



Makro Research  
April 2023

### Management Summary

- Die hohe Inflation beruht ursächlich einerseits auf der Überstimulierung der weltweiten Güternachfrage durch überdimensionierte Fiskalprogramme in der Corona-Zeit und andererseits auf dem Krieg in der Ukraine, der in Europa einen Energiepreisschock ausgelöst hat. Während diese exogenen Ursachen langsam abflauen, sorgt eine Verstärkung endogener Effekte wie z.B. Lohn-Preis-Spiralen dafür, dass der Inflationsschub weiter anhält. Vor dem Hintergrund der enormen Inflationsrisiken haben die Notenbanken 2022 die Zinswende eingeläutet.
- Eine Anlage in Immobilien gilt sprichwörtlich als sicher und wertbeständig und wird daher oft als Inflationsschutz gesehen. Ein mechanistischer Zusammenhang der Inflation mit der Wertentwicklung von Immobilien ist zwar nicht nachweisbar. Wenn die Inflation durch starkes Wirtschaftswachstum getrieben ist, profitieren Immobilienerträge in der Regel durch steigende Mieten bzw. Mietertragsersparungen. Wird die Inflation jedoch durch steigende Kosten bei eher schwächerem BIP-Wachstum angefacht, können die Auswirkungen für Immobilienerträge zunächst auch negativ sein.
- Nach den drastischen Renditeanstiegen zehnjähriger Bundesanleihen 2022 ist die relative Attraktivität von Immobilien im Vergleich zu risikofreien Assets gesunken. Zeitverzögert haben sich die Ankaufsrenditen spürbar erhöht. Andererseits stiegen auch die Mieten, z.B. als Folge der explodierenden Baukosten, des niedrigen Leerstands im Class A-Segment und der höheren ESG-Anforderungen. Die z.T. sehr hohe Mietwachstumsdynamik konnte jedoch den Effekt steigender Ankaufsrenditen bislang noch nicht kompensieren.
- Die Performance-Werte Offener Immobilienfonds (OIF) mit überwiegend gewerblichen Immobilien im In- und Ausland zeigten in der Vergangenheit einen weitgehenden Gleichlauf mit der Inflation. Auf Portfolioebene bieten indexierte Mietverträge je nach Land und Nutzungsart einen Inflationsschutz. Die außergewöhnlich hohe Inflation hat 2022 das Renditeniveau der OIFs zwar überstiegen, dies lässt sich jedoch für alle anderen Anlageklassen ebenfalls feststellen. Die grundsätzliche Inflationsresistenz von OIF ist dadurch nicht in Frage gestellt: Durch den langfristigen Anlagehorizont bei OIFs wird dieser Effekt wieder ausgeglichen.

### Ansprechpartner

---

Andreas Wellstein, Tel. (069) 7147-3850, andreas.wellstein@deka.de

---

**Internet:** <https://deka.de/deka-gruppe/research>

**Impressum:** <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

### Rechtliche Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



**Makro Research**  
**April 2023**

### Ursachen der hohen Inflation

Der beispiellose Inflationsschub, den Europa im vergangenen Jahr erlebt hat, beruht im Wesentlichen auf zwei exogenen Ursachen. Erstens: Eine Überstimulierung der weltweiten Güternachfrage durch überdimensionierte Fiskalprogramme in der Corona-Zeit in Verbindung mit Corona-bedingten Produktionsschwierigkeiten. Diese Kombination hatte bereits im Herbst 2021 die weltweiten Güterpreise steigen lassen. Zweitens: Der russische Krieg in der Ukraine. Er hat zumindest in Europa einen größeren Energiepreisschock ausgelöst als die Ölpreiskrisen in den 1970er Jahren. Die damit verbundenen Überwälzungen fanden seit Frühjahr 2022 statt.

