehbar sind (Hördahl et al 2016). Allerdings geht eine wachsende Zahl von Ökonomen davon aus, dass in einer absehbaren Zukunft das Zinsniveau nicht mehr auf Höhen steigen wird, wie man sie vor mehreren Jahrzehnten kannte. Sie sprechen von einer „neuen Normalität“, die durch niedrige Zinsen gekennzeichnet sein wird (Hördahl et al 2016). In diesem Umfeld bliebe das Interesse institutioneller Investoren an Immobilieninvestments langfristig hoch und ein Kaufpreisverfall auf den deutschen Immobilienmärkten wäre eher unwahrscheinlich.

Abbildung 10

HISTORISCHER RENDITEVERLAUF UND IMMOBILIENKAUFPREISE



Schwankungen der Kaufpreise für Eigentumswohnungen lassen sich nur zu einem geringen Teil durch Zinsvariationen erklären. So sind in der Vergangenheit auch in Zeiten stark steigender Zinsen nach einem Zinstief die Kaufpreise nicht eingebrochen, sondern sogar angestiegen.

Legende

— Rendite 10-jähriger Staatsanleihen
— bulwiengesa-Immobilienindex
Eigentumswohnungen neu

■ Phasen mit starken Zinsanstiegen

Daten: bulwiengesa 2018



KURZ & KNAPP

Nach zehn Jahren ist die geldpolitische Zinswende so nah wie noch nie. Weltweit haben die wichtigsten Notenbanken bereits den allmählichen Einstieg aus dem Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik eingeleitet. Nachdem die Immobilienmärkte in den letzten Jahren signifikant durch die Niedrigzinsphase geprägt und befeuert wurden, stellt sich nun die Frage, wie die Zinsen und damit auch die Immobilienpreise auf einen allmählichen Rückgang des geldpolitischen Stimulus reagieren könnten.

Dem Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre wird ein erheblicher Anteil am Immobilienboom zugesprochen. Zum einen hat die Immobiliennachfrage zugenommen, weil diese günstiger finanziert werden konnten und zum anderen weil Alternativen – wie etwa Anleihen – an Attraktivität verloren. Entsprechend haben gerade institutionelle Investoren ihre Anlagestrategien insofern verändert, dass Investitionen in Sachvermögen wie Immobilien deutlich an Bedeutung zugenommen haben, was sich in steigenden Immobilienquoten widerspiegelt. Die seit 2009 zunehmende Transaktionsintensität und der steigende Anlagedruck institutioneller Investoren haben nicht zuletzt zu einem allgemeinen Preisaufschwung auf den Immobilienmärkten geführt. Im Kontext der überproportionalen Preisanstiege hat dabei auch die Gefahr von Überhitzungen und Fehlallokationen zugenommen.

Mit Sorge wird in der Immobilienbranche nun der erwartete Anstieg der langfristigen Zinsen beobachtet, der zeitverzögert die Hypothekenzinsen erhöhen könnte. Höhere Finanzierungskosten würden wiederum die Nachfrage nach Immobilien hemmen, was zu einem Rückgang der Preise führen könnte. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt allerdings, dass in bisherigen Phasen mit stark steigenden Zinsen nach einem Zinstief die Kaufpreise für Eigentumswohnungen nicht eingebrochen, sondern weiter angestiegen sind. Entscheidender für die Preisentwicklung waren Angebot, Nachfrage und die konjunkturelle Entwicklung. Steigende Zinsen hätten aber nicht nur Auswirkungen auf die Höhe der Refinanzierungskosten, sondern könnten infolge der steigenden Attraktivität des Anleihenmarktes wieder Portfolioumschichtungen bei den institutionellen Anlegern einleiten, wobei Immobilienanlagen i.d.R. nicht so schnell liquidierbar sind.

Die Ursachen für die ausgedehnte Niedrigzinsphase sind Gegenstand vielfältiger akademischer und politischer Diskussionen, die bis heute zu keinem Konsens geführt haben. Allerdings lassen sie sich grob in zwei Erklärungsansätze aufteilen. Es gibt einerseits Interpretationen, die primär die Politik der Zentralbanken für den Rückgang der Zinsen verantwortlich sehen, und andererseits solche, die eher realwirtschaftliche Faktoren in den Mittelpunkt stellen. Zu den langfristigen Einflussgrößen auf den Zins zählen Ökonomen etwa das rückläufige Wirtschafts- und Produktivitätswachstum in den Industrieländern, das dämpfend auf die Zinsentwicklung wirkt und trotz geldpolitischer Kursänderungen den langfristigen Zins eher niedrig halten wird. Fast ebenso wichtig ist die Rolle der Demographie: In den vergangenen 30 Jahren hat sich der Anteil der arbeitenden Menschen an der Gesamtbevölkerung in der Welt vergrößert. Dies hat zu höheren Sparquoten geführt, wodurch die Zinsen zurückgegangen sind.

Es ist also nicht alleine die Geldpolitik von Draghi & Co., die auf das Zinsniveau Einfluss nimmt. Insgesamt existiert vielmehr ein komplexes Bündel an Einflusskräften, das insbesondere auf die langfristigen Zinsen wirkt. Wenngleich deren Entwicklungen und Interdependenzen schwierig modellier- und vorhersehbar sind, geht eine wachsende Zahl von Ökonomen davon aus, dass in absehbarer Zukunft das Zinsniveau nicht mehr auf Höhen steigen wird, wie man sie vor mehreren Jahrzehnten kannte. Sie sprechen von einer „neuen Normalität“, die durch niedrige Zinsen gekennzeichnet sein wird. In diesem Umfeld bliebe das Interesse institutioneller Investoren an Immobilieninvestments langfristig hoch und ein deutlicher Kaufpreisverfall auf den deutschen Immobilienmärkten wäre eher unwahrscheinlich.

