

## Inflationsschutz

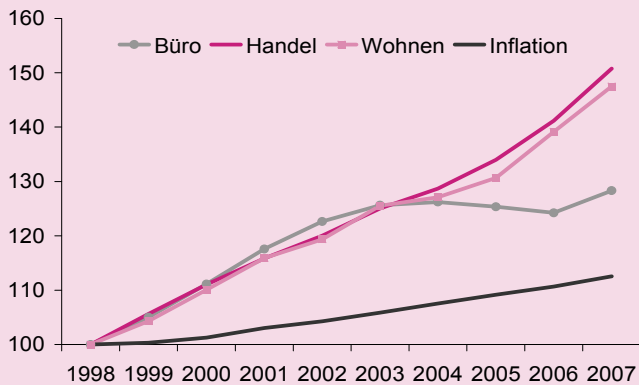
### Wohngebäude schützen vor Inflation

Immobilien gelten als eine Anlageklasse, die weitestgehend vor Inflation schützen sollte. Als im ersten Halbjahr 2008 die Konsumgüterpreise bedingt durch stark anziehende Energiepreise angestiegen sind, wurde dies vielfach als Chance für die Immobilienwirtschaft angesehen. Schließlich ist die Flucht in Betongold sprichwörtlich.

Begründet wird der Inflationsschutz vor allem durch die Indexierung von Mieten, also der Kopplung der Mietzahlungen an die Inflation. Mietpreise für Einzelhandelsimmobilien sind oft umsatzabhängig. Da sich der Umsatz bei steigenden Preisen ändert, wird auch mit einem Effekt auf die Mieten gerechnet. In Deutschland stiegen die Renditen für die drei Anlageklassen Büro, Handel und Wohnen in den letzten Jahren stärker als der Preisindex. Dies ist jedoch noch kein Hinweis auf einen Inflationsschutz, da in den nominalen Renditen noch Risikoprämien enthalten sind, die vom reinen Inflationsausgleich getrennt werden müssen.

#### Renditen steigen schneller als die Inflation

Entwicklung der Total Return Indizes für Immobiliennutzungsklassen und des Verbraucherpreisindex; 1998=100



Quelle: Bundesbank, Investment Property Databank

Eine IW Studie auf Basis eines Datensatzes mit Renditen von Immobilienaktienindizes der European Public Real Estate Association für die Länder Kanada, USA, Finnland, Frankreich, Deutschland, Irland, Niederlande Schweden und UK ergab, dass die Total Returns (Wertsteigerung und Einkommensrendite) im Durchschnitt über alle Länder fallen, wenn die Inflation steigt. Würde die Inflation also von 2 Prozent auf 3 Prozent steigen, so würde ein Investor mit einem durchschnittlichen nominalen Renditeverlust von 0,02 Prozentpunkten zu rechnen haben.

Obwohl diese Indizes nur Aktiengesellschaften enthalten, die ihren Tätigkeitsschwerpunkt auf der Vermietung und Verpachtung haben und durch eine bestimmte Marktgröße und hinreichenden Streubesitz gekennzeichnet sind, sind sie ebenso schlecht als Inflationsschutz geeignet wie andere Aktien auch. Dies liegt darin begründet, dass der Anleger nur indirekt an einer Immobilie beteiligt ist und die Aktienrendite zum überwiegenden Teil die Erwartungen der Anleger über zukünftige Gewinne des Unternehmens und den zukünftigen Verlauf des Aktienkurses enthält.