Mit dem Angriff Russlands auf die Ukraine nahm die Inflation erheblich an Fahrt auf (Abb. 1). Vor allem Energiegüter verteuerten sich, wovon der Euroraum und insbesondere Deutschland aufgrund der Abhängigkeit von russischem Erdgas und Erdöl stärker betroffen waren als andere Regionen. Zudem stiegen die Verbraucherpreise von Lebensmitteln außergewöhnlich stark. Ab Mitte 2022 verdichteten sich Anzeichen für eine allmähliche Entspannung der globalen Lieferkettenprobleme, der Anstieg der Rohstoffpreise bildete sich zum Teil zurück und die Entwicklung der Erzeugerpreise flachte ab.

**Abb. 1: Inflationsrate (HVPI) Euroland**



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

Auf die exogenen Auslöser folgten endogene Reaktionen der Wirtschaft, die zum Teil immer noch andauern. Arbeitnehmer stellen höhere Lohnforderungen und setzen diese gegebenenfalls mittels Streik durch. Unternehmen ändern aufgrund hoher Kosten ihr Angebotsverhalten und erhöhen die Preise in kürzeren Abständen. Jahrzehntelang waren Preiserhöhungen in der Industrie aufgrund des extremen weltweiten Wettbewerbs kaum durchsetzbar gewesen. Die Corona-Ökonomie bot dafür einen Anlass, der global für Unternehmen gleich dringlich war: Eine steigende Güternachfrage traf weltweit auf eingeschränkte

Produktionskapazitäten. Auch wenn die exogenen Ursachen der Inflation langsam abflauen, sorgt eine Verstärkung der endogenen Effekte dafür, dass der Inflationsschub weiter anhält.

### Reaktion der Notenbanken

Vor dem Hintergrund der enormen Inflationsrisiken läuteten die Notenbanken 2022 die Zinswende ein. Die Geldpolitik hatte zuvor über längere Zeit die Tragweite des Inflationsprozesses unterschätzt. Zum größten Teil ist dies mit dem unvorhergesehenen Angriffskrieg Russlands in der Ukraine zu erklären, der die Dimension des bereits angelegten Inflationsprozesses noch einmal mehr als verdoppelt hatte. Ein weiterer Grund lag jedoch auch in der geschilderten Verhaltensänderung der Unternehmen. Sie ist in den statistischen Modellen von Notenbanken und Analysten nicht enthalten gewesen, weswegen die Inflationsgefahren zunächst nicht ausreichend erkannt wurden.

**Abb. 2: Leitzinsen**



Quelle: Zentralbanken, DekaBank, \*seit Dez. 2008 Intervallmitte

Nach ihrem anfänglichen Zögern versuchte die Geldpolitik im vergangenen Jahr, durch Jumbo-Zinsschritte und ein so genanntes „Frontloading“ Glaubwürdigkeit zurückzugewinnen (Abb. 2). Die US-Notenbank Fed startete im März mit einer Serie von Leitzinserhöhungen, die EZB dagegen ließ ihrer geldpolitischen Strategie folgend die Leitzinsen zunächst unverändert und konzentrierte sich auf die Einstellung ihrer Wertpapierkaufprogramme. Seit der Jahresmitte begann sie, die Leitzinsen in großen Schritten anzuheben. Im Dezember haben sowohl die Fed als auch die EZB mit Leitzinserhöhungen um 50 Basispunkte das Tempo der geldpolitischen Straffung etwas verlangsamt.

Im Euroraum ist mehr als die Hälfte der hohen Inflationsraten auf die Energiekomponenten zurückzuführen und ursächlich mit dem Krieg in der Ukraine verknüpft. Dieser Teil der Inflation wird im laufenden Jahr abebben, da die Erdgaspreise an den Weltmärkten sich leicht beruhigen sollten und die Überwälzungen in die Verbraucherpreise in der



**Makro Research**  
**April 2023**

ersten Jahreshälfte auslaufen. Insgesamt rechnen wir 2023 mit einer Inflationsrate von 5,5% (Deutschland: 6,4%) und für 2024 wieder mit 2,6% (Deutschland: 2,9%). Der andere Teil der Inflation, die so genannte Kernrate, könnte sich als hartnäckiger erweisen und ist für die Geldpolitik der wichtigere Teil.

