

DIVERSIFIKATIONSPOTENZIAL VON WOHNIMMOBILIENINVESTMENTS

RENTABILITÄT, STABILITÄT & PORTFOLIOBEITRAG
DEUTSCHER WOHNIMMOBILIEN IM
EUROPÄISCHEN KONTEXT

RESEARCHBERICHT
APRIL 2020



Diversifikationspotenzial von Wohnimmobilieninvestments

Rentabilität, Stabilität und Portfoliobeitrag deutscher Wohnimmobilien im europäischen Kontext

Wohnimmobilien stehen seit vielen Jahren im Fokus privater und institutioneller Investoren. Dabei besteht ein großes Interesse an einer stabilen, gut planbaren und nachhaltigen Kapitalanlage. Seit der Jahrtausendwende stiegen die Immobilienwerte in fast allen europäischen Ländern deutlich. Die Unterlegung durch realwirtschaftliche Faktoren wie Mieten, Einkommen, Wirtschaftskraft und Neubaukosten ist im Ländervergleich sehr unterschiedlich gegeben. Daraus ergibt sich für Investoren ein erhebliches Diversifizierungspotenzial, sodass sie Rendite- und Risiko-Profile den eigenen Anforderungen gemäß anpassen können.

Dabei ist eine relative Bewertung der Immobilienwerte im Vergleich zum volkswirtschaftlichen und marktbezogenen Umfeld wichtig. Investoren, Banken und Analysten können über geeignete Bezugsgrößen auf weitere (Aufhol-)Potenziale oder mögliche Preisblasen schließen. Risikoärmere Standorte können somit gezielt ausgewählt und optimal mit Standorten mit höheren Renditechancen kombiniert werden. Diese Studie analysiert dazu die Preisentwicklung in 14 europäischen Ländern sowie den Beitrag deutscher Wohnimmobilien für international ausgerichtete Portfolios.





Inhalt

| | |
|---|----|
| 01 Wertentwicklung deutscher Wohnimmobilien im europäischen Vergleich..... | 4 |
| 02 Begründung der Wertentwicklung durch das wirtschaftliche und sozioökonomische Marktumfeld..... | 7 |
| Immobilienwerte vs. Mietpreise | 7 |
| Immobilienwerte vs. Einkommen..... | 10 |
| Immobilienwerte vs. Wirtschaftskraft..... | 13 |
| Immobilienwerte vs. Baukosten..... | 16 |
| 03 Potenzieller Beitrag des deutschen Wohnimmobilienmarktes in internationalen Portfolios..... | 19 |
| Marktbewertung anhand von Wachstumsvergleichen | 19 |
| Marktbewertung anhand von Rankings | 23 |
| Marktbewertung anhand des Beitrags zur Portfoliooptimierung..... | 25 |
| Weiteres Diversifikationspotenzial innerhalb der polyzentrischen Struktur Deutschlands..... | 27 |
| 04 Fazit..... | 30 |

1. Wertentwicklung deutscher Wohnimmobilien im europäischen Vergleich

Bei Immobilieninvestitionen besteht ein großes Interesse an einer stabilen, gut planbaren und nachhaltigen Kapitalanlage mit regelmäßigem Cashflow. Märkte mit kontinuierlich steigenden bzw. zumindest langfristig stabilen Immobilienwerten und -erträgen sind somit attraktiv. Häufig steht in diesem Sinne der deutsche Wohnimmobilienmarkt im Fokus internationaler Investoren. Zusätzlich gibt es in zahlreichen Segmenten des Wohnungs- und Häusermarktes (insbesondere stadtnahe Einfamilienhäuser, städtische Eigentumswohnungen) erhebliche Nachfrage durch inländische Selbstnutzer. Grund sind steigende Einkommen und sinkende Zinsen, wodurch private Käufer zunehmend auch höhere Kaufpreise akzeptieren. Vor allem in den gefragten Ballungsräumen hat sich das Preisniveau deutscher Wohnimmobilien deutlich erhöht. Zur Einschätzung der Wertentwicklung deutscher Wohnimmobilien müssen diese mit Benchmarks verglichen werden. Nahe liegend sind europäische Nachbarländer mit ähnlichen politischen, geografischen und sozioökonomischen Strukturen. Darüber hinaus können weitere internationale Märkte mit geringerer Ähnlichkeit und/oder ökonomischer Vernetzung die relative Bewertung unterstützen und Investitionsalternativen aufzeigen. In dieser Studie werden 14 ausge-

wählte europäische Märkte verglichen. Neben Deutschland sind dies Großbritannien, Frankreich, Italien, Spanien, Polen, die Niederlande, Belgien, Griechenland, Tschechien, Polen, Schweden, Ungarn und Österreich. Weitere, i. d. R. kleinere europäische Investitionsstandorte wurden aus Gründen der Übersichtlichkeit vernachlässigt. Die Entwicklung der Immobilienpreise wird über den jeweiligen Hauspreisindex von Eurostat abgebildet (Zeitreihe seit 2000, für Ungarn und Polen verkürzt). Die landesbezogenen Wertentwicklungen von Wohnimmobilien zeigen mehr oder weniger starke Schwankungen. Dabei verläuft die Entwicklung der europäischen Märkte keinesfalls gleichförmig. So zeigt Schweden einen fast durchgängigen Anstieg des Hauspreisindex (Ausnahme 2018) bis zum mit 336,7 höchsten Indexstand (Basisjahr 2000 = 100). Ein ähnlich stabiles Wachstum zeigen Österreich (mit nur einem leichten Rückgang 2004) sowie Belgien (zwei Rückgänge im Zeitraum). Dagegen gibt es mit Griechenland und Italien auch Länder mit häufigen Preisrückgängen (9 bzw. 7 Jahre). In Deutschland entwickelte sich der Index zu Beginn des Jahrtausends sehr verhalten. Noch 2010 lag der Index fast unverändert auf dem Basisniveau von 2000. Seitdem stiegen die Immobilienwerte in Deutschland jedoch deutlich um rund 50 %.

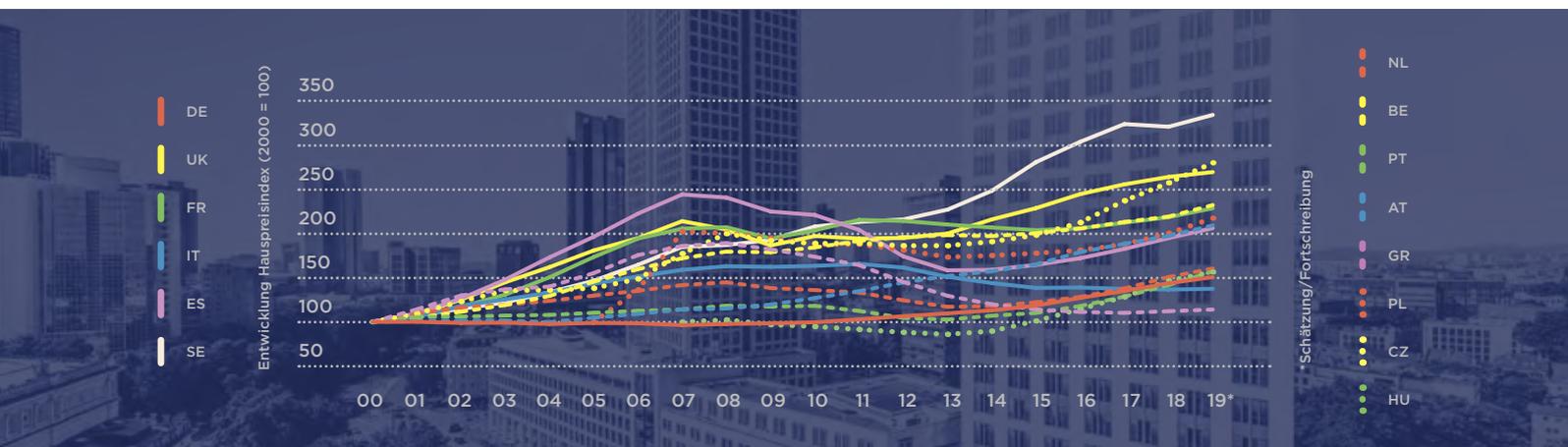


Abb. 1: Entwicklung Hauspreisindex (unbereinigt, 2000 = 100); Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Für die einzelnen Märkte ergeben sich somit sehr unterschiedliche Preissteigerungsraten und Volatilitätskennzahlen (Standardabweichung der Wachstumsraten). Aus Sicht der vergangenen fünf Jahre liegen die jährlichen Wachstumsraten im Durchschnitt bei +5,0 % - mit einer Bandbreite von -1,0 % (Griechenland) bis +12,0 % (Ungarn). Seit 2000 betrug das mittlere Wachstum 3,8 % p. a.. Dabei lag Schweden mit +6,7 % p. a. vorn, während sich Immobilien in Griechenland im Mittel jährlich nur um 1,0 % verteuerten.

Deutschland präsentiert sich im Gesamtvergleich der langfristigen Wertentwicklungen seit 2000 als stabil, jedoch mit unterdurchschnittlichem Anstieg. Kurzfristig (über 5 Jahre) und mittelfristig (über 10 Jahre) liegen die jährlichen Wachstumsraten über dem Mittelwert der 14 Länder. Die Volatilitätskennzahlen sind über alle drei Zeiträume betrachten im unteren Bereich der Bandbreite aller Länder.

Ein weiteres stabiles Land bezogen auf die Wertentwicklung ist Österreich (in zwei Zeiträumen geringste Volatilität). Gleichzeitig ist die Wertentwicklung durchaus attraktiv (höchste im Zehnjahreszeitraum). Dagegen zeigt sich Schweden in der kurzen Frist mit einer Standardabweichung von 4,6 Prozentpunkten als sehr volatil, kann jedoch fast durchgängig mit teils sehr hohen Zuwächsen aufwarten (seit 2000 durchschnittlich 6,7 % p. a., einziger Rückgang 2018 mit -0,9 %). Die schwächste Wertentwicklung und zugleich eine sehr hohe Volatilität zeigt Griechenland. Seit der Jahrtausendwende haben sich die Immobilienwerte durchschnittlich um 1,0 % p. a. erhöht. Dies ist vor allem der langen Negativentwicklung seit 2009 geschuldet, erst in den vergangenen beiden Jahren ist eine gewisse Stabilisierung der Werte zu bemerken. Eine Übersicht der Wachstumsraten und Volatilität zeigt Abb. 2.

| LAND | ENTWICKLUNG 5 JAHRE | | ENTWICKLUNG 10 JAHRE | | ENTWICKLUNG SEIT 2000 | |
|------|---------------------|-------------|----------------------|-------------|-----------------------|-------------|
| | Wachstum p. a. | Volatilität | Wachstum p. a. | Volatilität | Wachstum p. a. | Volatilität |
| DE | 6,0 % | 1,1 %-P. | 4,4 % | 1,8 %-P. | 2,2 % | 2,8 %-P. |
| UK | 4,6 % | 1,8 %-P. | 3,8 % | 2,9 %-P. | 5,6 % | 6,3 %-P. |
| FR | 2,0 % | 2,1 %-P. | 1,7 % | 2,8 %-P. | 4,6 % | 5,9 %-P. |
| IT | -0,9 % | 1,6 %-P. | -1,6 % | 2,5 %-P. | 1,8 % | 4,6 %-P. |
| ES | 5,4 % | 1,1 %-P. | -0,6 % | 7,2 %-P. | 4,3 % | 9,1 %-P. |
| PL | 4,5 % | 2,7 %-P. | 1,2 % | 4,1 %-P. | | |
| NL | 6,4 % | 2,0 %-P. | 1,6 % | 5,4 %-P. | 2,7 % | 4,7 %-P. |
| BE | 3,4 % | 1,4 %-P. | 2,7 % | 1,7 %-P. | 4,6 % | 3,4 %-P. |
| GR | -1,0 % | 2,6 %-P. | -4,5 % | 4,4 %-P. | 1,0 % | 7,8 %-P. |
| CZ | 8,0 % | 2,5 %-P. | 4,0 % | 4,6 %-P. | 5,8 % | 6,1 %-P. |
| PT | 8,1 % | 2,8 %-P. | 3,2 % | 6,0 %-P. | 2,5 % | 4,6 %-P. |
| SE | 6,2 % | 4,6 %-P. | 5,8 % | 4,0 %-P. | 6,7 % | 3,9 %-P. |
| HU | 12,0 % | 2,7 %-P. | 5,2 % | 7,3 %-P. | | |
| AT | 5,9 % | 1,4 %-P. | 5,8 % | 1,3 %-P. | 4,0 % | 2,6 %-P. |
| Min. | -1,0 % | 1,1 %-P. | -4,5 % | 1,3 %-P. | 1,0 % | 2,6 %-P. |
| MW | 5,0 % | 2,2 %-P. | 2,3 % | 4,0 %-P. | 3,8 % | 5,2 %-P. |
| Max. | 12,0 % | 4,6 %-P. | 5,8 % | 7,3 %-P. | 6,7 % | 9,1 %-P. |

Abb. 2: Entwicklung Hauspreisindex (unbereinigt); Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Aus Sicht eines europaweit investierten Portfolios schwankt die Wertentwicklung über die Jahre erheblich. Gleichzeitig führt eine breite Streuung (Annahme: 14 Märkte zu gleichen Anteilen) zu einer deutlichen Stabilisierung im Vergleich zum Ergebnis einzelner Märkte (Abb. 3). Ursache ist die hohe Bandbreite der Wertentwicklung (Abstand zwischen Maximal- und Minimalwert in einem Jahr). Diese lag in keinem Jahr unter zehn Prozentpunkten (geringste Ausprägung: 10,2 Prozentpunkte in 2019). Der Extremwert war mit knapp 51 Prozentpunkten im Jahr 2007 erreicht, was sich rechnerisch aus dem stark aufwertenden Polen und der Negativentwick-

lung in Deutschland ergab. Während in den vergangenen Jahren zumeist Ungarn für den oberen Wert der Bandbreite verantwortlich war, konnten in den Jahren vor 2015 zumeist Schweden oder Österreich die höchsten Wachstumsraten erreichen. Dagegen ergaben sich die Minimalwerte oft in den von der Eurokrise stark betroffenen Ländern Spanien, Italien und Griechenland. 2008 und 2009 war Großbritannien das Schlusslicht. Der deutsche Markt ist in diesem Sinne relativ unauffällig. Seine Wertentwicklung liegt zumeist nahe oder etwas über dem Durchschnitt der in dieser Studie untersuchten 14 europäischen Länder.



Abb. 3: Entwicklung Hauspreisindex (unbereinigt), Wachstum zum Vorjahr, jeweils Minimum, Maximum, Mittelwert, Deutschland; Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Da sich die Wertentwicklungen einzelner Länder im Zeitverlauf offensichtlich ändern, sind für die Anlagestrategie von Investoren keine stabilen Rendite-Risiko-Profile zu identifizieren bzw. als nachhaltig zu empfehlen. Auch zuvor viele Jahre wachstumsstarke Länder können sich später unterdurchschnittlich entwickeln. Grundsätzlich ist jedoch aufgrund der recht heterogenen Märkte ein höheres Diversifikationspotenzial durch Kombination von Ländern oder von Teilmärkten innerhalb eines Landes anzunehmen (Näheres dazu im 3. Abschnitt). Häufig werden bei der Marktauswahl taktische Überlegungen, insbesondere die Frage

nach Über- bzw. Unterbewertungen eine Rolle spielen. Entsprechende Aussagen ergeben sich nicht nur aus dem entsprechenden Wachstumsvergleich in der Rückschau. Wertentwicklungen entstehen nicht autark. Sie sind vielmehr von diversen Marktparametern und vorgelagerten Faktoren abhängig. Interessant ist also ein Vergleich mit weiteren Kennzahlen, z. B. der vorgelagerten (sozio-) ökonomischen Ebene. Zur Erklärung der Wertentwicklung sowie zur Bewertung des erreichten Niveaus werden nachfolgend Parameter wie Mieten, Pro-Kopf-Einkommen, Wirtschaftskraft und Baukosten genutzt.