#### Reaktion der Rendite auf Inflation

Änderung der Rendite in Prozentpunkten aufgrund eines (unerwarteten) Inflationsanstieges von einem Prozentpunkt

	Tatsächliche Inflation	Unerwartete Inflation
Aktien und Immobilienaktien		
Aktien	-0,01	-0,02
Immobilienaktien	-0,02	-0,03
REITs		
Büro	-0,02	-0,01
Handel	-0,03	-0,02
Wohnen	-0,02	-0,02
Bestandsimmobilien		
Büro	0,29	-0,04
Handel	0,54	0,30
Wohnen	1,06	1,18

Quelle: IW Köln

Anders sieht es hingegen bei Renditen für Direktanlagen aus. Für die Untersuchung des Inflationsschutzes dieser Anlageklasse wurden Daten der Investment Property Databank (IPD) verwendet, die ihre Daten direkt von institutionellen Investoren bezieht und hierauf basierende Indizes entwickelt. Die Renditen geben keine Auskunft über die Performance der Investoren, sondern über die Performance der Einzelimmobilien. Die IW Studie zeigt, dass die Renditen von Einzelhandelsimmobilien weniger stark steigen als die Inflation. Dies kann daran liegen, dass die Händler die Inflation nicht vollständig weitergeben können, was sich dann auch in den oft umsatzabhängigen Mieten widerspiegelt. Besonders geeignet als Inflationsschutz sind jedoch Büro- und vor allem Wohnimmobilien. Bei Wohnimmobilien steigt die Rendite im Durchschnitt über alle Länder im Verhältnis 1:1 mit der Inflationsrate, zusätzlich steigt deren Rendite stärker als 1:1 an, wenn die Inflation höher als erwartet war.

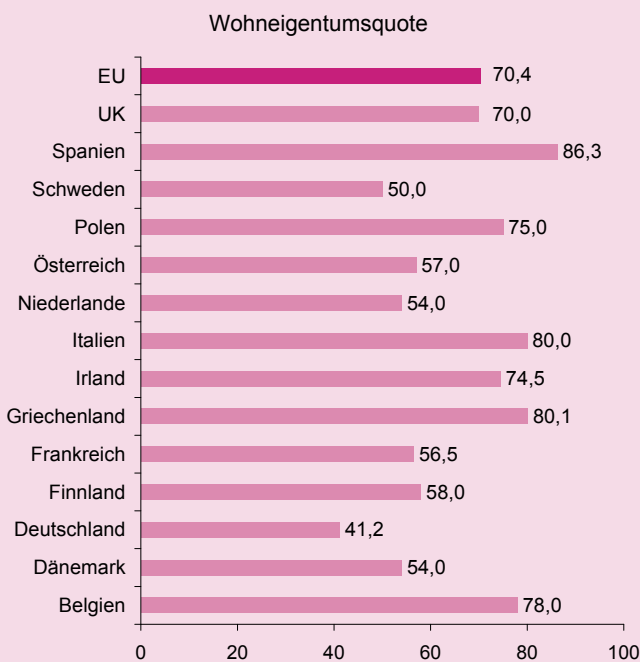
Die Studie „Inflationsschutz von Immobilien – Direktanlagen und Aktien im Vergleich“ ist verfügbar unter [www.immobilienekonomik.de](http://www.immobilienekonomik.de)

## Wohneigentum Mieternation Deutschland

Eines der auffälligsten Strukturmerkmale des deutschen Wohnungsmarktes ist die geringe Wohneigentumsquote. Während in Großbritannien, Spanien oder Irland 70 Prozent der Haushalte und mehr in den eigenen vier Wänden leben, sind es in Deutschland nur 41,2 Prozent (Grafik). Mit Ausnahme der Schweiz ist in allen OECD-Staaten die Wohneigentumsquote höher als in Deutschland. Zahlreiche Wohnungsprivatisierer setzen darauf, dass das Interesse an der Wohneigentumsbildung künftig zunimmt und sich so Wohnungen leichter an Selbstnutzer veräußern lassen. Betrachtet man jedoch die Gründe für die niedrige Wohneigentumsquote, bleiben Zweifel an einem künftigen Bedeutungsgewinn.

### Wohneigentümer meist in der Mehrheit

Anteil der Haushalte mit Wohneigentum in Prozent, jeweils letzter verfügbarer Stand



Quelle: European Mortgage Federation, Statistisches Bundesamt

Da innerhalb eines Jahres nur wenige Haushalte umziehen, vollziehen sich Änderungen der Wohneigentumsquote sehr langsam. Wesentliche Gründe für die relativ niedrige Wohneigentumsbildung finden sich daher in der Historie. Nach dem Zweiten Weltkrieg war die Wohnungsnot eines der wichtigsten wirtschaftspolitischen Probleme. Um die Lücke von über 6 Millionen Wohnungen zu schließen, wurde mit dem sozialen Wohnungsbau sehr schnell ein umfassendes Förderprogramm aufgelegt, welches vor allem den Mietwohnungsbau stimulierte.