Literatur

- BITKOM/Fraunhofer IAO (2014): Industrie 4.0 – Volkswirtschaftliches Potenzial für Deutschland. Berlin.
- BMF (2017): Herausforderungen der Niedrigzinsphase für die Finanzpolitik. Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen. Berlin.
- Chaney, A.; Hoesli, M. (2010): The Interest Rate Sensitivity of Real Estate. Swiss Finance Institute Research Paper Series N°10 – 13.
- DEKA (2018): Deka Immobilien Monitor. Ausblick 2018. Frankfurt am Main.
- Demary, M. (2017): Wechselbeziehungen zwischen makroökonomischen Variablen und Immobilienpreisen. Köln.
- Demary, M. (2008): Die ökonomische Relevanz von Immobilienpreisschwankungen, IW-Trends 35 (4).
- Deutsche Bank Research (2018): Geldpolitische Trendwende und expansivere Fiskalpolitik lassen Renditen steigen.
- Deutsche Bundesbank (2018): Monatsbericht Februar 2018.
- DVFA/IREBS (2015): Niedrigzinsumfeld und die Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft.
- Ernst & Young Real Estate (2017): Trendbarometer Immobilienanlagen der Assekuranz 2017.
- EZB (2018): Jahresabschluss der EZB für 2017.
- FAZ (2018): Große Zinsumfrage. Banken rechnen für 2018 mit moderat steigenden Zinsen. 3.1.2018.
- Fuest, C. (2017): Gesamtökonomie und Immobilienwirtschaft. Die aktuelle Wirtschaftslage: Ende der Niedrigzinsphase? Vortrag auf EXPO REAL 2017.
- Hördahl, P.; Sobrun, J.; Turner, P. (2016): Low long-term interest rates as a global phenomenon. BIS Working Papers No 574.
- Hüther, H.; Voigtländer, M.; Haas, H.; Deschermeier, P. (2015): Die Bedeutung der Langfristfinanzierung durch Banken Vorteile und zukünftige Herausforderungen. IW-Analysen (101).
- Jäger, M.; Voigtländer, M. (2007): Determinanten der Renditen von Büroimmobilien. IW Trends 4/2007.
- Kajuth, F., Knetsch, T.; Pinkwart, N. (2016): Assessing house prices in Germany: Evidence from a regional data set. Journal of European Real Estate Research 9 (3), 286-307.
- Lo, S.; Rogoff, K. (2015): Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on. BIS Working Paper 482.
- Mercer (2017): European Asset Allocation Survey 2017.
- Mirbach, M. (2017): Institutionelle Anleger werden Immobilienquote auf 15 % erhöhen. Immobilien Fondsnews März 2017.
- Neubauer, M. (2018): Anlegerstatistik: Institutionelle Anleger gehen neue Wege. e-fundresearch.com
- Rachel, L.; Smith, T. (2015): Secular drivers of the global real interest rate. Bank of England. Staff Working Paper No. 571.
- Schlütz, J. (2015): Für manche Investoren sind Bundesanleihen unattraktiv geworden. www.universal-investment.com/de/artikel
- Voigtländer, M.; Depenheuer, O. (Hrsg. 2014), Wohneigentum, Herausforderungen und Perspektiven. Köln.
- ZIA (2018): Frühjahrsgutachten Immobilienwirtschaft 2018. Berlin.
- Zschäpitz, H. (2017): Schutzpatron Draghi muss Italiens Untergang verhindern. In: Welt. Veröffentlicht am 20.07.2017.

Quantum

Wer erfolgreich in Immobilien investieren möchte, braucht Partner, die beides verbinden: Know-how im Bereich der Immobilie einerseits und in der Fondsstrukturierung andererseits. Quantum bündelt diese Kompetenzen mit der eigenen Kapitalverwaltungsgesellschaft und kombiniert sie mit der jahrelangen Expertise eines Projektentwicklers. Von der Entwicklung und Realisierung bis hin zum effektiven Management der Fonds liegt alles in Quantum-Hand. Dabei erbringt Quantum die gesamte Wertschöpfungskette bis hin zum Asset Management intern, während die Liegenschaftsverwaltung nach klaren Vorgaben durch erfahrene Partner mit lokaler Präsenz durchgeführt wird. Seit 2005 hat Quantum bereits sieben Immobilien-Spezialfonds initiiert. Die Assets unter Management betragen im Investmentbereich derzeit rund EUR 5,5 Mrd.

Disclaimer

Die in diesem Newsletter enthaltenen Daten und Informationen wurden sorgfältig nach bestem Wissen und Gewissen aus verlässlichen Quellen entnommen. Getroffene Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken verbunden und können wesentlich von den tatsächlichen Entwicklungen abweichen. Für die Richtigkeit der Inhalte wird daher keine Garantie oder sonstige Haftungserklärung abgegeben. Der Newsletter dient ausschließlich Informationszwecken und ist nicht als Angebot oder Empfehlung für bestimmte Anlagen oder Investitionsstrategien zu verstehen.

Kontaktdaten

Quantum Immobilien AG
Dornbusch 4
20095 Hamburg

Ihre Ansprechpartner

Dr. André Scharmanski
as@quantum.ag
T. +49.40.41 43 30-546
F. +49.40.41 43 30-511

Arne Beneking
abe@quantum.ag
T. +49.40.41 43 30-979
F. +49.40.41 43 30-511