Der Rückgang der Inflation im Euroraum seit November 2022 ging in erster Linie von gesunkenen Energiepreisen aus. Zwar verbessert sich dadurch auch der mittelfristige Inflationsausblick. Dennoch ist noch für längere Zeit mit Raten deutlich über dem Inflationsziel von 2% zu rechnen, vor allem aufgrund stark steigender Löhne. Da sich zudem die konjunkturellen Perspektiven zuletzt aufgehellt haben, sehen die Mitglieder des EZB-Rates es als notwendig an, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch eine restriktive Geldpolitik zu drosseln. Sie dürften den Einlagensatz bis zum Sommer 2023 auf 3,5 % oder sogar darüber erhöhen und anschließend dort belassen, bis der allgemeine Trend von Löhnen und Preisen erkennbar nachgelassen hat. Leitzinssenkungen erwarten wir erst in der zweiten Jahreshälfte 2024.

Tatsächlich ist es nicht einfach, zum jetzigen Zeitpunkt zu beurteilen, wie restriktiv die Geldpolitik schon auf Konjunktur und Inflation wirkt. In den USA sind beim Konsum und bei den Investitionen Bremsspurten sichtbar. Es spricht vieles dafür, dass die dortige Wirtschaft derzeit eine milde Rezession durchläuft. Doch zugleich strotzt der Arbeitsmarkt vor Kraft, und das paradoxerweise bei leicht nachlassender Lohndynamik. Die US-Notenbank wird nicht müde, weitere Straffungen der Geldpolitik anzukündigen. Die Kapitalmärkte reagieren darauf mit einer rekord-inversen Zinskurve, was die Erwartung ausdrückt, dass die Rezession in den USA sich verstärken sollte, worauf die Geldpolitik wieder mit Zinssenkungen reagieren würde. Die EZB sendet ähnliche Signale einer weiteren Straffung ihrer Geldpolitik. Auch hier ist das Ausmaß an geldpolitischer Restriktion zur Eindämmung des Inflationsprozesses nicht im Voraus bestimmbar, und die Notenbanken sind auf einen Prozess von Versuch und Irrtum angewiesen.

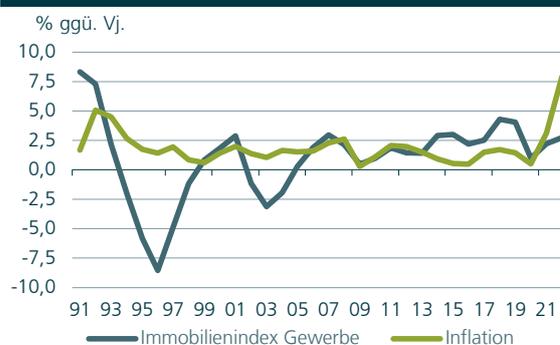
### Inflationsschutz durch Immobilien?

Eine Anlage in Immobilien gilt sprichwörtlich als sicher und wertbeständig und wird daher oft als Inflationsschutz gesehen. Zur Beurteilung dieser Thematik bietet es sich an, zwischen der Wertentwicklung von Immobilien und den Erträgen sowie der Performance offener Immobilienfonds zu unterscheiden.

### Wertentwicklung und Ertragsentwicklung

Wie bei den meisten ökonomischen Größen gibt es auch bei Inflation und Immobilienwerten keinen mechanistischen Gleichlauf. Ein Blick auf den Bulwiengesa Immobilienindex für Gewerbeimmobilien (Abb. 3) zeigt etwa, dass die Veränderungsrate des Index in den 1990er Jahren und Anfängen der 2000er Jahre überwiegend unter der Inflationsrate lag, während seit 2014 die Wertzuwächse bei Immobilien höher ausfielen. 2021 hat der Index die Teuerungsrate erstmals seit 2013 wieder unterschritten.