Dass dabei nicht immer auf Wirtschaftlichkeit geachtet wurde, ist heute nicht zu bestreiten. Entscheidend ist jedoch, dass private Eigentümer in die Förderungen miteinbezogen wurden. Außerdem wurden relativ hohe Qualitätsstandards gesetzt, so dass auch die Mittelschicht die Wohnungen annahm. Da die Sozialwohnungen nach der Mietbindungsdauer in den freien Markt übergangen, wurde so die Grundlage für einen attraktiven Mietwohnungsmarkt gelegt. Ganz anders die Situation in Großbritannien: Dort waren Sozialwohnungen von sehr schlechter Qualität, so dass Mieter schnell stigmatisiert wurden. Darüber hinaus blieben die Wohnungen in staatlicher Hand. So konnte sich kein freier Markt entwickeln.

Die Funktionstüchtigkeit des deutschen Mietwohnungsmarktes hat noch an anderer Stelle die Bedeutung des Wohneigentums relativiert. In vielen europäischen Ländern wurden angesichts der großen Wohnungsnot nach den Weltkriegen die Mieten eingefroren. In Großbritannien wurden bis in die 70er Jahre die Mieten administrativ vorgegeben, in Spanien galt bis in die 80er Jahre ein faktischer Mietstopp. Modernisierungskosten durften grundsätzlich nicht an die Mieter weitergegeben werden. Diese Regelungen haben die Vermieter aus dem Markt gedrängt, so dass den Haushalten gar keine andere Wahl blieb, als Wohneigentum zu bilden. Anders in Deutschland. Hier begann man schon Anfang der 60er Jahre damit, die Mieten schrittweise freizugeben. Die Vergleichsmiete führt zwar tendenziell dazu, dass die Mieten dem Markt immer etwas hinterherhinken, aber immerhin gab es stets eine Anpassung in Richtung Marktniveau.

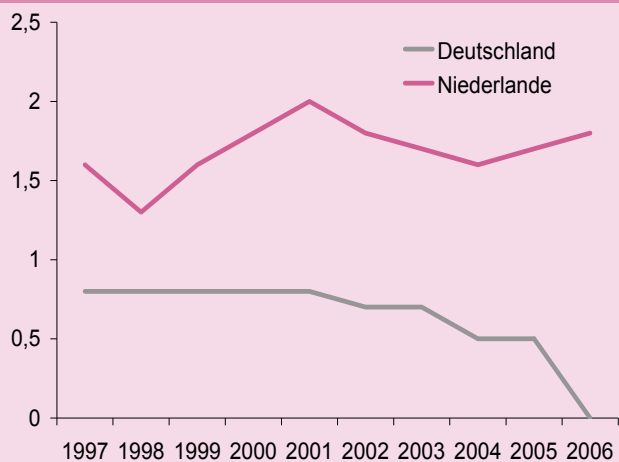
Der Blick in die Vergangenheit bietet wichtige Ansatzpunkte zur Erklärung der Wohneigentumsquote. Allerdings kann so nicht erklärt werden, warum auch die Dynamik der Wohneigentumsbildung in Deutschland eher unterdurchschnittlich ist. Während beispielsweise in den Niederlanden die Eigenheimquote in den letzten 20 Jahren um etwa 10 Prozentpunkte gestiegen ist, lag der Zuwachs in Westdeutschland nur bei rund 5 Prozentpunkten. Hier bieten die steuerlichen Rahmenbedingungen einen wichtigen Erklärungsfaktor.

