



Institut der deutschen
Wirtschaft Köln

Der Inflationsschutz von Immobilien – Direktanlagen und Immobilienaktien im Vergleich

Dr. Michael Voigtländer, Forschungsstelle Immobilienökonomik

Frankfurt am Main, 29. Januar 2009

Forschungsstelle Immobilienökonomik

- Das Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW Köln) ist das größte private Wirtschaftsforschungsinstitut in Deutschland
- Im Jahr 2005 Gründung der Forschungsstelle Immobilienökonomik mit Hilfe externer Sponsoren
- Ziele:
 - Analyse der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Immobilienmärkte, insbesondere im Zusammenspiel mit den Finanzmärkten
 - Wissenschaftliche Begleitung der zunehmenden Kapitalmarktorientierung der Immobilienmärkte
- Weitere Informationen: www.immobilienoekonomik.de

Inhalt

■ **Hintergrund**

■ Methodische Vorbemerkungen

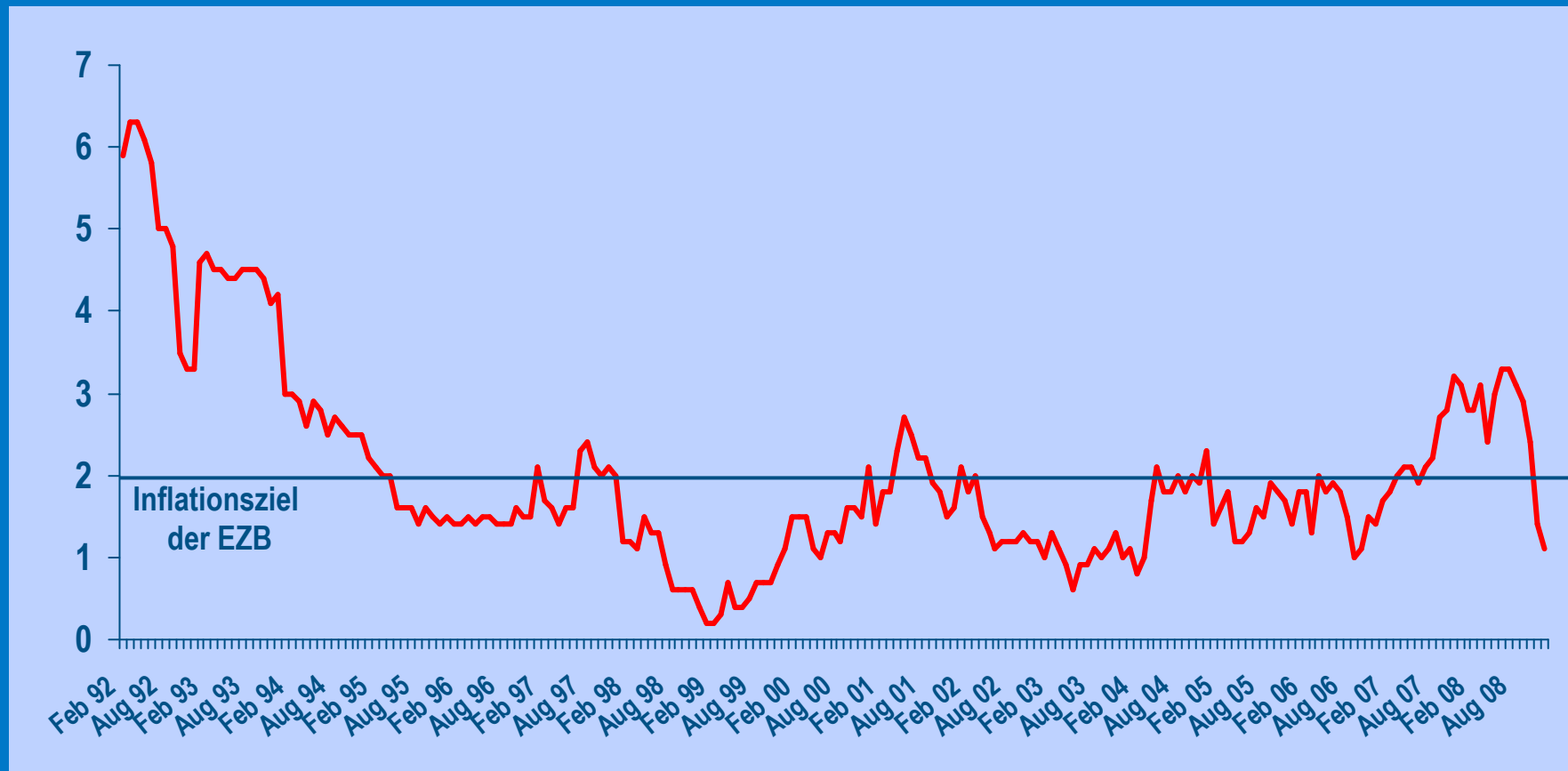