2. Begründung der Wertentwicklung durch das wirtschaftliche und sozioökonomische Marktumfeld

Die Wertentwicklung von Immobilien ist zu großen Teilen ein Resultat volkswirtschaftlicher und sozioökonomischer Entwicklungen. Dabei wirken investitionsbezogene Faktoren wie Anlagebedarf, Kapitalströme und Zinsentwicklung mehr oder weniger weltweit, also marktübergreifend. Sie können spezifische regionale und landesbezogene Entwicklungen nur bedingt begründen bzw. unterscheiden. Dagegen sind Einflussfaktoren wie Mietpreise, Einkommen, Wirtschaftskraft und Baukosten in ihrer Höhe und Entwicklung durchaus spezifisch für den jeweiligen Markt zu sehen. Sie können dementsprechend mit der Entwicklung der jeweiligen Immobilienmärkte verglichen werden. Inhaltliche Zusammenhänge und statistische Korrelationen dienen der Erklärung, der Risikobewertung und der Prognose von Wertentwicklungen. Beispielsweise führen steigende Wohnungsmieten zu höheren Ertragswerten. Die Wohnungsmieten wiederum werden von den Einkommen der Zielgruppe und diese von der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung getrieben. In Bewertungs- und Entscheidungssystemen sollten diese vorgelagerten Faktoren berücksichtigt werden. Deren Entwicklung – in absoluter Höhe oder relativ zur Wertentwicklung – kann Marktpotenziale aufdecken und entsprechende Investitionsalternativen unterscheiden. Einige Zusammenhänge werden im Folgenden untersucht.

Immobilienwerte vs. Mietpreise

Naheliegender ist der Zusammenhang von Immobilienwerten und den jeweiligen Mieten in einem Markt. Auch wenn der hier zugrundeliegende Index der Entwicklung von Hauspreisen eine marktweite Erhebung sowohl für vermietete als auch für eigengenutzte Immobilien ist, so sind die Mieten dennoch ein allgemeingültiger Einflussfaktor. Bei Mietwohnungen ergibt sich der Einfluss der Mietpreisentwicklung auf die Immobilienwerte über die Steigerung individueller Erträge

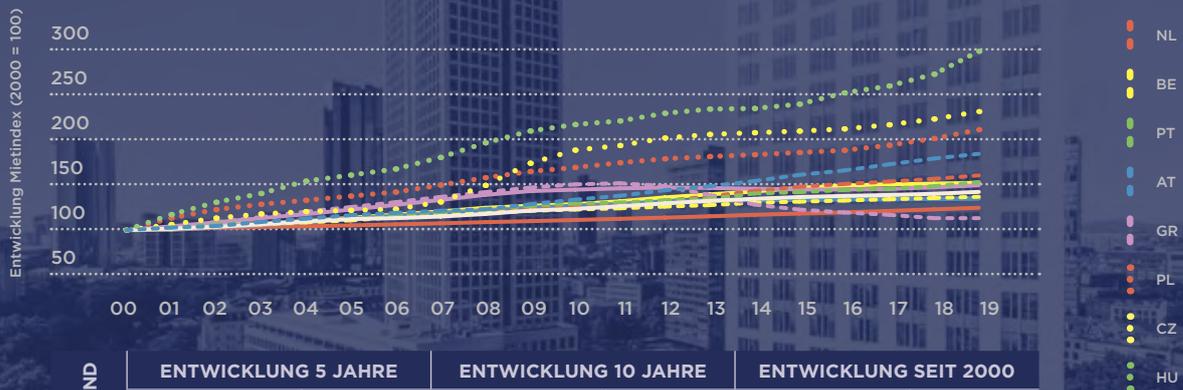
(ggf. zeitverzögert nach Mieterhöhung oder Neuvermietung) und die entsprechenden Ertragswerte (wesentlicher Parameter im Bewertungsverfahren neben Diskontierungszins). Bei Eigennutzung ist der Effekt eher mittelbar zu sehen, gleichwohl vorhanden. Eigengenutzte Immobilien könnten potenziell auch vermietet werden, womit über die jeweiligen Mietansätze ebenfalls ein Ertragswert berechnet werden kann. Zudem verstärken steigende Mieten bei bisherigen Mietern den Wunsch nach Wohneigentum, woraus sich eine höhere Käufernachfrage ergibt, die Preissteigerungen am Wohnungsmarkt induziert. Grundsätzlich ist bei der Analyse von Wertentwicklungen also der im gleichen Markt angesiedelte Mietpreisindex interessant. Entsprechende Indizes auf Landesebene werden für alle 14 hier betrachteten europäischen Märkte durch die OECD bereitgestellt.

Im Ländervergleich fällt auf, dass sich die Mietpreise deutlich unterschiedlich entwickelt haben (Abb. 4). Dies kann zum einen auf Basiseffekte, also anfangs sehr niedrige Mieten, zurückzuführen sein. Eine entsprechende Konstellation ist in Ungarn zu vermuten, wo der Index seit dem Jahrtausendbeginn um 200 % und in den vergangenen zehn Jahren um 42 % zulegte. Im selben Zeitraum gab es in Deutschland nur einen Anstieg um 26 % bzw. 14 %. Ebenfalls ist zu sehen, dass die Entwicklung der europäischen Märkte keinesfalls parallel erfolgt. Dies gilt nicht nur für die Wachstumsrate an sich, teils gibt es auch eine landesspezifische Dynamik in einzelnen Phasen. So sind die Mieten in Griechenland seit 2011 kontinuierlich gesunken. In Tschechien und Polen sind dagegen deutliche Aufhol-effekte zu erkennen, die später in ein eher durchschnittliches Wachstum übergingen. In vielen Ländern stiegen die Mietpreise seit 2000 kontinuierlich. Nur in vier Märkten (Frankreich, Italien, Spanien und Griechenland) gab es auch Jahre mit Rückgängen, wobei Griechenland mit seiner Negativentwicklung seit 2011 besonders heraussticht.

Bei der Marktauswahl und der Allokation

von Investitionen auf bestimmte Zielmärkte schaut man häufig auf den erreichten Indexstand und das dahinterstehende Mietpreiswachstum. Interessant ist darüber hinaus die Stabilität der Marktentwicklung. Eine relative Sicherheit für Investitionen und deren Ertragsplanung ist in Märkten gegeben, in denen die Wachstumsrate der Mieten im Zeitverlauf wenig schwankt. In Deutschland lag dieser Anstieg über mehrere Vergleichsperioden (5 Jahre, 10 Jahre, seit 2000) recht konstant bei ca. 1,3 % pro Jahr. Dagegen zeigt Frankreich (ebenso Italien) unterschiedliche

Anstiege über die genannten Perioden von durchschnittlich 0,3 %, 0,8 % und 1,6 %, was für ein verlangsames Wachstum spricht. Schwankungen im Zeitverlauf lassen sich über Volatilitätskennzahlen quantifizieren. Grundsätzlich suchen Investoren Märkte, die ihnen bei einer bestimmten Rendite eine möglichst geringe Volatilität versprechen. Geringe Volatilitäten von zumeist unter 1 % bieten neben Deutschland beispielsweise die Niederlande, Belgien und Österreich. Die Tabelle (Abb. 4) zeigt eine Übersicht zu allen drei Untersuchungszeiträumen.



| LAND | ENTWICKLUNG 5 JAHRE | | ENTWICKLUNG 10 JAHRE | | ENTWICKLUNG SEIT 2000 | |
|-------------|---------------------|-----------------|----------------------|-----------------|-----------------------|-----------------|
| | Wachstum p. a. | Volatilität | Wachstum p. a. | Volatilität | Wachstum p. a. | Volatilität |
| DE | 1,3 % | 0,1 %-P. | 1,3 % | 0,1 %-P. | 1,2 % | 0,2 %-P. |
| UK | 1,3 % | 0,9 %-P. | 1,9 % | 0,9 %-P. | 2,3 % | 0,9 %-P. |
| FR | 0,3 % | 0,3 %-P. | 0,8 % | 0,6 %-P. | 1,6 % | 1,2 %-P. |
| IT | 0,3 % | 0,1 %-P. | 0,8 % | 0,8 %-P. | 1,6 % | 1,1 %-P. |
| ES | 0,5 % | 0,8 %-P. | 0,4 % | 0,7 %-P. | 2,2 % | 1,9 %-P. |
| PL | 2,9 % | 1,4 %-P. | 2,5 % | 1,2 %-P. | 4,1 % | 2,8 %-P. |
| NL | 2,3 % | 0,5 %-P. | 2,6 % | 0,9 %-P. | 2,6 % | 0,7 %-P. |
| BE | 1,0 % | 0,1 %-P. | 1,2 % | 0,3 %-P. | 1,7 % | 0,6 %-P. |
| GR | -2,5 % | 1,5 %-P. | -2,6 % | 3,0 %-P. | 0,8 % | 4,2 %-P. |
| CZ | 2,2 % | 1,1 %-P. | 2,9 % | 2,1 %-P. | 4,6 % | 4,3 %-P. |
| PT | 1,8 % | 0,8 %-P. | 2,0 % | 1,0 %-P. | 2,3 % | 0,9 %-P. |
| SE | 1,1 % | 0,3 %-P. | 1,6 % | 0,6 %-P. | 1,9 % | 0,7 %-P. |
| HU | 4,9 % | 2,5 %-P. | 3,6 % | 2,4 %-P. | 6,0 % | 4,0 %-P. |
| AT | 3,7 % | 0,6 %-P. | 3,7 % | 0,5 %-P. | 3,3 % | 1,0 %-P. |
| Min. | -2,5 % | 0,1 %-P. | -2,6 % | 0,1 %-P. | 0,8 % | 0,2 %-P. |
| MW | 1,5 % | 0,8 %-P. | 1,6 % | 1,1 %-P. | 2,6 % | 1,7 %-P. |
| Max. | 4,9 % | 2,5 %-P. | 3,7 % | 3,0 %-P. | 6,0 % | 4,3 %-P. |

Abb. 4: Entwicklung Mietenindex (saisonbereinigt, 2000 = 100); Quelle: OECD; eigene Berechnung und Darstellung.

Eine geringe Schwankung von Mietpreisen ist somit vor allem in stabilen Volkswirtschaften gegeben. Dort ergeben sich Mietentwicklungen in etwa auf dem Niveau der allgemeinen Preissteigerung und weisen im Zeitverlauf kaum größere Abweichungen auf (typisch für Deutschland, siehe Abb. 5). Andere Länder können deutlich von dieser gleichmäßigen Entwicklung abweichen, womit sich insgesamt für die Gruppe der betrachteten 14 Märkte in Europa eine größere Bandbreite ergibt. Bei den gezeigten Extremwerten (Min., Max.) fallen beispielsweise die besonderen

Entwicklungen in Griechenland (Krise) oder Ungarn (starkes nominales Wachstum) auf. Auch wenn diese Extremwerte durch Sondereffekte erklärbar und in ihrer Höhe keinesfalls nachhaltig sind, so spielen sie gleichwohl für die Bewertung und das Portfoliomanagement eine Rolle. Eine Strategie zur Risikominimierung kann die Verteilung der Investitionen über alle Märkte sein. Damit läge die jährliche Mietsteigerung (Mittelwert des gleich verteilten Portfolios) ungefähr auf dem Niveau von Deutschland (Abb. 5).



Abb. 5: Entwicklung Mietenindex (saisonbereinigt), Wachstum zum Vorjahr, jeweils Minimum, Maximum, Mittelwert, Deutschland;
Quelle: OECD; eigene Berechnung und Darstellung.

Im Vergleich der Entwicklung von Werten und Mieten von Wohnimmobilien zeigt sich ein deutlicher Zusammenhang. So führen konjunkturbedingte oder sozioökonomisch begründete Mietpreistrückgänge zu Wertverlusten, was das Beispiel Griechenland über verschiedene Zeiträume recht gut zeigt. In stabilen europäischen Märkten wie Deutschland, Großbritannien, Schweden und Österreich stiegen die Mieten kontinuierlich und die entsprechenden Werte ebenso (je nach Markt und Länge der Rückschau über- oder unterproportional). Schwankungen sind insbesondere in kleineren Märkten auffällig. In Ungarn etwa lag der Wertgewinn in der kurzen Frist weit über dem Mietenanstieg (75 % zu 27 %). Grundsätzlich kann eine

weit vorausseilende, nicht durch die Mietenentwicklung (oder andere Indikatoren) unterlegte Wertentwicklung auf Risiken, etwa spekulative Blasen, hindeuten. Andererseits können hohe Mietsteigerungen, die noch nicht in den Immobilienwerten abgebildet sind (bzw. Wertrückgänge bei weitgehend konstanten Mieten), bestimmte Marktchancen aufzeigen. Selbstverständlich gilt dies nur, wenn andere Einflussfaktoren (insbesondere Bewertungsrenditen) diesen Zusammenhang zwischen Werten und Mieten nicht überlagern. Im Mittel sind die Märkte – gerade durch diesen übergreifenden Effekt der Yield-Compression – in der Wertentwicklung deutlich über der Mietenentwicklung. Dies gilt in allen drei betrachteten Perioden. Vor allem in der

kurzfristigen Betrachtung ist ein erheblicher Unterschied in der Dynamik beider Größen erkennbar, die deutlich zugunsten der Immobilienwerte ausfällt. Beachtlich ist Schweden, wo der Hauspreisindex seit 2000 um über 220 % stieg – bei einem absoluten Wachstum der Mieten von lediglich 41 %. Nur in den sich in den vergangenen Jahren vergleichsweise schwach entwickelnden Volkswirtschaften Italien, Spanien und Griechenland liegt die

Wertentwicklung in manchen Vergleichszeiträumen unterhalb der Mietenentwicklung, was durch diverse, teils parallel wirkende Faktoren wie das ehemalige Preisniveau, eine Überbauung, die einbrechende Nachfrage und Finanzierungsprobleme erklärbar ist. Eine Übersicht der absoluten Wachstumsraten und die Differenz zwischen Wert- und Mietenentwicklung zeigt Abb. 6.