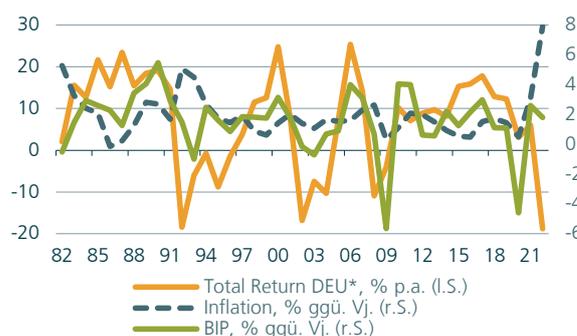
**Abb. 3: Inflation und Immobilienindex**



Quelle: Bulwiengesa, Macrobond, DekaBank

Auch bei den Gesamterträgen von Büroimmobilien ist kein absoluter jährlicher Gleichlauf mit der Inflation (Abb. 4) festzustellen. Das liegt zu einem daran, dass die Reaktion von Immobilienpreisen auf die Verbraucherpreisinflation zeitversetzt stattfindet. Bei den Gesamterträgen kommt vor allem hinzu, dass diese auch von anderen Faktoren als der reinen Preisentwicklung beeinflusst werden. So ist etwa der Zusammenhang zwischen Bruttoinlandsprodukt (BIP) und Erträgen ist deutlich positiver ausgeprägt als zwischen Inflation und Erträgen.

**Abb. 4: Gesamtertrag, Inflation und BIP**



Quelle: Macrobond, PMA, DekaBank; \*Büro, Frankfurt und München



**Makro Research**  
**April 2023**

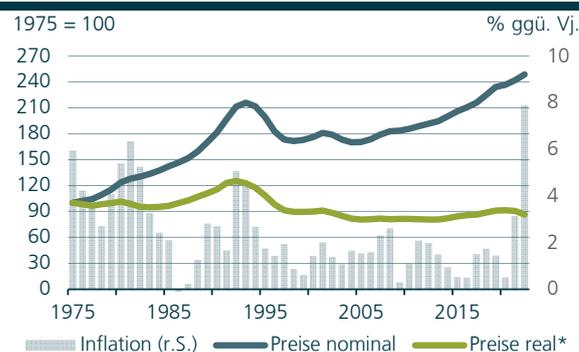
Hilfreich ist dabei auch ein Blick auf die Ursachen von Inflation. Wenn sie durch starkes Wirtschaftswachstum getrieben ist, profitieren die Immobilienerträge von steigenden Mieten bzw. Mietertragerwartungen und somit einer steigenden Mietrendite. Wird die Inflation jedoch durch steigende Kosten und eher schwächeres BIP-Wachstum angefaßt, sind die Auswirkungen für Immobilienerträge eher negativ. Bei höheren Leerständen lassen sich Mieterhöhungen nur schwer durchsetzen. Führt die steigende Inflation außerdem zu steigenden Zinsen, wirken sich steigende Immobilienrenditen über sinkende Wertänderungsrenditen negativ auf die Gesamterträge aus. Sollten die höheren Zinsen die Wirtschaft kurzfristig stark beeinflussen, dürfte der Abschlag bei den Gesamterträgen ebenfalls kurzfristig höher sein (Basisszenario). In einem Szenario mit persistent höherer Inflation und stärkeren Zinsanstiegen dürften sich steigende Renditen stärker negativ auf die Gesamterträge auswirken. In diesem Fall ist der Effekt der Inflation deutlich schwieriger zu prognostizieren. Es kommt darauf an, ob die positiven Effekte steigender Mieten die negativen Renditeeffekte übertreffen können.