Seit 1986 können – mit kurzen Ausnahmen – die Hypothekenzinsen steuerlich nicht mehr geltend gemacht werden. Stattdessen hat der Staat den Wohnungserwerb bis zum Jahr 2006 mit der Eigenheimzulage unterstützt. Anders als der Schuldzinsenabzug konnte diese Zulage nur einmal verwendet werden, so dass die Neigung unterstützt wurde, nur dann Wohneigentum zu erwerben, wenn man es auch dauerhaft nutzen möchte. Vor allem aber war die Förderung über die Eigenheimzulage deutlich weniger üppig als der Schuldzinsenabzug, wie er etwa in den Niederlanden praktiziert wird.

Betrachtet man eine durchschnittliche Familie mit zwei Kindern, so hat die Eigenheimzulage die Zinskosten um etwa 0,7 bis 0,8 Prozentpunkte gesenkt. Hätte die Familie dagegen in den Niederlanden gelebt und die Schuldzinsen von der Steuer abziehen können, hätte sich die effektive Zinsbelastung um 1,6 bis 2,0 Prozentpunkte gesenkt, d. h. bei einem Zinssatz von 5 Prozent sinkt die Belastung nach Steuern auf 3 Prozent (Grafik). In den Niederlanden hat diese Regelung sogar dazu geführt, dass die inflationsbereinigte Zinsbelastung im Jahr 2001 negativ war.

**Üppigere Förderung in den Niederlanden**

Um so viel Prozentpunkte sinkt die effektive Zinsbelastung aus Hypothekendarlehen aufgrund der steuerlichen Regelungen



Quelle: IW Köln

Schließlich hat auch die Entwicklung der Mietpreise und Immobilienpreise einen nicht zu unterschätzenden Effekt auf die Wohneigentumsbildung. Mit dem Kauf einer Immobilie schützen sich die Haushalte vor künftigen Preissteigerungen. Ziehen die Immobilienpreise stark an, können die Haushalte davon ausgehen, dass auch die Mieten bald anziehen. Studien für die USA und Großbritannien haben ergeben, dass dieses „Versicherungsmotiv“ einen wichtigen Faktor der Wohneigentumsnachfrage darstellt.

In Deutschland ist dieses Motiv jedoch nahezu unbedeutend. In den letzten vier Jahrzehnten haben die Immobilienpreise nur in den 70er Jahren real zugelegt. Seit den 80er Jahren haben die Hauspreise hingegen durchschnittlich real an Wert verloren (Tabelle). Ganz anders in Spanien, den Niederlanden oder auch dem Vereinigten Königreich. Dort sind die Preise allenfalls in einer Zeitperiode gefallen. In den meisten Zeitperioden sind die Preise jedoch kräftig gestiegen, teilweise sogar um mehr als 80 Prozent in 10 Jahren. Auch die Volatilität der Immobilienpreise ist im Ausland wesentlich höher. Im Vergleich schwanken die deutschen Hauspreise weniger als halb so viel.

Betrachtet man die Gründe für die niedrige Wohneigentumsquote, so lassen sich nur schwerlich Impulse für eine deutlichere Zunahme in der Zukunft finden. Steigende Einkommen und die Notwendigkeit mehr für die Altersvorsorge zu sparen, dürften zwar die Wohneigentumsnachfrage erhöhen, aber auf der anderen Seite muss zunächst der Wegfall der Eigenheimzulage kompensiert werden. Darüber hinaus ist aufgrund der demografischen Entwicklung das Potenzial für zukünftige Preissteigerungen stark begrenzt. Gerade in den Flächenländern, in denen die Wohneigentumsbildung noch verhältnismäßig stark verwurzelt ist, dürfte der Bevölkerungsrückgang die Attraktivität des Wohneigentums eher vermindern.