| LAND | ENTWICKLUNG 5 JAHRE | | | ENTWICKLUNG 10 JAHRE | | | ENTWICKLUNG SEIT 2000 | | |
|-------------|---------------------|----------------|------------------|----------------------|----------------|-------------------|-----------------------|----------------|-------------------|
| | Werte | Mieten | Differenz | Werte | Mieten | Differenz | Werte | Mieten | Differenz |
| DE | 33,6 % | 6,8 % | 26,8 %-P. | 53,7 % | 13,9 % | 39,8 %-P. | 51,2 % | 25,6 % | 25,6 %-P. |
| UK | 24,9 % | 6,9 % | 18,1 %-P. | 44,8 % | 20,4 % | 24,5 %-P. | 165,8 % | 52,4 % | 113,3 %-P. |
| FR | 10,5 % | 1,3 % | 9,2 %-P. | 17,7 % | 8,6 % | 9,1 %-P. | 119,8 % | 35,6 % | 84,2 %-P. |
| IT | -4,5 % | 1,3 % | -5,8 %-P. | -15,3 % | 8,3 % | -23,6 %-P. | 37,0 % | 35,4 % | 1,5 %-P. |
| ES | 30,0 % | 2,6 % | 27,3 %-P. | -8,4 % | 4,5 % | -12,9 %-P. | 95,8 % | 48,4 % | 47,5 %-P. |
| PL | 24,3 % | 15,2 % | 9,1 %-P. | 11,6 % | 28,3 % | -16,7 %-P. | | | |
| NL | 36,3 % | 12,1 % | 24,2 %-P. | 16,1 % | 29,3 % | -13,2 %-P. | 51,3 % | 57,8 % | -6,4 %-P. |
| BE | 17,9 % | 5,2 % | 12,7 %-P. | 30,1 % | 13,1 % | 17,0 %-P. | 120,4 % | 36,5 % | 84,0 %-P. |
| GR | -5,0 % | -11,9 % | 6,9 %-P. | -37,6 % | -23,3 % | -14,3 %-P. | 12,2 % | 13,5 % | -1,3 %-P. |
| CZ | 47,1 % | 11,3 % | 35,7 %-P. | 46,0 % | 33,1 % | 12,9 %-P. | 159,1 % | 124,3 % | 34,8 %-P. |
| PT | 47,4 % | 9,1 % | 38,3 %-P. | 34,3 % | 21,3 % | 13,0 %-P. | 42,2 % | 49,6 % | -7,4 %-P. |
| SE | 34,8 % | 5,8 % | 29,0 %-P. | 73,8 % | 17,4 % | 56,4 %-P. | 223,2 % | 41,1 % | 182,1 %-P. |
| HU | 75,7 % | 27,0 % | 48,7 %-P. | 61,9 % | 42,3 % | 19,7 %-P. | | | |
| AT | 33,2 % | 19,7 % | 13,5 %-P. | 75,5 % | 43,8 % | 31,7 %-P. | 98,2 % | 80,4 % | 17,9 %-P. |
| Min. | -5,0 % | -11,9 % | -5,8 %-P. | -37,6 % | -23,3 % | -23,6 %-P. | 12,2 % | 13,5 % | -7,4 %-P. |
| MW | 29,0 % | 8,0 % | 21,0 %-P. | 28,9 % | 18,6 % | 10,2 %-P. | 98,0 % | 50,0 % | 48,0 %-P. |
| Max. | 75,7 % | 27,0 % | 48,7 %-P. | 75,5 % | 43,8 % | 56,4 %-P. | 223,2 % | 124,3 % | 182,1 %-P. |

Abb. 6: Entwicklung Häuserpreisindex (unbereinigt) und Mietenindex (saisonbereinigt), Vergleich über verschiedene Zeiträume; Quellen: Eurostat, OECD; eigene Berechnung und Darstellung.

Immobilienwerte vs. Einkommen

Eine sozioökonomische Größe, die der Erklärung von Preissteigerungen am Immobilienmarkt dient sowie diese fundamental unterlegen kann, ist das verfügbare Pro-Kopf-Einkommen der Haushalte. Aufholeffekte führten hierbei zu hohen Wachstumsraten

in den osteuropäischen Transformationsökonomien Polen, Ungarn und Tschechien. Polen und Tschechien sind zudem die einzigen Länder der Untersuchungsgruppe, die durchweg Einkommenszuwächse zeigen. Schweden und Deutschland konnten seit 2000 um nahezu 60 % zulegen. Auffällig ist die Entwicklung in Griechenland. Mit starken

Zuwächsen in den ersten Jahren nach der Jahrtausendwende übertraf der Index 2008 alle anderen betrachteten Länder. Der folgende wirtschaftliche Einbruch führte auch zu enormen Einkommensverlusten (bis 2013 um fast 40 Indexpunkte). Seither wuchsen die verfügbaren Pro-Kopf-Einkommen wieder moderat. Die beschriebenen Entwicklungen führen zu einer hohen Volatilität der Einkommen in Griechenland, ferner sind die Schwankungen auch in Großbritannien, Ungarn und Spanien eher hoch. Deutschland zeigt sowohl in der

kurzfristigen Analyse als auch in der Betrachtung seit 2000 die jeweils geringste Volatilität und liegt zugleich in allen drei Perioden mit den Zuwachsraten über dem Mittel aller 14 Länder. Wachstumsführer in den einzelnen Perioden sind Polen (über 10 Jahre und seit 2000) und Tschechien (über 5 Jahre). In der kurzen Frist zeigen auch Spanien und Portugal mit einem durchschnittlichen Einkommenszuwachs pro Jahr von 2,8 bzw. 2,6 % eine deutliche Aufwärtsdynamik.

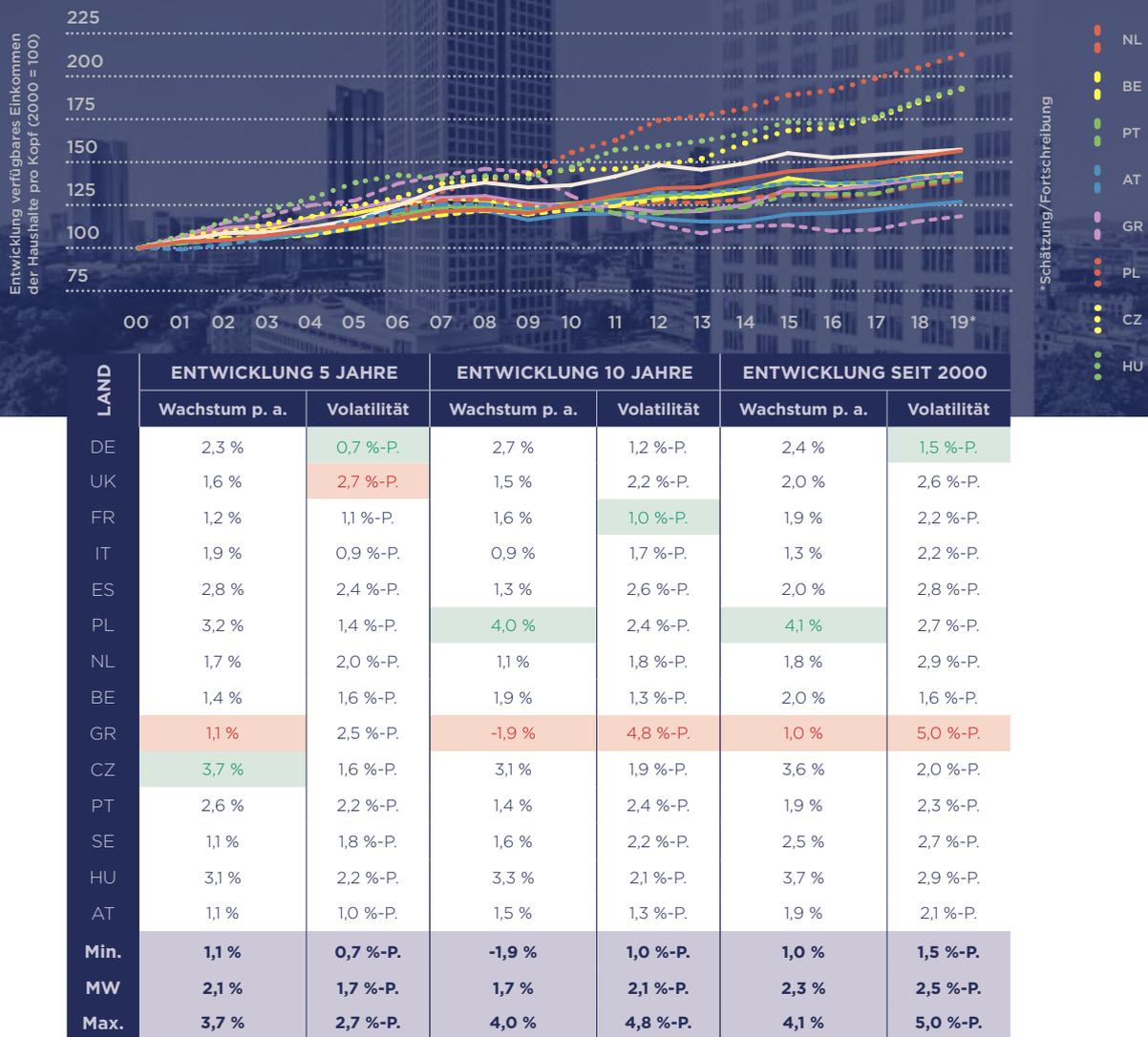


Abb. 7: Entwicklung Verfügbares Pro-Kopf-Einkommen der Haushalte (in KKS, 2000 = 100);
Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Auch die Einkommensentwicklung unterliegt einer gewissen Bandbreite, sowohl zwischen den Ländern als auch zwischen den Jahren (Abb. 8). Die größte Spannweite zwischen Maximum und Minimum ergibt sich im Jahr 2010 durch das starke Einkommenswachstum in Polen (+9,4 %) bei gleichzeitig fallendem Pro-Kopf-Einkommen in Griechenland (-9,8 %). Deutschland präsentiert sich seit 2010 meist überdurchschnittlich. Zu bemerken ist eine

tendenzielle Verengung der Bandbreite in den vergangenen Jahren. Die Pro-Kopf-Einkommensentwicklungen zeigen in diesem Sinne eine Angleichung bzw. eine nachlassende Dynamik (geringe Volatilität, vergleichsweise geringe Maximalwerte). Wohnimmobilienportfolios (auch unterschiedlicher Marktgewichtung) gewinnen ausgehend von diesem grundsätzlichen Unterstützungsfaktor tendenziell an Sicherheit.



Abb. 8: Entwicklung Verfügbares Pro-Kopf-Einkommen der Haushalte (in KKS), Wachstum zum Vorjahr, jeweils Minimum, Maximum, Mittelwert, Deutschland; Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Im Vergleich ist ein deutlicher Vorsprung der Wertentwicklung vor der Einkommensentwicklung über alle Perioden zu erkennen. Eine fundamentale Begründung der Wertentwicklungen allein über die Wachstumsraten der Einkommen ist vor allem in Deutschland (seit 2000) und Polen (über 10 Jahre), aber statistisch auch in Griechenland (Langfristbetrachtung seit 2000) zu erkennen. In der kürzeren Betrachtung über 5 bzw. 10 Jahre begründen sich die teils positiven Einkommensabstände in Griechenland, Italien und Spanien überwiegend auf Wertverluste im Immobilienmarkt, sind also nicht unbedingt als Stabilitätsindikator zu werten. Besonders hohe Differenzen in der langfristigen Entwicklung beider Größen ergeben sich in Großbritannien und vor allem Schweden (seit 2000: Wertentwicklung +223 %, Einkommensentwicklung +59 %, Differenz 164 Prozentpunkte). In der kurzen Frist ist die Diskrepanz in

Ungarn mit knapp 60 Prozentpunkten Unterschied zwischen Wert- und Einkommensentwicklung mit Abstand am höchsten. Ein recht ausgewogenes Verhältnis der Entwicklung von Immobilienwerten und Einkommen zeigt hingegen Frankreich, wo die Differenz im Fünfjahreszeitraum lediglich 4,3 Prozentpunkte und über 10 Jahre sogar weniger als einen Prozentpunkt beträgt. Dort scheinen die Preise durch die verfügbaren Einkommen gut begründet. Höhere Abstände zeigen jedoch die früheren Jahre ab 2000. Insgesamt sind die Immobilienwerte jedoch meist deutlich stärker als die Pro-Kopf-Einkommen angewachsen. Demnach lassen sich die Wertsteigerungen nur teilweise durch höhere Einkommen erklären und ökonomisch unterlegen. Die jeweiligen Abstände sollten in die Risikoanalyse und Marktauswahl einbezogen werden. Weitere Indikatoren werden zur Erklärung und Bewertung benötigt.

| LAND | ENTWICKLUNG 5 JAHRE | | | ENTWICKLUNG 10 JAHRE | | | ENTWICKLUNG SEIT 2000 | | |
|-------------|---------------------|---------------|-------------------|----------------------|----------------|-------------------|-----------------------|---------------|-------------------|
| | Werte | Eink. | Differenz | Werte | Eink. | Differenz | Werte | Eink. | Differenz |
| DE | 33,6 % | 11,8 % | 21,7 %-P. | 53,7 % | 30,9 % | 22,8 %-P. | 51,2 % | 58,0 % | -6,7 %-P. |
| UK | 24,9 % | 8,1 % | 16,8 %-P. | 44,8 % | 16,1 % | 28,7 %-P. | 165,8 % | 44,3 % | 121,4 %-P. |
| FR | 10,5 % | 6,2 % | 4,3 %-P. | 17,7 % | 17,3 % | 0,4 %-P. | 119,8 % | 43,1 % | 76,7 %-P. |
| IT | -4,5 % | 9,9 % | -14,4 %-P. | -15,3 % | 9,1 % | -24,4 %-P. | 37,0 % | 26,8 % | 10,2 %-P. |
| ES | 30,0 % | 14,7 % | 15,3 %-P. | -8,4 % | 13,8 % | -22,1 %-P. | 95,8 % | 43,8 % | 52,0 %-P. |
| PL | 24,3 % | 16,8 % | 7,5 %-P. | 11,6 % | 47,5 % | -35,9 %-P. | | | |
| NL | 36,3 % | 8,5 % | 27,8 %-P. | 16,1 % | 11,6 % | 4,5 %-P. | 51,3 % | 39,7 % | 11,6 %-P. |
| BE | 17,9 % | 7,3 % | 10,6 %-P. | 30,1 % | 20,5 % | 9,6 %-P. | 120,4 % | 44,4 % | 76,1 %-P. |
| GR | -5,0 % | 5,3 % | -10,3 %-P. | -37,6 % | -18,1 % | -19,5 %-P. | 12,2 % | 18,8 % | -6,6 %-P. |
| CZ | 47,1 % | 20,0 % | 27,1 %-P. | 46,0 % | 35,4 % | 10,6 %-P. | 159,1 % | 95,8 % | 63,2 %-P. |
| PT | 47,4 % | 13,8 % | 33,6 %-P. | 34,3 % | 14,6 % | 19,7 %-P. | 42,2 % | 41,0 % | 1,2 %-P. |
| SE | 34,8 % | 5,5 % | 29,2 %-P. | 73,8 % | 16,5 % | 57,2 %-P. | 223,2 % | 58,7 % | 164,5 %-P. |
| HU | 75,7 % | 16,3 % | 59,4 %-P. | 61,9 % | 38,3 % | 23,6 %-P. | | | |
| AT | 33,2 % | 5,8 % | 27,4 %-P. | 75,5 % | 15,9 % | 59,6 %-P. | 98,2 % | 42,9 % | 55,3 %-P. |
| Min. | -5,0 % | 5,3 % | -14,4 %-P. | -37,6 % | -18,1 % | -35,9 %-P. | 12,2 % | 18,8 % | -6,7 %-P. |
| MW | 29,0 % | 10,7 % | 18,3 %-P. | 28,9 % | 19,2 % | 9,6 %-P. | 98,0 % | 46,5 % | 51,6 %-P. |
| Max. | 75,7 % | 20,0 % | 59,4 %-P. | 75,5 % | 47,5 % | 59,6 %-P. | 223,2 % | 95,8 % | 164,5 %-P. |

Abb. 9: Entwicklung Häuserpreisindex (unbereinigt) und verfügbares Pro-Kopf-Einkommen der Haushalte (in KKS). Vergleich über verschiedene Zeiträume; Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Immobilienwerte vs. Wirtschaftskraft

Die allgemeine Entwicklung der Wirtschaftskraft kann weitere Rückschlüsse für die Stabilität nationaler Märkte liefern. Diese wird hier anhand des BIP pro Kopf untersucht. Teils ergibt sich hierbei ein ähnliches Bild wie bei den Einkommen. Die höchsten Zuwächse gab es in den osteuropäischen Ländern Tschechien, Ungarn und Polen, was durch vergleichsweise niedrige Ausgangsniveaus und ökonomische Aufholprozesse erklärbar ist. Mit einem Indexwert von 317 liegt Tschechien am Ende der zeitlichen Betrachtung ganz vorn. Nach Ungarn (294) und Polen (281) folgt als nächstes Österreich mit weitem Abstand (169). Deutschland erreicht in 2019 einen Indexwert von knapp 160. Somit ist das BIP pro Kopf in der Bundesrepublik seit 2000 um ca. 60 % angewachsen. Neben der Dynamik ist das er-

reichte Niveau zu beachten. Die Bandbreite ist auch hier hoch. Der Wert von Tschechien mit ca. 20.600 EUR entspricht nur ungefähr der Hälfte des deutschen BIP pro Kopf.