Im vergangenen Jahr gelang dies noch nicht. Nach den drastischen Renditeanstiegen zehnjähriger Bundesanleihen durch den Exit aus der Nullzinspolitik ist die relative Attraktivität von Immobilien im Vergleich zu risikofreien Assets deutlich gesunken. Zeitverzögert haben sich die Ankaufsrenditen spürbar erhöht, gerade bei Büroimmobilien. Andererseits stiegen auch die Mieten, z.B. als Folge der explodierenden Baukosten, des niedrigen Leerstands im Class A-Segment und der höheren ESG-Anforderungen. Gerade für sehr gute Büroobjekte im Hinblick auf Mitarbeiterattraktivität, Lage und ESG-Konformität werden stark steigende Spitzenmieten gezahlt. Der robuste Arbeitsmarkt und die Erwartung einer flacher als ursprünglich erwartet ausfallenden Rezession gehören zu den überlagernden Faktoren, die den Immobilienmarkt prägen. Die z.T. sehr hohe Mietwachstumsdynamik konnte jedoch den Effekt steigender Ankaufsrenditen nicht kompensieren. Fallende Kapitalwerte sorgten beim Gesamtertrag für ein Abrutschen in die Verlustzone mit anhaltender Tendenz in 2023. Die Renditen sollten zwar nicht mehr so stark steigen, gleichzeitig dürfte sich die Dynamik bei den Mieten verlangsamen.

Wenngleich ein mechanistischer jährlicher Gleichlauf von Inflation und Immobilienpreisen oder –erträgen nicht festgestellt werden kann, so schneiden Immobilien auf die längere Frist beim Thema Inflationssicherung dennoch gut ab. Ein erneuter Blick auf den Bulwiengesa Immobilienindex (Abb. 5) zeigt, dass Gewerbeimmobilien über einen Zeitraum von fast 50 Jahren, darunter Abschnitte mit hoher Inflation in 1980er und frühen 1990er Jahren, ihren realen

Wert halten konnten und zudem noch Erträge produzieren.

**Abb. 5: Preisentwicklung Gewerbeimmobilien**

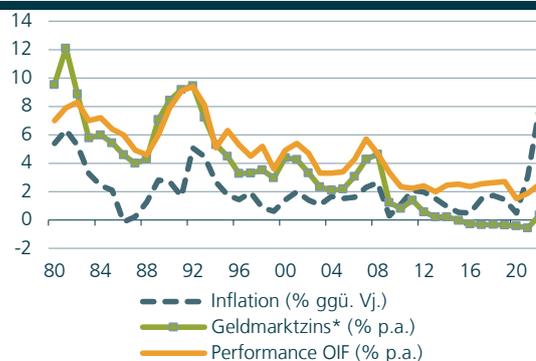


Quelle: Bulwiengesa, Destatis, Macrobond, DekaBank; \*in Relation zur deutschen Verbraucherpreisinflation

### Offene Immobilienfonds und Inflation

Anders als bei den Teilkomponenten Immobilienwerte und Immobilienerträge lässt sich für die Performance Offener Immobilienfonds (OIF) ein klarer und stärker zeitgleicher Inflationsschutz erkennen. Die Performance-Werte von OIF mit überwiegend gewerblichen Immobilien im In- und Ausland zeigten in der Vergangenheit einen weitgehenden Gleichlauf mit der Inflation (Abb. 6) und auch mit dem Geldmarktzins. Dabei lag die Performance der OIFs stets oberhalb der Inflationsrate. Seit der Finanzkrise ist der Gleichlauf weniger stark ausgeprägt. Die Geldpolitik der EZB beeinflusst die Kurzfristzinsen und damit die Entwicklung der Liquidität in den OIFs.

**Abb. 6: OIF-Performance, Inflation und Zinsen**



Quelle: Macrobond, DekaBank; \*Dreimonatsgeld (bis Dez. 1998 Geldmarktsätze am Frankfurter Bankplatz, ab Jan. 1999 EURIBOR)



**Makro Research**  
**April 2023**

Indexierte Mietverträge sind ein wichtiges Instrument auf Portfolio-Ebene, um die Erträge einer Immobilie gegen Inflation abzusichern. Mietverträge von OIFs beinhalten in der Regel sogenannte Wertsicherungsklauseln. Die Mieten sind dabei an einen Preisindex gekoppelt, der üblicherweise von der amtlichen Statistik veröffentlicht wird. Als Bezugsgröße dient meistens der allgemeine Verbraucherpreisanstieg, in einigen Fällen auch ein Baukostenindex, z.B. in Frankreich. Nicht üblich sind indexgebundene Mietverträge in UK, Asien/Pazifik und USA. Hier finden kürzere Vertragslaufzeiten und häufigere Mietanpassungen Anwendung. Möglich sind auch gestaffelte Mietverträge, wobei die Erhöhungen bei Vertragsabschluss vereinbart und als Festbeträge eingeplant werden.