■ Immobilienaktien und Inflation

■ Direktanlagen und Inflation

■ Zur Einordnung der Ergebnisse

Inflation ist wieder ein Thema

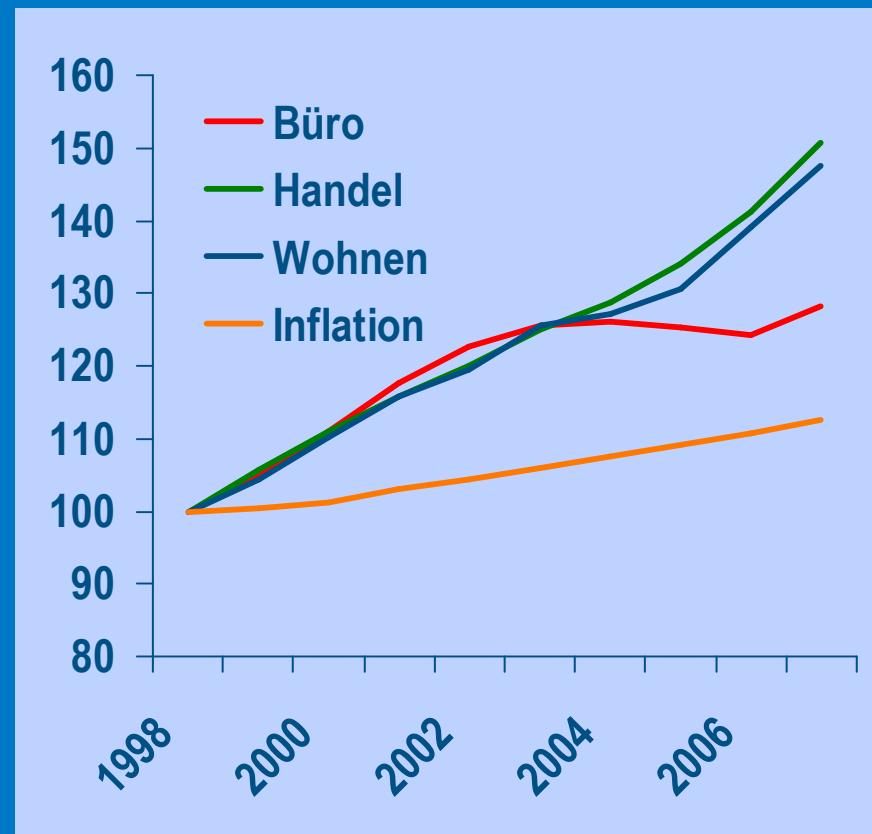
Veränderung des Verbraucherpreisindizes gegenüber dem Vorjahresmonat in Prozent



Quelle: OECD

Immobilien: Betongold?

- Immobilien gelten als eine Anlageklasse, die vor Inflation geschützt ist
 - Mieten sind häufig indexiert
 - Baukosten steigen mit der Inflation
- Empirische Evidenz ist jedoch nicht eindeutig
 - Fama/ Schwert (1981) finden eine negative Korrelation
 - Forschung konzentriert sich auf USA und UK
 - Unterschiedliche Nutzungsklassen werden kaum berücksichtigt



Quelle: IPD, Statistisches Bundesamt

Inflation und Deflation

■ Probleme der Inflation

- Für Sparer/Investoren erhöht sich die Unsicherheit
- Investitionen gehen zurück
- Wirtschaftswachstum geht zurück