Ein geringes Wachstum zeigte Großbritannien. Seit 2000 betrug der Zuwachs lediglich 19,3 %, was vor allem auf die Schwäche der vergangenen fünf Jahre verbunden mit dem Brexit zurückzuführen ist. Auch Schweden war kurzfristig schwach (nur +2,4 % BIP pro Kopf über fünf Jahre, bei +45 % seit 2000). Einige Entwicklungen verlaufen aber fast parallel. In 2009 nahm die Wirtschaftskraft im Zuge der weltweiten Finanzkrise durchweg ab. Für einige starke Länder (Deutschland, Frankreich, die Niederlande, Belgien und Österreich) war dies jedoch das einzige negative Jahr. Hingegen ging in Griechenland die Wirtschaftsleistung gleich achtmal in Folge (2009 bis 2016) zurück. Erst in den vergan-

genen Jahren hat sich die Lage dort etwas stabilisiert. Seit 2017 wächst das BIP wieder mit Werten von deutlich über 2 %. Hinsichtlich der Volatilität der BIP-Entwicklung lassen sich die Länder ebenfalls gut unterscheiden. Großbritannien zeigt auch dort recht ungünstige Kennzahlen. Insgesamt verliefen in allen 14 betrachteten Ländern die zurückliegenden fünf Jahre wirtschaftlich ge-

sehen recht erfolgreich. Das mittlere Jahreswachstum betrug 3,2 % und war damit besser als in den anderen beiden Perioden (2,5 % bzw. 3,1 %; beide inkl. Finanzkrise). Aus Investorensicht wären Deutschland, Frankreich, die Niederlande und Österreich auf Basis dieser Kennzahlen besonders interessant, da solides Wachstum mit vergleichsweise geringer Volatilität einhergingen.



| LAND | ENTWICKLUNG 5 JAHRE | | ENTWICKLUNG 10 JAHRE | | ENTWICKLUNG SEIT 2000 | |
|-------------|---------------------|-----------------|----------------------|-----------------|-----------------------|-----------------|
| | Wachstum p. a. | Volatilität | Wachstum p. a. | Volatilität | Wachstum p. a. | Volatilität |
| DE | 2,7 % | 0,3 %-P. | 3,1 % | 1,1 %-P. | 2,5 % | 1,9 %-P. |
| UK | 1,2 % | 7,3 %-P. | 3,2 % | 6,4 %-P. | 1,3 % | 7,1 %-P. |
| FR | 2,1 % | 0,5 %-P. | 1,8 % | 0,7 %-P. | 2,1 % | 1,6 %-P. |
| IT | 2,0 % | 0,6 %-P. | 1,1 % | 1,5 %-P. | 1,6 % | 2,1 %-P. |
| ES | 3,5 % | 0,7 %-P. | 1,4 % | 2,4 %-P. | 2,7 % | 3,3 %-P. |
| PL | 5,1 % | 3,4 %-P. | 5,3 % | 4,0 %-P. | 5,9 % | 8,3 %-P. |
| NL | 3,3 % | 0,9 %-P. | 2,2 % | 1,4 %-P. | 2,7 % | 2,3 %-P. |
| BE | 2,8 % | 0,3 %-P. | 2,6 % | 0,7 %-P. | 2,7 % | 1,5 %-P. |
| GR | 1,5 % | 1,2 %-P. | -1,8 % | 3,9 %-P. | 1,7 % | 5,2 %-P. |
| CZ | 6,8 % | 1,5 %-P. | 3,9 % | 3,9 %-P. | 6,5 % | 6,5 %-P. |
| PT | 4,3 % | 0,6 %-P. | 2,2 % | 2,8 %-P. | 2,7 % | 2,6 %-P. |
| SE | 0,5 % | 1,9 %-P. | 3,4 % | 5,9 %-P. | 2,1 % | 6,0 %-P. |
| HU | 6,6 % | 2,1 %-P. | 4,6 % | 2,9 %-P. | 6,1 % | 6,7 %-P. |
| AT | 2,9 % | 0,5 %-P. | 2,7 % | 0,9 %-P. | 2,8 % | 1,6 %-P. |
| Min. | 0,5 % | 0,3 %-P. | -1,8 % | 0,7 %-P. | 1,3 % | 1,5 %-P. |
| MW | 3,2 % | 1,6 %-P. | 2,5 % | 2,7 %-P. | 3,1 % | 4,0 %-P. |
| Max. | 6,8 % | 7,3 %-P. | 5,3 % | 6,4 %-P. | 6,5 % | 8,3 %-P. |

Abb. 10: Entwicklung BIP pro Kopf (in Euro, 2000 = 100); Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Die Entwicklung des BIP zeigt bei den Extremwerten (Maximum, Minimum), aber auch beim Mittelwert starke Schwankungen (Abb. 11). Wachstumsraten am oberen Rand

der Bandbreite verzeichneten zumeist osteuropäische Staaten, was für dort angesiedelte opportunistische Strategien spricht. Mehr Stabilität wäre für Investoren in mitteleuropäischen Ländern wie Deutschland, Österreich, die Niederlande und Belgien gegeben. Die deutsche Wirtschaftskraft entwickelte sich

anfangs eher unterdurchschnittlich, lag aber in den vergangenen zehn Jahren ungefähr im Mittel aller 14 Volkswirtschaften. Im Jahr 2009 hätte jedoch in keiner denkbaren Marktauswahl oder Portfoliostruktur der scharfe wirtschaftliche Einbruch vermieden werden können.

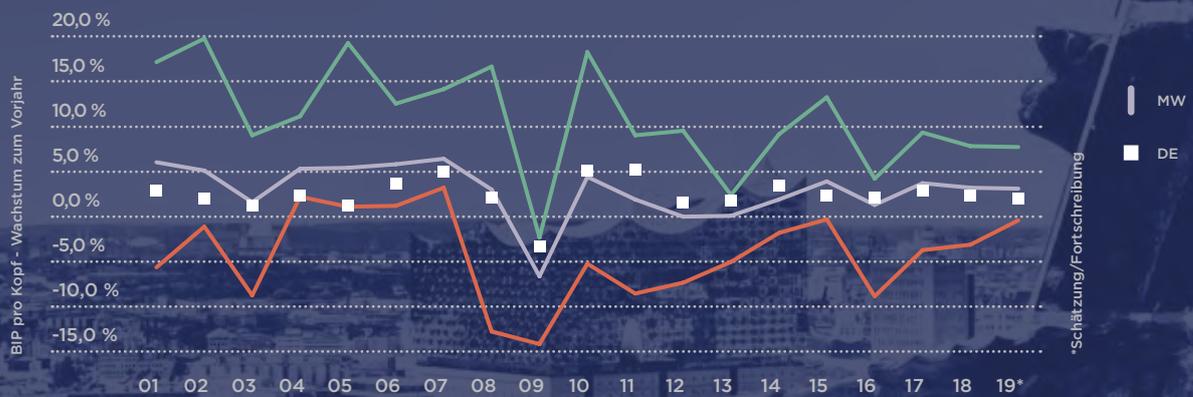


Abb. 11: Entwicklung BIP pro Kopf (in Euro), Wachstum zum Vorjahr, jeweils Minimum, Maximum, Mittelwert, Deutschland; Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Die Entwicklung der Immobilienwerte war über 5 Jahre im Durchschnitt deutlich stärker als das Wirtschaftswachstum, über 10 Jahre jedoch nahezu ausgeglichen. Lediglich in Italien und Griechenland, in denen Wertverluste zu verzeichnen sind, sowie in Frankreich und Polen, wo sich die Immobilienwerte in den vergangenen fünf Jahre mit 10,5 % bzw. 24,3 % unterdurchschnittlich entwickelten, ist die Dynamik des BIP pro Kopf höher. Vor allem Polen fällt auf und könnte weiteres Potenzial für die Wertentwicklung bieten. Im Zehnjahreszeitraum stieg dort das BIP um über 50 Prozentpunkte stärker als die Immobilienwerte. Auch in der zuvor besprochenen Einkommensentwicklung bestätigt sich dieses Bild. Die Immobilienwerte dürften daher

durch das ökonomische Umfeld gut gestützt sein. Schweden verhält sich dazu konträr. Im Fünf- und Zehnjahreszeitraum standen hohe Wertzuwächse einer recht verhaltenen ökonomischen Entwicklung gegenüber. Das erreichte Preisniveau lässt sich durch die wirtschaftlichen Fundamentaldaten kaum erklären.

Auch in Deutschland übersteigt der Häuserpreisindex meist seine ökonomische Vergleichsgröße BIP pro Kopf. Allerdings ist der Abstand geringer und fällt in der Langfristbetrachtung seit 2000 sogar leicht negativ aus. Ein Auseinanderdriften der Wohnimmobilienwerte und des Wirtschaftswachstums zeigt sich allenfalls kurzfristig, jedoch nicht im Langfristvergleich.

| LAND | ENTWICKLUNG 5 JAHRE | | | ENTWICKLUNG 10 JAHRE | | | ENTWICKLUNG SEIT 2000 | | |
|-------------|---------------------|---------------|-------------------|----------------------|----------------|-------------------|-----------------------|----------------|-------------------|
| | Werte | BIP pro Kopf | Differenz | Werte | BIP pro Kopf | Differenz | Werte | BIP pro Kopf | Differenz |
| DE | 33,6 % | 14,2 % | 19,3 %-P. | 53,7 % | 35,9 % | 17,8 %-P. | 51,2 % | 59,5 % | -8,3 %-P. |
| UK | 24,9 % | 4,7 % | 20,2 %-P. | 44,8 % | 34,2 % | 10,6 %-P. | 165,8 % | 19,3 % | 146,5 %-P. |
| FR | 10,5 % | 10,8 % | -0,3 %-P. | 17,7 % | 20,1 % | -2,4 %-P. | 119,8 % | 44,1 % | 75,7 %-P. |
| IT | -4,5 % | 10,3 % | -14,9 %-P. | -15,3 % | 11,6 % | -26,9 %-P. | 37,0 % | 34,0 % | 2,9 %-P. |
| ES | 30,0 % | 18,9 % | 11,1 %-P. | -8,4 % | 14,6 % | -23,0 %-P. | 95,8 % | 61,1 % | 34,7 %-P. |
| PL | 24,3 % | 28,1 % | -3,8 %-P. | 11,6 % | 66,1 % | -54,5 %-P. | | | |
| NL | 36,3 % | 17,5 % | 18,8 %-P. | 16,1 % | 23,7 % | -7,7 %-P. | 51,3 % | 58,3 % | -6,9 %-P. |
| BE | 17,9 % | 14,8 % | 3,1 %-P. | 30,1 % | 28,6 % | 1,5 %-P. | 120,4 % | 60,9 % | 59,5 %-P. |
| GR | -5,0 % | 7,4 % | -12,4 %-P. | -37,6 % | -17,6 % | -20,0 %-P. | 12,2 % | 30,2 % | -18,0 %-P. |
| CZ | 47,1 % | 38,9 % | 8,2 %-P. | 46,0 % | 45,8 % | 0,2 %-P. | 159,1 % | 200,3 % | -41,2 %-P. |
| PT | 47,4 % | 23,5 % | 24,0 %-P. | 34,3 % | 23,8 % | 10,5 %-P. | 42,2 % | 58,9 % | -16,7 %-P. |
| SE | 34,8 % | 2,4 % | 32,3 %-P. | 73,8 % | 37,1 % | 36,7 %-P. | 223,2 % | 44,9 % | 178,3 %-P. |
| HU | 75,7 % | 37,6 % | 38,1 %-P. | 61,9 % | 56,8 % | 5,1 %-P. | | | |
| AT | 33,2 % | 15,4 % | 17,8 %-P. | 75,5 % | 30,3 % | 45,3 %-P. | 98,2 % | 63,7 % | 34,5 %-P. |
| Min. | -5,0 % | 2,4 % | -14,9 %-P. | -37,6 % | -17,6 % | -54,5 %-P. | 12,2 % | 19,3 % | -41,2 %-P. |
| MW | 29,0 % | 17,5 % | 11,5 %-P. | 28,9 % | 29,3 % | -0,5 %-P. | 98,0 % | 61,3 % | 36,8 %-P. |
| Max. | 75,7 % | 38,9 % | 38,1 %-P. | 75,5 % | 66,1 % | 45,3 %-P. | 223,2 % | 200,3 % | 178,3 %-P. |

Abb. 12: Entwicklung Häuserpreisindex (unbereinigt) und BIP pro Kopf (in Euro), Vergleich über verschiedene Zeiträume;
Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Immobilienwerte vs. Baukosten

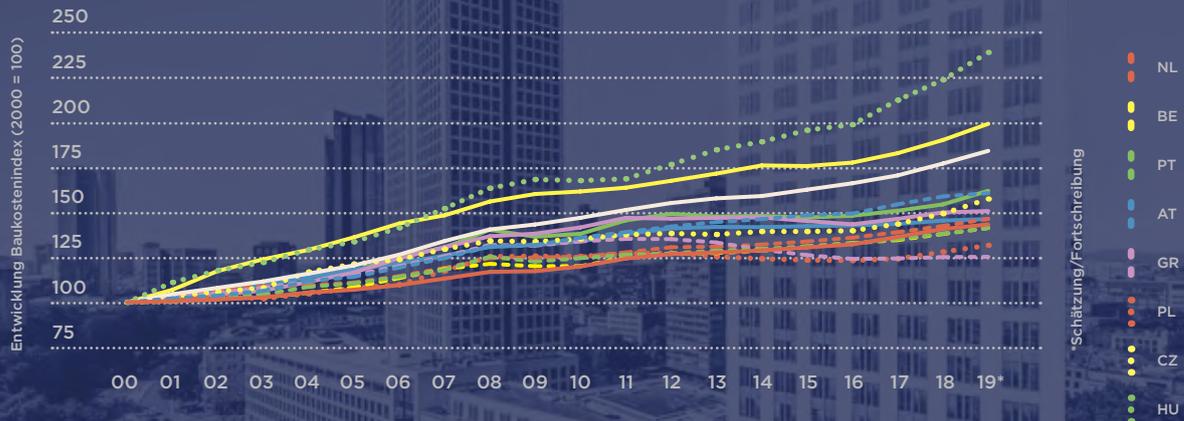
Ein weiterer Indikator zur Einschätzung von Immobilienwerten auf Basis der Erstellungskosten sowie der entsprechenden Angebotspreise ist der Baukostenindex. Dort fließen die Produktionsfaktoren (Arbeitskosten, Materialkosten) zur Errichtung neuer Wohngebäude wertmäßig ein. Daten des Baugewerbes (Auftragseingänge, Baugenehmigungen) werden gemeinhin als konjunkturelle Frühindikatoren beachtet. Demnach zeichnen auch die Baukosten ein gutes Bild der aktuellen Wirtschaftslage und sind mittelbar auch Indikator des Nachfrageverhaltens am Immobilienmarkt. Ein ansteigender Indexwert begründet steigende Immobilienwerte aufgrund anziehender Neubaukosten. Auch Bestandsobjekte sind von der Preisentwicklung im Baukostenindex nicht ausgenommen, da sich

die Nachfrage bei steigenden Neubaupreisen zum Bestandssegment verschieben und entsprechende Preiseffekte nach sich ziehen kann (Arbitrage- und Bewertungseffekte).