**Kein Hauspreisboom in Deutschland**

Veränderung der realen Hauspreise in Prozent

		D	NL	UK	E
Veränderung der realen Hauspreise	1970-1980	16,3	61,3	-	17,7
	1980-1990	-10,4	-25,3	-	72,9
	1990-2000	-1,3	115,5	9,4	5,3
	2000-2007	-17,4	30,6	82,1	93,9

Quelle: OECD, IW Köln

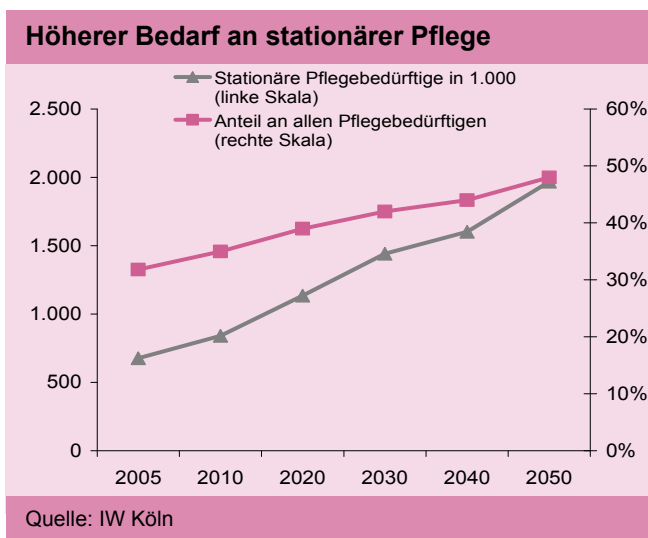
Gesamtwirtschaftlich sind diese Aussichten keineswegs bedenklich. Gerade die Subprime-Krise in den USA verdeutlicht, welche gravierenden Folgen die einseitige Ausrichtung auf die Wohneigentumsbildung haben kann. In Deutschland gibt es keinen Subprime-Markt, weil bonitätschwache Haushalte keine Notwendigkeit haben, einen Kredit mit Risikoaufschlag aufzunehmen, um unbedingt ein Eigenheim zu erwerben. Diesen Haushalten bietet der Mietwohnungsmarkt ausreichend Alternativen. Auch hohe Beleihungsausläufe sind in Deutschland eher selten. In den USA, wo Hypothekenzinsen in vollem Umfang steuerlich geltend gemacht werden können, ist es dagegen sehr attraktiv, das Eigenkapital gering zu halten und möglichst langsam oder aber gar nicht zu tilgen. Fallen die Hauspreise, wie aktuell in den USA, führt dieses Vorgehen jedoch schnell in die Überschuldung. Auch in Bezug auf den Arbeitsmarkt ist der starke Mietwohnungsmarkt eher von Vorteil, weil die Mobilität der Arbeitskräfte auch künftig von großer Bedeutung sein wird.

Die Studie „Wohneigentum und Mietwohnungsmarkt – Zwei Seiten einer Medaille“ kann unter [www.immobilienoekonomik.de](http://www.immobilienoekonomik.de) abgerufen werden

## Pflegeimmobilien Chancen des demografischen Wandels

Die demografische Entwicklung führt nicht nur dazu, dass die Einwohnerzahl in Deutschland schrumpft, sondern auch dazu, dass die Gesellschaft altert. Die wachsende Zahl an Senioren und die Tatsache, dass nicht mehr ganze Generationen unter einem Dach leben, führt zu einer Veränderung in der Immobiliennachfrage in den kommenden Jahren. So steigt nicht nur die Zahl der Haushalte, sondern es werden sich auch die Anforderungen an Wohngebäude verändern. Für die Zukunft ist neben einem zunehmenden Bedarf an seniorengerechten Wohnungen auch mit einem gesteigerten Bedarf an Wohnraum in stationären Pflegeimmobilien zu rechnen.