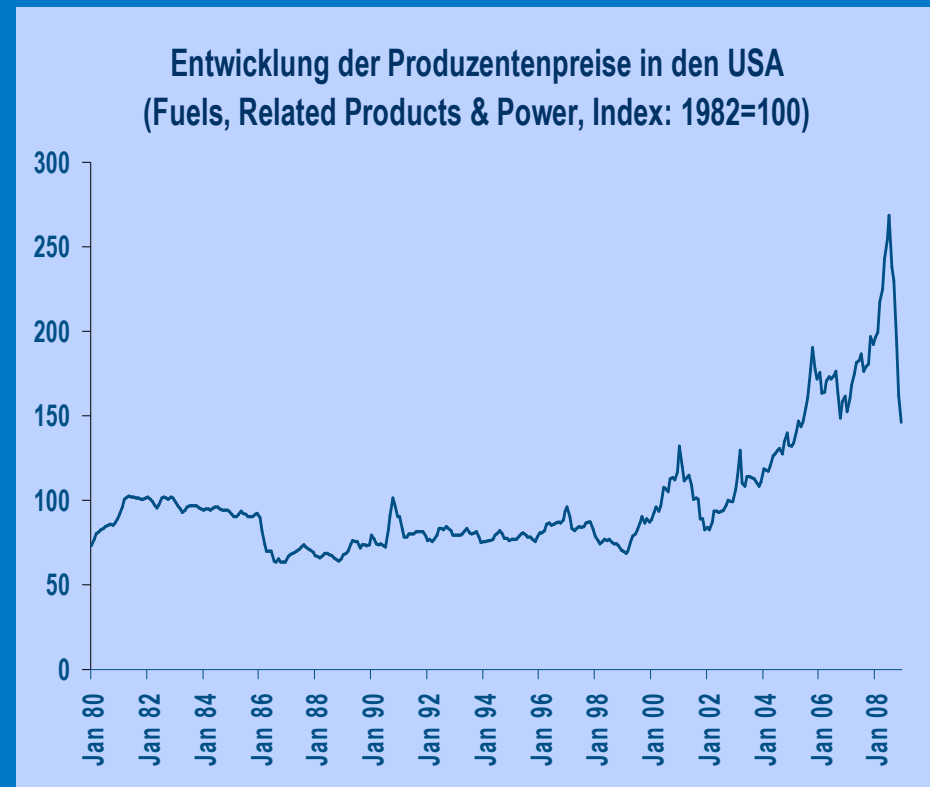
■ Gefahren der Deflation

- Wert von Schulden nimmt zu
- Preise sinken schneller als Löhne
- Es drohen vermehrt Insolvenzen

■ Immobilien können nur relativ gesehen vor Inflation schützen

Ist Inflation noch relevant?

- Nach der Rezession wird Inflation wieder ein Thema, weil
 - ...Rohstoffpreise aufgrund der stärkeren Nachfrage der Schwellenländer anziehen
 - ...höhere Steuern aufgrund der zunehmenden Staatsverschuldung wahrscheinlich sind
 - ...Gewerkschaften auf höhere Lohnabschlüsse drängen werden
 - ...die Geldpolitik sich ihrer konjunkturellen Verantwortung nur schwer entziehen kann



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis

Inhalt

■ Hintergrund

■ **Methodische Vorbemerkungen**

■ Immobilienaktien und Inflation

■ Direktanlagen und Inflation

■ Zur Einordnung der Ergebnisse

Erwartete und unerwartete Inflation

- **Nach der Fisher-Hypothese sollte sich die erwartete Inflation 1:1 in den Renditen niederschlagen**
 - Die Marktakteure passen ihre Zins- und Renditeansprüche an die Inflation an
 - Die erwartete Inflation ergibt sich aus den Inflationsprognosen
- **Darüber hinaus prüfen wir auch die Sensitivität der Renditen auf unerwartete Inflation**
- **Weitere berücksichtigte Variablen**
 - Industrieproduktion
 - 3-Monatszins
 - tatsächliche Inflation

Datenbasis

- Internationales Panel mit Kanada, den USA, Finnland, Frankreich, Deutschland, Irland, den Niederlanden, Schweden und dem Vereinigten Königreich
- Makroökonomische Daten: OECD
- Aktienrenditen (Total Return)
 - Immobilienaktien: EPRA
 - andere Aktien: Dax, Total-Return-S&P-500-Index (USA), Subindizes des FTSE-Total-Return-World-Indexes
- Direktanlagen (Total Return)
 - IPD
 - NCREIF