Eines haben die hier betrachteten Länder gemein – überall liegen die Baukosten deutlich über dem Niveau vom Ausgangsjahr 2000. In Ungarn hat sich der Indexwert dabei am stärksten entwickelt und ist um 140 % gestiegen. In Großbritannien war ebenfalls ein starker Anstieg zu beobachten. Dort hat sich der Indexwert seit dem Beginn des Jahrtausends verdoppelt. Am geringsten fielen die Zuwächse in Griechenland (knapp 26 %) und Polen (32 %) aus. In Deutschland liegt der Indexwert um ca. 44 % höher als im Jahr 2000. Überdies ist Deutschland neben den Niederlanden, Österreich und Schweden das einzige Land, in dem der Index kontinuierlich angestiegen ist. Selbst beim Spitzenreiter Ungarn ist ein

Jahr (2010) mit einem Rückgang zu verzeichnen. In Polen (7) und Griechenland (6) gab

es die meisten Perioden mit einem negativen Wachstum zum Vorjahr.



| LAND | ENTWICKLUNG 5 JAHRE | | ENTWICKLUNG 10 JAHRE | | ENTWICKLUNG SEIT 2000 | |
|-------------|---------------------|-----------------|----------------------|-----------------|-----------------------|-----------------|
| | Wachstum p. a. | Volatilität | Wachstum p. a. | Volatilität | Wachstum p. a. | Volatilität |
| DE | 2,2 % | 0,9 %-P. | 2,0 % | 1,0 %-P. | 1,9 % | 1,0 %-P. |
| UK | 2,5 % | 1,8 %-P. | 2,2 % | 1,4 %-P. | 3,8 % | 2,4 %-P. |
| FR | 1,9 % | 1,9 %-P. | 1,8 % | 2,0 %-P. | 2,6 % | 2,6 %-P. |
| IT | 0,6 % | 0,3 %-P. | 1,1 % | 0,9 %-P. | 2,1 % | 1,4 %-P. |
| ES | 0,5 % | 1,6 %-P. | 0,9 % | 1,7 %-P. | 2,2 % | 2,2 %-P. |
| PL | 1,2 % | 1,5 %-P. | 0,5 % | 1,5 %-P. | 1,5 % | 2,4 %-P. |
| NL | 2,1 % | 0,6 %-P. | 1,6 % | 0,9 %-P. | 2,1 % | 1,3 %-P. |
| BE | 1,9 % | 0,5 %-P. | 1,7 % | 1,1 %-P. | 1,9 % | 1,5 %-P. |
| GR | -0,6 % | 1,2 %-P. | -0,5 % | 1,5 %-P. | 1,2 % | 2,3 %-P. |
| CZ | 2,5 % | 2,1 %-P. | 1,7 % | 1,8 %-P. | 2,5 % | 2,2 %-P. |
| PT | 1,8 % | 0,5 %-P. | 1,4 % | 0,5 %-P. | 1,9 % | 1,7 %-P. |
| SE | 3,0 % | 0,8 %-P. | 2,6 % | 0,9 %-P. | 3,3 % | 1,3 %-P. |
| HU | 4,8 % | 2,0 %-P. | 3,6 % | 2,4 %-P. | 4,8 % | 2,7 %-P. |
| AT | 1,9 % | 1,1 %-P. | 2,0 % | 0,9 %-P. | 2,6 % | 1,4 %-P. |
| Min. | -0,6 % | 0,3 %-P. | -0,5 % | 0,5 %-P. | 1,2 % | 1,0 %-P. |
| MW | 1,9 % | 1,2 %-P. | 1,6 % | 1,3 %-P. | 2,4 % | 1,9 %-P. |
| Max. | 4,8 % | 2,1 %-P. | 3,6 % | 2,4 %-P. | 4,8 % | 2,7 %-P. |

Abb. 13: Entwicklung Kostenindex des Baugewerbes (unbereinigt, in Landeswährung, 2000 = 100);
Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Die Bandbreite der Baukostenentwicklung (Spannweite zwischen jährlichen Maximal- und Minimalwerten) gestaltet sich etwas enger als bei den zuvor betrachteten Indikatoren und bewegt sich mit Ausnahme der ers-

ten beiden Jahre der Zeitreihe überwiegend zwischen vier und sechs Prozentpunkten (Abb. 14). Die Datenreihen zeigen zumeist geringe Schwankungen, insbesondere die Periode von 2011 bis 2016 verlief recht gleich-

förmig. Der Baukostenindex in Deutschland zeigt sich hinsichtlich seiner Änderungsraten durchweg auf ansteigendem Niveau und liegt seit dem wirtschaftlichen Einbruch 2009 fast durchgängig über dem Mittelwert aller 14 Länder. In den vergangenen drei Jahren ist länderübergreifend wieder ein Anziehen der Produktionspreise im Wohnungsneubau festzustellen. Die maximalen Ausprägungen der Zeitreihe bewegen sich seither wieder im Bereich von deutlich über 5 % (jeweils in Ungarn). Und auch die minimalen Änderungs-

raten sind wieder im positiven Bereich angekommen (jeweils Griechenland). Insgesamt lässt sich ein typisches Länderprofil kaum bestimmen. Sowohl am oberen (u. a. Frankreich, Ungarn, Österreich, Großbritannien) als auch am unteren Rand (u. a. Polen, Portugal, Spanien, Griechenland, Niederlande) der Entwicklung gab es häufig wechselnde Märkte. Im Mittel liegen die Baukostenanstiege unter 2 % p. a. und können daher die Wertgewinne insgesamt nur anteilig begründen.



Abb. 14: Entwicklung Kostenindex des Baugewerbes (unbereinigt, in Landeswährung), Wachstum zum Vorjahr, jeweils Minimum, Maximum, Mittelwert, Deutschland; Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Durch Abgleich von Baukosten und Immobilienwerten ist nach einer zumindest teilweisen Begründung der Preisanstiege zu suchen.

Die Änderungsraten der Baukosten fallen in den drei analysierten Perioden für Griechenland minimal aus, teilweise gibt es sogar Rückgänge. Dies betrifft dort gleichfalls die Immobilienwerte. In allen anderen Ländern sind die Änderungsraten über die verschiedenen Zeiträume durchgehend positiv. In Italien (über 5 und 10 Jahre) und Spanien (über 10 Jahre) gehen jedoch steigende Baukosten mit Wertverlusten am Wohnimmobilienmarkt einher. Frankreich erlebte über 5 und 10 Jahre eine nahezu ausgeglichene Entwicklung von Immobilienwerten und Baukosten. Ähnlich verhält es sich in der Zehnjahresfrist in den

Niederlanden sowie im Analysezeitraum seit 2000 in Portugal, wo sich die Differenz von Wert- zu Baukostenentwicklung auf lediglich 0,4 Prozentpunkte beläuft. In der kurzfristigen Betrachtung zeigt Ungarn neben der mit deutlichem Abstand höchsten Wertentwicklung auch die größte Steigerung der Baukosten (über 10 Prozentpunkte mehr als beim darauffolgenden Schweden). Die Differenz beider Größen betrug jedoch fast 50 Prozentpunkte.

Über den Fünf- und Zehnjahreszeitraum stellen sich die Unterschiede zwischen Wert- und Baukostenentwicklung auch in Deutschland als recht groß dar, während die Differenz in der Langfristbetrachtung seit 2000 mit 7,4 Prozentpunkten eher moderat ausfällt.

| LAND | ENTWICKLUNG 5 JAHRE | | | ENTWICKLUNG 10 JAHRE | | | ENTWICKLUNG SEIT 2000 | | |
|-------------|---------------------|---------------|------------------|----------------------|---------------|-------------------|-----------------------|----------------|-------------------|
| | Werte | Baukosten | Differenz | Werte | Baukosten | Differenz | Werte | Baukosten | Differenz |
| DE | 33,6 % | 11,3 % | 22,2 %-P. | 53,7 % | 22,4 % | 31,3 %-P. | 51,2 % | 43,8 % | 7,4 %-P. |
| UK | 24,9 % | 13,2 % | 11,7 %-P. | 44,8 % | 24,5 % | 20,3 %-P. | 165,8 % | 100,5 % | 65,3 %-P. |
| FR | 10,5 % | 9,5 % | 1,0 %-P. | 17,7 % | 18,9 % | -1,2 %-P. | 119,8 % | 62,8 % | 57,0 %-P. |
| IT | -4,5 % | 3,2 % | -7,8 %-P. | -15,3 % | 11,0 % | -26,3 %-P. | 37,0 % | 46,9 % | -9,9 %-P. |
| ES | 30,0 % | 2,4 % | 27,6 %-P. | -8,4 % | 9,2 % | -17,6 %-P. | 95,8 % | 51,4 % | 44,5 %-P. |
| PL | 24,3 % | 6,1 % | 18,2 %-P. | 11,6 % | 4,8 % | 6,7 %-P. | | | |
| NL | 36,3 % | 10,9 % | 25,4 %-P. | 16,1 % | 17,4 % | -1,3 %-P. | 51,3 % | 47,0 % | 4,4 %-P. |
| BE | 17,9 % | 9,8 % | 8,1 %-P. | 30,1 % | 17,9 % | 12,2 %-P. | 120,4 % | 41,8 % | 78,6 %-P. |
| GR | -5,0 % | -3,1 % | -1,9 %-P. | -37,6 % | -4,8 % | -32,8 %-P. | 12,2 % | 25,6 % | -13,4 %-P. |
| CZ | 47,1 % | 13,1 % | 34,0 %-P. | 46,0 % | 17,9 % | 28,1 %-P. | 159,1 % | 58,2 % | 100,9 %-P. |
| PT | 47,4 % | 9,1 % | 38,3 %-P. | 34,3 % | 15,4 % | 18,9 %-P. | 42,2 % | 41,8 % | 0,4 %-P. |
| SE | 34,8 % | 15,9 % | 18,9 %-P. | 73,8 % | 28,8 % | 44,9 %-P. | 223,2 % | 85,2 % | 138,0 %-P. |
| HU | 75,7 % | 26,4 % | 49,3 %-P. | 61,9 % | 42,3 % | 19,6 %-P. | | | |
| AT | 33,2 % | 9,9 % | 23,3 %-P. | 75,5 % | 22,1 % | 53,4 %-P. | 98,2 % | 61,4 % | 36,8 %-P. |
| Min. | -5,0 % | -3,1 % | -7,8 %-P. | -37,6 % | -4,8 % | -32,8 %-P. | 12,2 % | 25,6 % | -13,4 %-P. |
| MW | 29,0 % | 9,8 % | 19,2 %-P. | 28,9 % | 17,7 % | 11,2 %-P. | 98,0 % | 55,5 % | 42,5 %-P. |
| Max. | 75,7 % | 26,4 % | 49,3 %-P. | 75,5 % | 42,3 % | 53,4 %-P. | 223,2 % | 100,5 % | 138,0 %-P. |

Abb. 15: Entwicklung Häuserpreisindex (unbereinigt) und Kostenindex des Baugewerbes (unbereinigt), in Landeswährung, Vergleich über verschiedene Zeiträume; Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

3. Potenzieller Beitrag des deutschen Wohnimmobilienmarktes in internationalen Portfolios

Marktbewertung anhand von Wachstumsvergleichen

Die zuvor berechneten Indikatoren eignen sich zur grundsätzlichen Unterscheidung von tendenziell stabilen oder eher dynamischen bzw. volatilen Märkten. Abb. 16 stellt die Entwicklung des Hauspreisindex (in durchschnittlichen Wachstumsraten pro Jahr) der Volatilität dieser Änderungsraten gegenüber. Einbezogen werden alle 14 Länder jeweils in der kurz- und längerfristigen Betrachtung. Differenzierte Aussagen zur Volatilität ergeben sich vor allem in der längeren Frist, die sich auf mehr Datenpunkte stützt. Dort schwanken die jährlichen Wachstumsraten des Hauspreisindex in Ungarn und Spanien

um mehr als sieben Prozentpunkte sowie in Portugal um sechs Prozentpunkte. Stabiler zeigen sich insbesondere Österreich, Deutschland und Belgien mit einer Standardabweichung von jeweils unter zwei Prozentpunkten. Aus der Gruppe der risikoärmeren Märkte präsentieren sich Österreich und Deutschland zudem als wachstumsstarkere Investitionsziele. Ähnlich hohe Wertgewinne wie Österreich erzielt nur das weit volatilere Schweden. Griechenland sticht besonders negativ hervor. Eine verhältnismäßig hohe Volatilität geht mit einer negativen Wertentwicklung einher. Kritisch ist ebenfalls Spanien, das über 10 Jahre die zweithöchste Standardabweichung und eine negative Wertentwicklung aufweist. In der kurzen Frist verliert

das Kriterium der Volatilität durch wenige Datenpunkte und eng beisammen liegende Ergebnisse etwas an Aussage. Dafür fallen die Wachstumsraten deutlich unterschiedlich

aus. Die Bandbreite der jährlichen Änderungs-
raten beträgt 13 Prozentpunkte – von 12 % in
Ungarn bis -1 % in Griechenland.