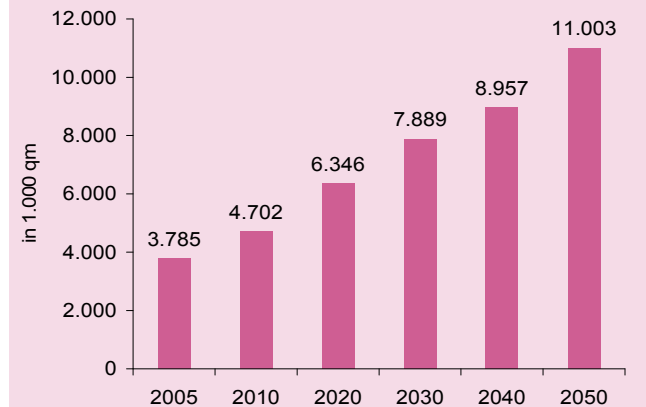
Die demografische Entwicklung lässt sich zwar gut vorausberechnen, der Pflegebedarf ist jedoch schwerer zu prognostizieren. Zwar verbessert sich der Gesundheitszustand der Senioren aufgrund des medizinisch-technischen Fortschritts und der verbesserten Arbeitsbedingungen. Mit zunehmendem Alter erhöht sich aber auch das Risiko pflegebedürftig zu werden. Laut Angaben des Statistischen Bundesamtes liegt die Pflegequote bei den unter 70-jährigen bei 5 Prozent, während sie bei den über 80-jährigen bei 31 Prozent und bei den über 90-jährigen sogar bei 60 Prozent liegt. Eine aktuelle IW-Prognose zum künftigen Pflegebedarf findet sich in der Abbildung.



In Zukunft wird nicht nur die Anzahl der Pflegebedürftigen wachsen, sondern auch der Anteil der stationär Pflegebedürftigen zunehmen. Durch die wachsende Mobilität der Bevölkerung bei der Arbeitswahl wohnen Kinder und (pflegebedürftige) Eltern häufig nicht mehr in unmittelbarer Nähe zueinander. Außerdem trägt die berufliche Situation dazu bei, dass es vielen nicht mehr möglich ist, ihre Eltern zu unterstützen. Vor diesem Hintergrund ist nicht

nur mit einer gesteigerten Nachfrage an seniorengerechten Wohnungen zu rechnen, sondern auch mit einem Anstieg an Wohnfläche für die stationäre Pflege (Abbildung).

### 7 Millionen Quadratmeter zusätzlicher Wohnraum in Pflegeimmobilien



Quelle: IW Köln

Wenn die Zahl der stationär Pflegebedürftigen wie unterstellt wächst, und man etwa 15 Quadratmeter Wohnfläche pro Pflegeplatz annimmt, müssten bis zum Jahre 2010 durch Baumaßnahmen 4,7 Millionen Quadratmeter zur Verfügung gestellt werden, um dem wachsenden Pflegebedarf nachzukommen. Bis zum Jahr 2050 wird in der stationären Pflege ein Wohnbedarf von 11 Millionen Quadratmeter benötigt. Das heißt, es müssten gegenüber dem Jahr 2005 etwa 7 Millionen zusätzliche Quadratmeter Wohnfläche für Pflegebedürftige geschaffen werden. Dies ist jedoch nur der Wohnbedarf. Der Flächenbedarf in der Pflege ist erheblich größer. So werden zusätzlich Lageräume für Pflegemittel, Büros und Aufenthaltsräume für das Pflegepersonal, Verwaltung und Haustechnik, Küchen und Aufenthaltsräume für Besucher und Angehörige benötigt.

Die für die Zukunft gesteigerte Nachfrage nach Seniorenwohnungen und Pflegeimmobilien bietet eine Chance für die Immobilienwirtschaft, vom demografischen Wandel zu profitieren. Jedoch sind die Risiken dieser Anlageklasse noch weitestgehend unbekannt. Zum einen handelt es sich um Betreiberimmobilien, so dass im Falle eines wirtschaftlichen Misserfolges mit Mietausfällen zu rechnen ist. Um Standortrisiken möglichst gering zu halten, sollten Pflegeimmobilien in der Nähe von Krankenhäusern und großen Arztpraxen liegen. Des Weiteren ist eine gute Erreichbarkeit durch Zulieferer erforderlich. Der hohe Instandhaltungsbedarf sollte ebenfalls berücksichtigt werden. Diese Risiken können jedoch durch die Mischung mit anderen Immobilien gestreut werden.

Die nächste Ausgabe des IW-Immobilien-Monitors erscheint am 2. Juni 2009