Inhalt

■ Hintergrund

■ Methodische Vorbemerkungen

■ **Immobilienaktien und Inflation**

■ Direktanlagen und Inflation

■ Zur Einordnung der Ergebnisse

Ergebnisse für Aktien

Regressionskoeffizienten für den Zeitraum Januar 1994 bis Juni 2008

	Immobilienaktienrenditen			Aktienrenditen		
	Ia	Ila	IIla	Ib	IIb	IIIb
Konstante	0,01**	0,01	0,03**	0,00**	-0,00	0,01*
Inflation	-0,02*	-	-0,02*	-0,01**	-	-0,01*
Erwartete Inflation	-	0,05	-	-	0,06	-
Unerwartete Inflation	-	-0,03*	-	-	-0,02**	-
IP-Wachstum	-	-	-0,25	-	-	0,10
3-Monats-Zins	-	-	-0,62**	-	-	-0,05
Bestimmtheitsmaß	0,01	0,01	0,03	0,01	0,01	0,01
Länder	9	9	9	8	8	8
Beobachtungen	1.192	1.192	1.191	1.096	1.088	1.090

Quelle: IW Köln

(Immobilien-)Aktien bieten keinen Inflationsschutz

- **Immobilienaktien können ebenso wenig wie Aktien die Anleger vor Inflation schützen**
- **Dies gilt auch für auf einzelne Nutzungsklassen spezialisierte US-REITs**
 - entsprechende Indizes sind für europäische Aktien nicht verfügbar
 - US-REITs lassen sich kaum durch makroökonomische Faktoren erklären (Diversifikationspotenzial)
- **Insgesamt besitzen die Modelle nur eine geringe Erklärungskraft**
- **Makroökonomische Faktoren werden durch Erwartungen und Unternehmensnachrichten überlagert**
- **Negative Korrelation in Inflation und Renditen deutet auf eine eingetrübte Erwartungsbildung hin**