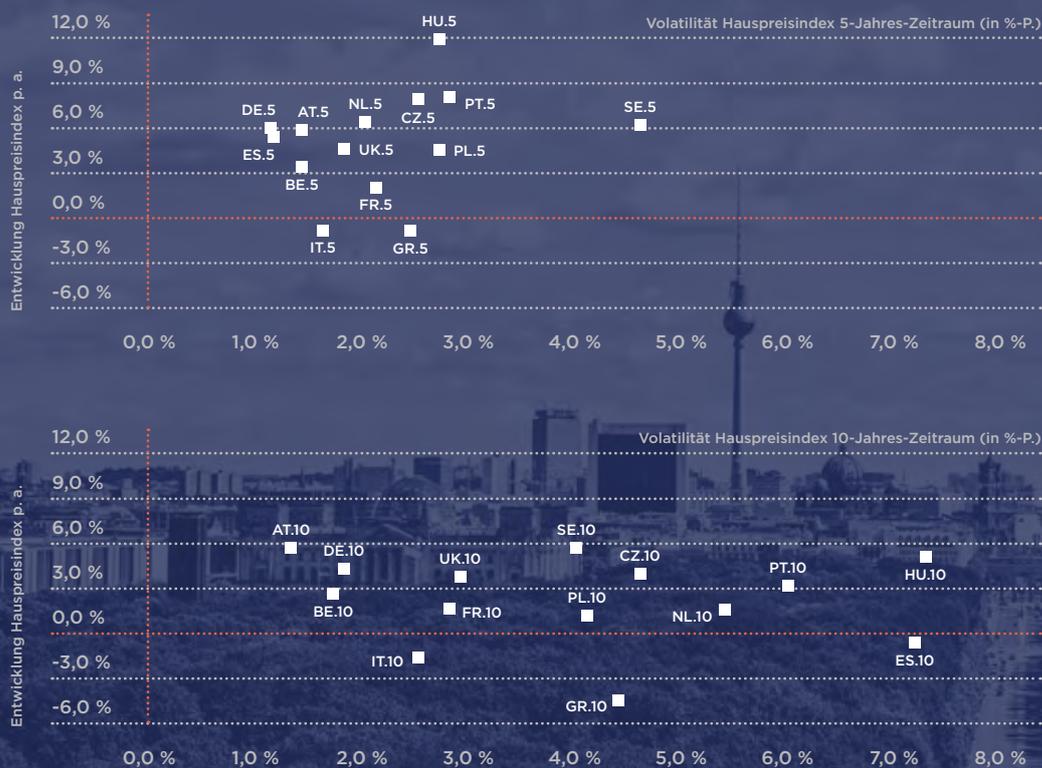


Abb. 16: Entwicklung (durchschnittlich p. a.) und Volatilität des Hauspreisindex (unbereinigt), 5- und 10-Jahreszeitraum;
Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Die Entwicklung des Hauspreisindex (Y-Achse) soll in weiteren Darstellungen den vorgelagerten Indikatoren (jeweils X-Achse) in der Fünf- und Zehnjahresperiode gegenübergestellt werden (Abb. 17 und Abb. 18). Die unterschiedlichen Positionen innerhalb einer Matrix lassen eine Einordnung der Märkte anhand der Wertänderung und der Entwicklung der Referenzgröße zu. Die Quadranten oben rechts (beide Größen positiv) sowie unten links (beide Größen negativ) sind intuitiv am besten nachvollziehbar. Daneben lassen die durchschnittlichen jährlichen Änderungsraten

und die Lage eines Punktes bezogen auf zusätzliche Linien (z. B. Diagonale, Mindest- bzw. Höchstniveau) auch differenziertere Bewertungen zu.

In der Matrix „Werte vs. Mieten, 10 Jahre“ fallen insbesondere Ungarn und Österreich positiv auf. Österreich erzielt das höchste mittlere Wachstum bei Werten und Mieten. Ungarn liegt in der Entwicklung des Mietindex hinter Österreich auf dem zweiten Rang und beim Häuserpreisindex an einer sehr guten dritten Position.

Entwicklung p. a. 5 Jahre

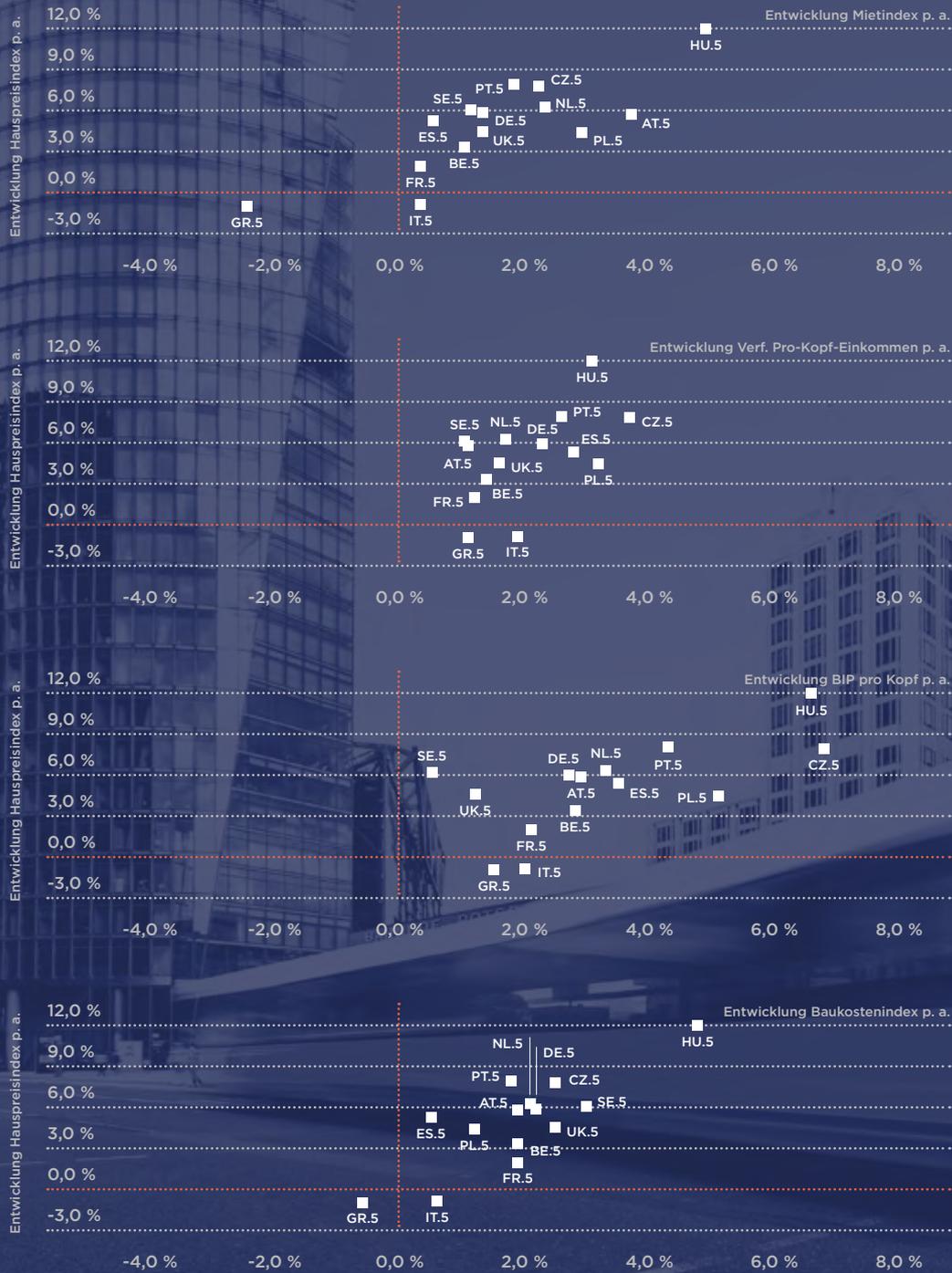


Abb. 17: Hauspreisindex (unbereinigt) im Vergleich zu diversen Indikatoren, 5-Jahreszeitraum (durchschnittlich p. a.);
Quellen: Eurostat, OECD; eigene Berechnung und Darstellung.

Entwicklung p. a. 10 Jahre

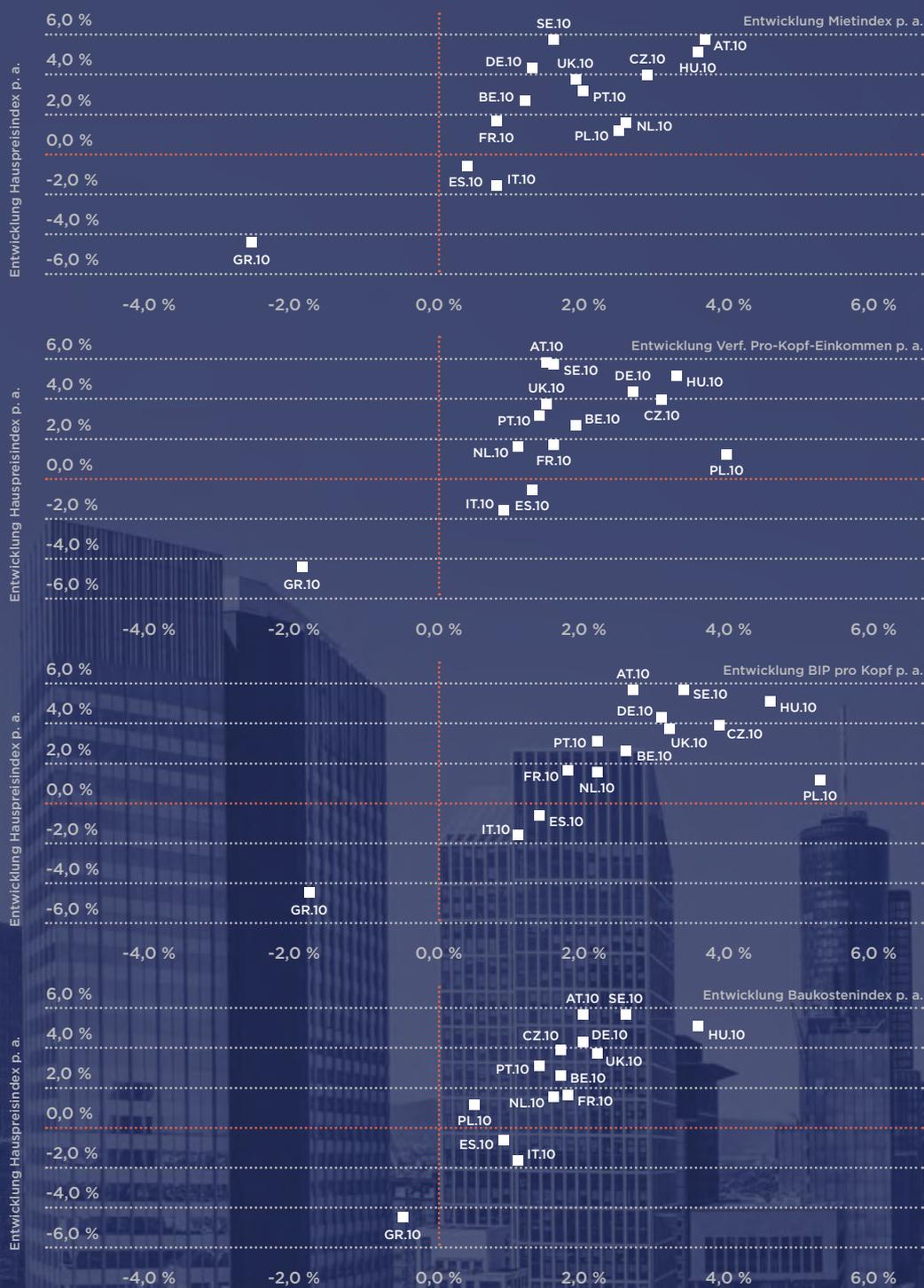


Abb. 18: Hauspreisindex (unbereinigt) im Vergleich zu diversen Indikatoren, 10-Jahreszeitraum (durchschnittlich p. a.);
Quellen: Eurostat, OECD; eigene Berechnung und Darstellung.

In der Kurzfristbetrachtung liegt Ungarn hingegen bei beiden Entwicklungen vorn, während Österreich zumindest noch das zweithöchste Mietenwachstum zeigt. Italien (5 und 10 Jahre) sowie Spanien (10 Jahre) zeigen Wertverluste, dabei aber zumindest einen ansteigenden Mietindex. Griechenland liegt im Segment unten links und zeigt damit jeweils negative Wachstumsraten. In der Gesamtschau (ohne diese Sonderfälle) zeigen sich die Länder als weitgehend wachstumsstark. Deutschland liegt in den zeitlichen Betrachtungen jeweils im (oberen) Mittelfeld, wobei sich ein deutlich ausgeprägteres Wachstum der Immobilienwerte im Vergleich zu den Mieten zeigt.

In den übrigen Gegenüberstellungen wechseln die Rangfolgen fallweise. Die Extremwerte bei der Wertentwicklung werden aber durch unterschiedliche Indikatoren bestätigt. Griechenland verbleibt über 10 Jahre in allen Matrizen (Mieten, verfügbares Einkommen, BIP/Kopf, Baukosten) im linken unteren Quadranten. Es ist zu sehen, dass mehrere Wirtschafts- und Marktindikatoren zusammenhängen und dementsprechend parallel auszuwerten sind.

Spanien und Italien können zwar mit Wachstum im ökonomischen Umfeld aufwarten, die Kennzahlen liegen allerdings hinter den anderen Ländern zurück (BIP/Kopf) bzw. bewegen sich im unteren Mittelfeld (verfügbares Einkommen, Baukosten). In der Gesamtschau und ggf. getrieben von weiteren Faktoren und einer pessimistischen Markterwartung fallen oder stagnieren dann die Immobilienwerte.

Bei den (sozio-)ökonomischen Größen stechen die osteuropäischen Märkte mit Positionen relativ weit rechts in den Matrizen positiv hervor. Nur die Bandbreite der Baukostenentwicklung ist etwas enger, was mit

internationalen Verflechtungen bei Materialien und auch Arbeitslöhnen zusammenhängen kann. Deutschland liegt bei den untersuchten Einflussgrößen zumeist im (oberen) Mittelfeld. Speziell die kurzfristige Sicht zeigt, dass Positionierungen nicht unveränderlich sind. So bestätigt sich im Laufzeitvergleich zwar der negative Eindruck für Italien und Griechenland. Spanien stellt sich hingegen nach Überwindung der schweren Krise in der jüngeren Vergangenheit deutlich besser bei allen Kennzahlen dar und positioniert sich damit in der Matrix weiter oben (Wertentwicklung) und zumeist weiter rechts (Entwicklung Referenzgrößen).

Marktbewertung anhand von Rankings

Aus den verschiedenen Einzelkennzahlen lassen sich durch Auswahl, Bewertung und ggf. Gewichtung auch zusammenfassende Rankings erstellen. Eine entsprechende Umsetzung liefert Abb. 19.

Die Wertung der analysierten Einflussgrößen erfolgt mit einem Punktesystem, das über die durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten eine Eingruppierung vornimmt. Die Bandbreite der Punkte reicht dabei von -2 bis +2. Negative Zuwachsraten bis zur Schwelle des Nullwachstums (0 %) werden mit -2 Punkten gewertet. Ein nur marginales Wachstum zwischen 0 und 1 % p. a. erfährt eine Bewertung von -1. Ein Wachstum im Bereich der Zielinflation (ca. 1 % bis 2 %) wird neutral bewertet, erhält also 0 Punkte. Höhere Wachstumsraten erhalten dementsprechend +1 bzw. +2 Punkte. In der Tabelle wird dies entsprechend mit den Zeichen [-- - o + ++] dargestellt. Auf Basis dieses Bewertungsschemas ergeben sich die dargestellten Ergebnisse.

Ergebnis 5 Jahre

| LAND | WERTENTW. | | WERTSCHWANKUNG | | FUNDAMENTALDATEN | | | | | |
|------|------------|-------|----------------|-------|------------------|-----------|-------|-----------|-------|-------|
| | 5 J. p. a. | Rang | Volatilität | Rang | Mieten | Einkommen | BIP/K | Baukosten | Summe | Rang |
| DE | 6,0 % | (6.) | 1,1 %-P. | (1.) | o | + | + | + | 3 | (5.) |
| UK | 4,6 % | (9.) | 1,8 %-P. | (6.) | o | o | o | + | 1 | (8.) |
| FR | 2,0 % | (12.) | 2,1 %-P. | (8.) | - | o | + | o | 0 | (11.) |
| IT | -0,9 % | (13.) | 1,6 %-P. | (5.) | - | o | o | - | -2 | (13.) |
| ES | 5,4 % | (8.) | 1,1 %-P. | (2.) | - | + | ++ | - | 1 | (8.) |
| PL | 4,5 % | (10.) | 2,7 %-P. | (12.) | + | ++ | ++ | o | 5 | (3.) |
| NL | 6,4 % | (4.) | 2,0 %-P. | (7.) | + | o | ++ | + | 4 | (4.) |
| BE | 3,4 % | (11.) | 1,4 %-P. | (4.) | o | o | + | o | 1 | (8.) |
| GR | -1,0 % | (14.) | 2,6 %-P. | (10.) | -- | o | o | -- | -4 | (14.) |
| CZ | 8,0 % | (3.) | 2,5 %-P. | (9.) | + | ++ | ++ | + | 6 | (2.) |
| PT | 8,1 % | (2.) | 2,8 %-P. | (13.) | o | + | ++ | o | 3 | (5.) |
| SE | 6,2 % | (5.) | 4,6 %-P. | (14.) | o | o | - | + | 0 | (11.) |
| HU | 12,0 % | (1.) | 2,7 %-P. | (11.) | ++ | ++ | ++ | ++ | 8 | (1.) |
| AT | 5,9 % | (7.) | 1,4 %-P. | (3.) | ++ | o | + | o | 3 | (5.) |

Ergebnis 10 Jahre

| LAND | WERTENTW. | | WERTSCHWANKUNG | | FUNDAMENTALDATEN | | | | | |
|------|-----------|-------|----------------|-------|------------------|-----------|-------|-----------|-------|-------|
| | 10 J.p.a. | Rang | Volatilität | Rang | Mieten | Einkommen | BIP/K | Baukosten | Summe | Rang |
| DE | 4,4 % | (4.) | 1,8 %-P. | (3.) | o | + | ++ | + | 4 | (3.) |
| UK | 3,8 % | (6.) | 2,9 %-P. | (6.) | o | o | ++ | + | 3 | (6.) |
| FR | 1,7 % | (9.) | 2,8 %-P. | (5.) | - | o | o | o | -1 | (11.) |
| IT | -1,6 % | (13.) | 2,5 %-P. | (4.) | - | - | o | o | -2 | (12.) |
| ES | -0,6 % | (12.) | 7,2 %-P. | (13.) | - | o | o | - | -2 | (12.) |
| PL | 1,2 % | (11.) | 4,1 %-P. | (8.) | + | ++ | ++ | - | 4 | (3.) |
| NL | 1,6 % | (10.) | 5,4 %-P. | (11.) | + | o | + | o | 2 | (8.) |
| BE | 2,7 % | (8.) | 1,7 %-P. | (2.) | o | o | + | o | 1 | (9.) |
| GR | -4,5 % | (14.) | 4,4 %-P. | (9.) | -- | -- | -- | -- | -8 | (14.) |
| CZ | 4,0 % | (5.) | 4,6 %-P. | (10.) | + | ++ | ++ | o | 5 | (2.) |
| PT | 3,2 % | (7.) | 6,0 %-P. | (12.) | o | o | + | o | 1 | (9.) |
| SE | 5,8 % | (2.) | 4,0 %-P. | (7.) | o | o | ++ | + | 3 | (6.) |
| HU | 5,2 % | (3.) | 7,3 %-P. | (14.) | ++ | ++ | ++ | ++ | 8 | (1.) |
| AT | 5,8 % | (1.) | 1,3 %-P. | (1.) | ++ | o | + | + | 4 | (3.) |

Abb. 19: Bewertung Wertentwicklung, Wertschwankung und Fundamentaldaten über 5 und 10 Jahre – Rangfolge der untersuchten Länder;
Quellen: Eurostat, OECD; eigene Berechnung und Darstellung.

Die Märkte können insofern nach Wachstum (Wertentwicklung), Volatilität (Stabilität) und Unterstützung (Fundamentaldaten) unterschieden werden.

In der Zehnjahresbetrachtung führt Österreich in den Rangfolgen Wertentwicklung (höchste p. a.) und Volatilität (niedrigste über Zeitraum). Ungarn liegt bei den Immobilienwerten nach Schweden auf dem dritten Rang, fällt durch die starke Schwankung der Wachstumsraten allerdings bei der Volatilität ans hintere Ende der Rangliste. Nach Österreich liefert Deutschland mit Rang 4 in der Wertentwicklung sowie Rang 3 im Volatilitätsranking günstige Investitionsdaten. Diese Einschätzung zum deutschen Markt wird durch die Bewertung der Fundamentaldaten gestützt. Dort teilt sich Deutschland aufgrund positiver Wertungen beim Einkommen (+1), beim BIP/Kopf (+2) sowie bei den Baukosten (+1) den dritten Rang mit Polen und Österreich. Lediglich Ungarn (jeweils zwei Pluspunkte bei allen vier Einflussgrößen) und Tschechien (+5) platzieren sich davor. Wenig überraschend nimmt Griechenland den letzten Platz ein und zeigt, ganz im Gegensatz zum Spitzenreiter Ungarn, bei allen Kennzahlen ein negatives Wachstum p. a., was letztlich in acht Minuspunkten resultiert. Spanien und Italien teilen sich davorliegend Rang 12. Und auch Frankreich (Platz 11) schneidet mit einem Minuspunkt (rückläufige Entwicklung des Mietindex; neutrale Bewertung der übrigen Kennzahlen) schlecht ab. Als nachhaltig erweist sich auf Basis dieser Analyse auch der Markt in Großbritannien, in dem die Wertentwicklung, Volatilität und Bewertung der vier Einflussgrößen allesamt im guten Mittelfeld (jeweils Platz 6) des Ländervergleichs liegen.

Im kurzfristigen Untersuchungszeitraum wird die Spitzengruppe weitgehend bestätigt. Bei der Entwicklung der Immobilienwerte und Fundamentalgrößen liegt wiederum Ungarn vorn. Deutschland fällt in dieser zeitlichen Betrachtung bei den Kaufwerten und Einflussgrößen im Vergleich zum Zehnjahreszeitraum etwas ab, kann sich mit Rang 6 (Wertentwicklung) und Rang 5 (Fundamentaldaten, geteilt mit Österreich und Portugal) dennoch jeweils im oberen Mittelfeld platzieren. Zudem

erwies sich der deutsche Markt über die vergangenen fünf Jahre mit einer Volatilität von lediglich 1,1 Prozentpunkten als stabilster unter allen 14 Ländern.

Die beispielhaft dargestellten Bewertungsansätze und die sich daraus ergebenden Rangfolgen können mithilfe weiterer Kennzahlen, komplexerer Einordnungen bzw. Gewichtungen, differenzierter Modelltests und einer entsprechenden Implementierung zu einem automatisierten Screening-System ausgebaut werden. Rangfolgen liefern Anhaltspunkte zu einer günstigen bzw. eher nachteiligen Marktauswahl. Gleichwohl wird sich die Portfoliostrategie nicht einseitig auf den Ersten in einer Rangfolge stützen, sondern im Sinne einer Streuung regelmäßig mehrere Märkte berücksichtigen. Hierzu dienen weitergehende Bewertungsmodelle zur Abbildung von Diversifikationspotenzialen.

Marktbewertung anhand des Beitrags zur Portfoliooptimierung

Unabhängig von bestimmten Präferenzen von Investoren für einzelne Märkte erfolgen Investitionen nicht ausschließlich (zu 100 %) in demjenigen Markt, der in einer bestimmten Rangfolge führt. Die praktische und auch wissenschaftliche Begründung liefert das Prinzip der Risikostreuung. Wie bei der Auswertung der Kennzahl Volatilität zu sehen ist, sind alle – auch relativ starke – Märkte bestimmten Schwankungen unterworfen. In diesem Sinne würden auch die bewertungsbezogenen Jahresergebnisse eines Objektes bzw. Fonds schwanken. Bei Fokussierung auf einen Einzelmarkt ließen sich allenfalls risikoärmere (schwankungsärmere) Märkte wählen, was oft mit einem deutlichen Renditerückgang erkaufte wird. Für die betrachteten Märkte und eine langfristige Betrachtung von 2000 bis heute würde dies beispielsweise für Belgien, Österreich und Deutschland zutreffen. Sicher ist das Investoreninteresse speziell an Deutschland – dem größeren und liquideren Markt dieser Dreiergruppe – so zu erklären.

Im Sinne der gleichmäßigen Entwicklung eines Portfolios und der Reduzierung angenomme-

ner oder auch nicht vorhersehbarer Risiken basiert die klassische Portfoliostrategie auf einer Risikostreuung. Bleibt man vorerst auf der Ebene der Länder, könnte die Risikostreuung beispielsweise über eine Gleichverteilung der Assets über alle Märkte umgesetzt werden. Bei 20 potenziellen Märkten würde also in jeden Markt 5 % der Gesamtanlage investiert werden. Ein solches Vorgehen ist selten effizient. Zum einen werden die einzelnen Anlagebeträge recht gering, was ungünstige Kostenstrukturen etwa für die Markterschließung und das regionale Management verursacht. Zum anderen kann der Nutzen einer sehr breiten Streuung auch dann gering sein, wenn sich einzelne Märkte relativ ähnlich zueinander verhalten. Eine rechnerische Lösung dieses Marktauswahl- und Optimierungsproblems

wurde mit der Portfoliotheorie von Markowitz geschaffen. Das entsprechende Modell legt marktbezogenen Renditen, Volatilitäten und Korrelationen zugrunde und testet denkbare Portfoliostrukturen hinsichtlich einer optimalen Rendite-Risiko-Relation. In einer gewissen Bandbreite vom Risikominimum bis zum Renditemaximum sind verschiedene Portfolios denkbar, die zum eingegangenen Risiko jeweils die optimale Rendite ausweisen. Diese „Effizienzkurve“ lässt sich auch für die hier betrachteten Wertentwicklungen darstellen. Rein unter dem Aspekt der Wertentwicklung und deren Volatilität (unter Ausblendung weiterer Ertragskomponenten, insbesondere des Cashflows), ergeben sich die in Abb. 20 dargestellten Optima.

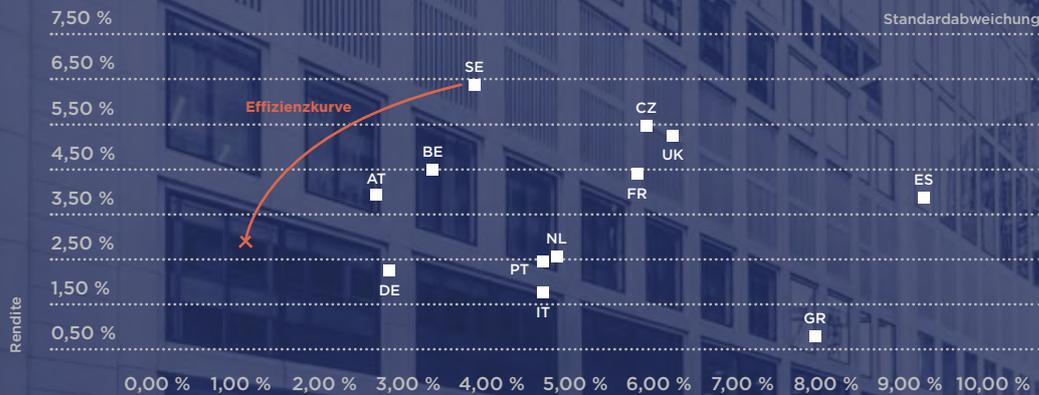


Abb. 20: Entwicklung (Wachstum p. a.) des Hauspreisindex (Rendite) und Volatilität seit 2000 und Darstellung der Effizienzkurve (aufgrund fehlender Daten ohne Polen und Ungarn); Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Einen Extrempunkt bildet ein Portfolio, das zu 100 % in Schweden investiert ist und damit die höchste denkbare Wertrendite aller Einzelmärkte und Marktkombinationen erwirtschaftet. Gleichwohl wird dies mit einem Risiko (Wertschwankung) erkaufte, das oberhalb anderer infrage kommender Märkte liegt. Viele Investoren werden Märkte mit geringerem Risiko bevorzugen. Entlang der Effizienzkurve gibt es hierfür ein Spektrum jeweils renditeoptimaler Portfolios zum präferierten (höheren oder niedrigeren)

Risiko. Ein Minimum des Risikos ergibt sich am linken Ende der Effizienzkurve aus einer bestimmten Marktkombination, die nicht ausschließlich einen der Einzelmärkte beinhaltet. Der rechnerisch erreichbare Minimalwert der Schwankungsbreite liegt noch deutlich unter der Volatilitätskennzahl des stabilsten Markts Österreich. Das risikominimale Portfolio beinhaltet mit 43 % zu einem großen Anteil den deutschen Markt, daneben mit jeweils sinkenden Anteilen auch Italien, Österreich und Schweden. Gleich-

zeitig bedeutet dies, dass rein rechnerisch diese vier Märkte zur Risikominimierung bereits ausreichen und die weiteren acht Märkte hierfür vorerst nicht benötigt werden. Gleichwohl können grundsätzliche Überlegungen der Portfoliostrategie dennoch weitere Märkte berücksichtigen, etwa wenn diese passende Substitute der vorgenannten Märkte bilden, ein besonderes Potenzial aufweisen oder durch bestimmte Anlagequoten vorgegeben sind. Zusatzparameter wie Mindest- oder Höchstanteile können die Effizienzkurve und damit das Risikominimum bzw. Renditemaximum mehr oder weniger stark verschieben, gleichwohl bleibt das Optimierungsmodell auch in abgewandelter Form weiter nutzbar. Entlang der Effizienzkurve zwischen Risiko-

minimum und Renditemaximum gibt es weitere optimale Portfoliokombinationen. Akzeptiert man ein etwas höheres (mittleres, nicht maximales) Risiko, so sind auch Wertsteigerungen von ca. 5 % denkbar. Die Portfoliostrukturen sehen hier anders aus. Der Anteil von Deutschland entfällt, dafür wächst der Beitrag von Österreich und Schweden. Auch die Märkte in Belgien und Tschechien werden in der Anlagestrategie genutzt.

Einen Überblick zu optimalen Portfoliostrukturen und deren Rendite-Risiko-Relation entlang der Effizienzkurve zeigt Abb. 21. Daraus ergeben sich zahlreiche, jeweils effiziente Marktkombinationen je nach Investitionsprofil des jeweiligen Fonds.