Inhalt

■ Hintergrund

■ Methodische Vorbemerkungen

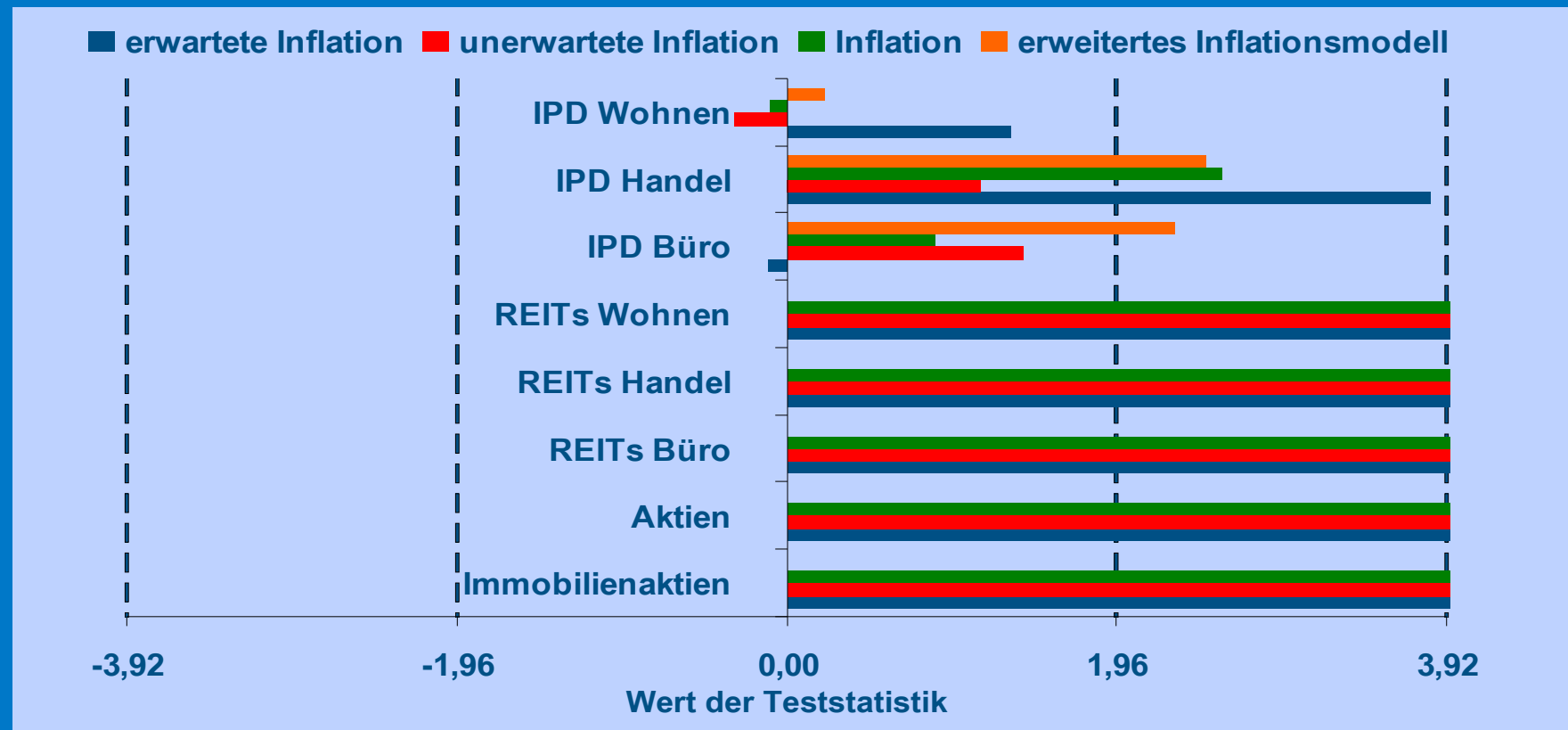
■ Immobilienaktien und Inflation

■ **Direktanlagen und Inflation**

■ Zur Einordnung der Ergebnisse

Direktanlagen bieten differenzierte Ergebnisse

Ergebnisse für die t-Tests mit der Nullhypothese: $\beta_i=1$ für die Koeffizienten in den Modellen I bis III. Die Nullhypothese des perfekten Inflationsschutzes wird verworfen, wenn die Teststatistik größer (kleiner) als der kritische Wert +1,96 (-1,96) ist. Dies entspricht einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 Prozent.



Quelle: IW Köln

Wohnimmobilien bieten den besten Inflationsschutz

- **Wohnimmobilien bieten Schutz vor erwarteter und unerwarteter Inflation**
 - Gerade im Ausland sind Mieten oft indexiert
 - Bei Wohnimmobilien gibt es nur geringe Substitutionsmöglichkeiten
- **Büroimmobilien bieten einen teilweisen Schutz**
 - Ergebnisse sind nicht eindeutig
 - Schlechtere Wirtschaftsaussichten (Inflation) drücken auf die Immobilienrendite
- **Handelsimmobilien können die Anleger nicht schützen**
 - Händler können die erwartete Inflation nicht vollständig auf ihre Kunden überwälzen
 - Bei unerwarteter Inflation steigen jedoch die Mieten

Inhalt

■ Hintergrund

■ Methodische Vorbemerkungen

■ Immobilienaktien und Inflation

■ Direktanlagen und Inflation

■ **Zur Einordnung der Ergebnisse**

Schlussfolgerungen

- **Immobilien können einen gewissen Inflationsschutz bieten**
 - besonders Wohnimmobilien stechen hervor
 - Fonds und Versicherungen sollten Wohnimmobilien wieder stärker beachten
- **Aktien und Immobilienaktien bieten keinen Inflationsschutz**
- **Im Zusammenspiel mit höheren Zinsen und verringertem Wirtschaftswachstum ist der Inflationsschutz jedoch insgesamt zu relativieren**
- **Für Investoren ist insbesondere interessant, wie die verschiedenen Anlageklassen auf Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen reagieren**
- **Hier liegt weiterer Forschungsbedarf vor**



Institut der deutschen
Wirtschaft Köln

Kontakt:

Dr. Michael Voigtländer

Forschungsstelle Immobilienökonomik

Tel.: 0221-4981 741

Email: voigtlaender@iwkoeln.de

www.immobilienoekonomik.de