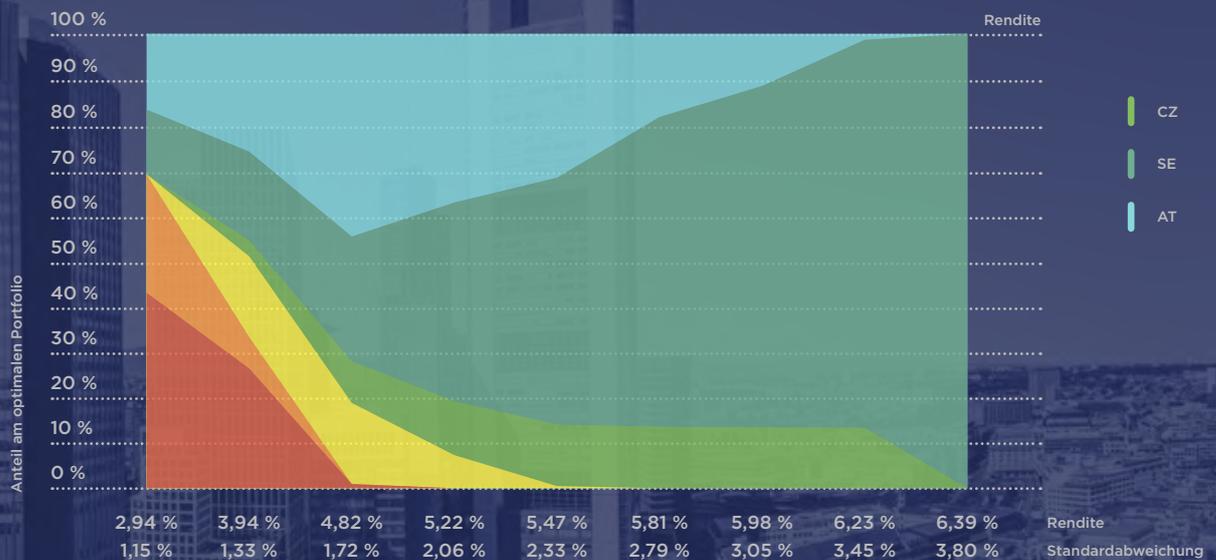


Abb. 21: Darstellung optimaler Portfoliostrukturen - basierend auf Entwicklung des Hauspreisindex;
Quelle: Eurostat; eigene Berechnung und Darstellung.

Weiteres Diversifikationspotenzial innerhalb der polyzentrischen Struktur Deutschlands

Eine weitergehende Diversifikation des Immobilienportfolios kann ausgehend von der Länderauswahl auf einer tieferen Ebene durch die Wahl von spezifischen Immobilientypen,

regionalen Standorten oder qualitativ unterschiedlichen Objekten erfolgen.

Regionale Diversifikationspotenziale innerhalb eines Landes werden u. a. davon bestimmt, ob es dominierende Zentren gibt - wie etwa in Frankreich die Île-de-France bzw. Paris als Stadt oder Großbritannien mit London. Dort konzentrieren sich Flächennach-

frage, Transaktionen und dementsprechend auch Mieten und Werte auf einen Standort, während alle weiteren Standorte als allenfalls sekundäre Märkte gelten. Diese sind hinsichtlich ihrer Größe, Liquidität und Transparenz der Hauptstadt deutlich nachgelagert, was in der Bewertung internationaler Investoren eine wesentliche Rolle spielt.

In Deutschland gibt es – anders als beispielsweise in Großbritannien – mehrere Zentren bzw. Großstädte mit einer jeweils ähnlichen Investmentqualität bezogen auf Marktgröße, Dynamik, Miethöhe und Transaktionsvolumen. Geografische Diversifikationspotenziale bestehen innerhalb des Landes aufgrund regional unterschiedlicher Wirtschaftsstrukturen (z. B.

Anteil Dienstleistungen/Industrie) und demografischer sowie sozioökonomischer Parameter (z. B. Altersstruktur, Kaufkraft). Für die weitere Analyse sei auf den Empira-Researchbericht von November 2019 „Wo sind Wohnimmobilien-Investments besonders nachhaltig?“ verwiesen.

Die nach Einwohnern und auch Wohnungsbestand größte Stadt Berlin hat zwar ein höheres Preisniveau als der Landesdurchschnitt, aber nicht allzu deutlich im Vergleich zu anderen deutschen Metropolen. Zudem ist der Preisaufschlag auch zum Landesdurchschnitt weit weniger ausgeprägt als in eher zentralistischen Ländern wie Großbritannien oder Frankreich (Abb. 22).

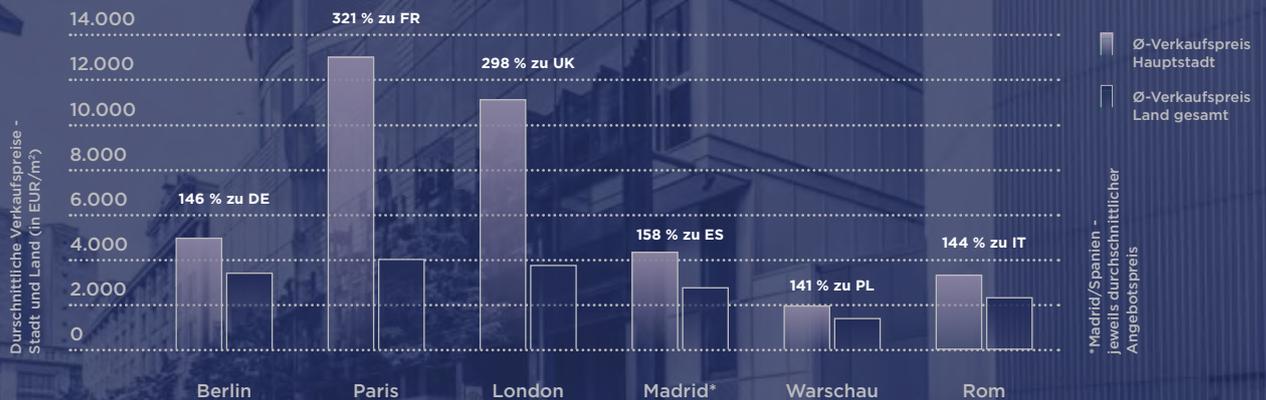


Abb. 22: Vergleich durchschnittlicher Verkaufspreise ausgewählter Hauptstädte und dazugehöriger Länder (neuwertige Wohnungen, 2018); Quelle: Deloitte Property Index (8. Ausgabe, 2019); eigene Darstellung.

Die polyzentrische Struktur Deutschlands bietet bereits auf Ebene der großen Ballungsräume zahlreiche Optionen für eine regionale Diversifikation. Institutionelle Investments fokussieren sich klassischerweise auf wachstumsstarke und liquide Standorte. In Deutschland sind dies meist die Top 7-Städte Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart.

In den vergangenen Jahren rückten jedoch zunehmend auch kleinere Städte in den Fokus von Investoren, zuerst im Umfeld der Top 7, später auch in der weiteren Fläche. Bezogen auf mögliche Diversifikationseffekte innerhalb

Deutschlands sind somit weitere Teilmärkte fallweise interessant. Zur Analyse und Unterscheidung kann neben den Kaufpreisen auch die Mietenentwicklung betrachtet werden.

Die wert- und ertragsrelevanten Wohnungsmieten sind zwar bundesweit in der Breite des Markts gestiegen, die prozentualen Anstiege fielen jedoch sehr unterschiedlich aus. In einer Analyse von 60 deutschen Standorten im Zeitraum 2014–2019 reichte die Bandbreite von +42,5 % in Berlin bis zum mit nur +4,0 % kaum gewachsenen Chemnitz. Für drei nach Größenklassen gebildete Cluster sind ebenfalls die jeweiligen Mittelwerte des Mietenanstiegs

berechnet. Dabei zeigt sich, dass die primären Investitionsstandorte (Top 7) mit +26,6 % über 5 Jahre tatsächlich den höchsten Zuwachs zeigen. Die kleineren, tertiären Standorte (bis 200.000 Einwohner) bilden das Schlusslicht. Diese liegen mit +18,6 % allerdings nur knapp hinter den sekundären Standorten mit einer Entwicklung von +18,9 %. Abb. 23 zeigt die dominante Rolle der primären Standorte und die regionalen Unterschiede. Eine auf den polyzentrischen deutschen

Wohnungsmarkt bezogene regionale Diversifikation kann zum einen eine internationale Anlagestrategie ergänzen. Zum anderen kann sie ersatzweise eingesetzt werden, sofern internationale Märkte fallweise nicht in Frage kommen (z. B. faktische Markteintrittsbarrieren, vorgegebene Anlagerestriktionen). Dem Nachteil geringerer Diversifikationseffekte stehen Vorteile wie kostengünstigere Marktbearbeitung, vorhandene Netzwerke und bisherige Erfahrungen gegenüber.

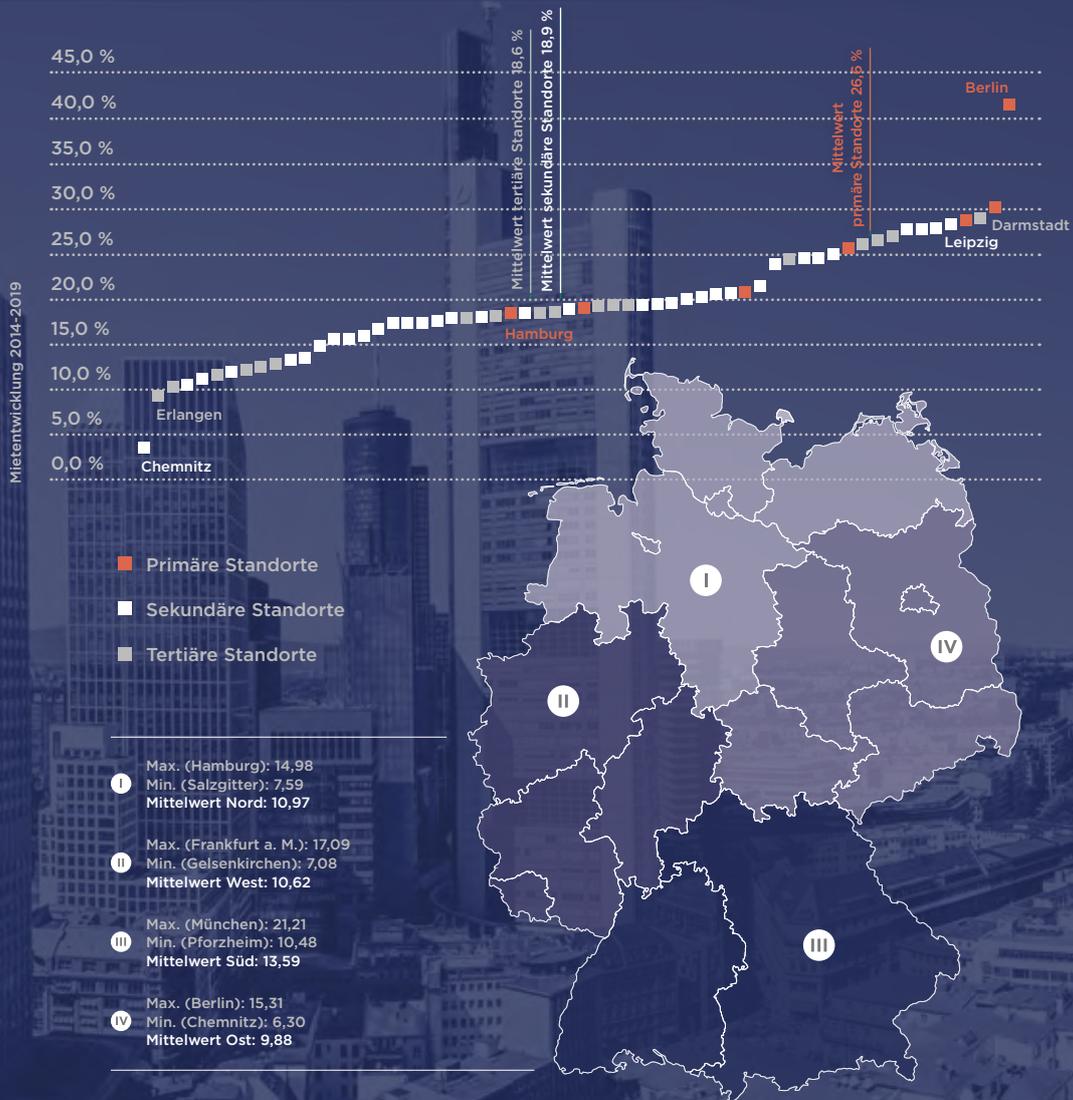


Abb. 23: Mietenniveau und -dynamik nach Städten und Clustern (Region, Größe), 60 deutsche Städte, Neubaumieten 2019 bzw. Änderungsrate Mietenniveau 2014-2019; Quelle: F+B GmbH; eigene Berechnung und Darstellung.

4. Fazit

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt ist für internationale Investoren trotz seiner vergleichsweise überschaubaren Wertentwicklung attraktiv. Gründe sind seine stabile Entwicklung, die Unterlegung durch ökonomische Faktoren sowie der Diversifikationsbeitrag in der Portfoliooptimierung insbesondere im Bereich des niedrigen Risikos (Senkung der Volatilität).

Die untersuchten 14 Länder geben hinsichtlich ihrer Immobilienpreisentwicklung sowie der Dynamik der betrachteten Einflussgrößen ein sehr heterogenes Bild ab. Während die drei osteuropäischen Staaten Ungarn, Tschechien und Polen in ihrer Wertentwicklung weit über Deutschland liegen (bedingt durch Transformations- und Aufholprozesse), zeigen sie auch sehr hohe Schwankungsbreiten. Sie bedienen somit Investoren mit einem höheren Risikoprofil.

Bedingt durch die Eurokrise zeigen die Daten von Volkswirtschaften wie Griechenland, Italien, Spanien und Portugal zwar ebenfalls ein hohes Risiko an, stellen diesem jedoch keine adäquate Rendite gegenüber. Entsprechende Anlageüberlegungen institutioneller Investoren dürften sich daher allenfalls auf Aufholeffekte bzw. eine mögliche Erholung richten, was derzeit nur bedingt abschätzbar

ist (Tendenzen beispielsweise in Portugal).

Angesichts der zunehmenden Unsicherheit in vielen Immobilienmärkten wird die Unterlegung der Wertentwicklung durch realwirtschaftliche Faktoren immer wichtiger. Eine Gegenüberstellung von Immobilienpreisen, Mieten, Einkommen, Wirtschaftskraft und Neubaukosten ist für die Bewertung und Investitionsentscheidung unerlässlich.

Langfristig bietet der deutsche Markt Stabilität für die Asset-Allokation europaweiter Anlagestrategien. Höhere Renditen lassen sich durch die Kombination mit anderen Märkten wie Schweden, Österreich, Tschechien und Belgien erreichen. In der Umsetzung der Anlagestrategie bietet der deutsche Markt Vorteile durch seine Größe, seine Liquidität und seine polyzentrische Struktur, die zum einen eine breite Auswahl hinreichend großer Teilmärkte bietet und zum anderen auch eine regionale Diversifikation ermöglicht.

Insgesamt sind durch die sehr unterschiedlichen europäischen Märkte vielfältige Portfoliostrukturen und mithin Rendite-Risiko-Profile von Immobilienanlagen möglich. Nachhaltige, risikominimale Investmentstrategien werden jedoch den deutschen Wohnimmobilienmarkt weiterhin vorrangig berücksichtigen.



REAL EXPERTS.
REAL VALUES.

Autor



PROF. DR. STEFFEN METZNER MRICS
Head of Research, Empira Gruppe

Kontakt

Empira Gruppe
Baarerstrasse 135
6300 Zug
Schweiz

Tel. +41 41 72875-75
Fax +41 41 72875-79

www.empira.ch

Empira Asset Management GmbH
Martin-Luther-Ring 12
04109 Leipzig
Deutschland

Tel. +49 341 989783-0
Mail sm@empira-am.de

Stand: April 2020
Haftungsausschluss: Alle Angaben ohne Gewähr. Änderungen bleiben vorbehalten.

Weitere Researchberichte stehen online auf der Website der Empira Gruppe unter www.empira.ch zum Download zur Verfügung.