Durch die Indexierungsklauseln steigen die Mieteneinnahmen mit der Inflation automatisch an. Diese Indexierung wird in vielen Ländern vollständig, d.h. zu 100% vollzogen. Auch in Deutschland ist es am häufigsten so, dass die Inflationsrate vollständig auf die Miete aufgeschlagen wird. Teilweise, vor allem bei älteren Verträgen, muss sie jedoch mindestens um 5% zugelegt haben, bevor es zu einer Mietanpassung kommt, seltener liegt diese Hürde sogar bei 10%. Die Mietanpassung richtet sich nach der Inflationsrate des Vorjahres. Dadurch ergibt sich ein Zeitverzug. Ebenso wirkt sich die Inflation auch auf die Bewirtschaftungskosten der Fonds aus. Daher entwickelt sich die Rendite der Fonds nicht in einem vollständigen Gleichlauf zur Inflation. Neue Mietverträge haben i.d.R. zunächst anpassungsfreie Zeiten – eine Inflationsindexierung greift erst später. Bei der Durchsetzbarkeit von Indexierungen spielt es eine Rolle, dass die Mieten insgesamt bezahlbar bleiben, gerade vor dem Hintergrund stark steigender Nebenkosten aufgrund hoher Energiepreise. Der Inflationsschutz indexierter Mietverträge ist besonders effektiv bei Mietern mit geringen inflationsbedingten Kostenrisiken bzw. bei Mietern, die steigende Kosten über höhere Preise an ihre Kunden weitergeben können, z.B. staatliche Mieter über höhere Steuern oder Konsumgüterhersteller mit hoher Preissetzungsmacht.

### Fazit

Die hohe Inflation resultiert vorwiegend aus der Überstimulierung der Güternachfrage während der Corona-Pandemie und dem Krieg in der Ukraine, der zu einem Energiepreisschock geführt hat. Auch wenn diese exogenen Ursachen langsam abflauen, sorgt eine Verstärkung der endogenen Effekte wie z.B. Lohn-Preis-Spiralen dafür, dass der Inflationsschub weiter anhält. Die Inflation wird jedoch unserer Einschätzung zufolge weiterhin im Bereich von 2 % verankert bleiben. Denn die Notenbanken sind willens und fähig, dieses Ziel mittel- bis langfristig zu erreichen. Im Vergleich zu den vergangenen zehn Jahren wird in Zukunft allerdings ein strukturell höherer Inflationsdruck herrschen. Dafür sorgen unter anderem die Nachwehen der langen Phase einer ultra-expansiven Geldpolitik, das Zurückdrehen der Globalisierung mit wettbewerbsdämpfenden Folgen sowie der Arbeitskräftemangel in vielen Regionen. Hinzu kommen preistreibende Effekte der grünen Transformation der Weltwirtschaft. Höhere Inflationsraten bedürfen aber höherer Leitzinsen, die wiederum zu höheren Geldmarktzinsen und längerfristigen Renditen führen werden als in den vergangenen Jahren.

Wenngleich ein mechanistischer jährlicher Zusammenhang der Inflation mit der Wertentwicklung von Immobilien nicht nachweisbar ist, sind Immobilieninvestitionen im Vergleich zu anderen Anlageklassen ein guter Inflationsschutz. Die Auswirkung der Inflation auf den Immobilienmarkt hängt dabei kurzfristig auch u.a. von der Zinsentwicklung, vom Mietwachstum sowie weiteren überlagernden Faktoren ab. Langfristig jedoch bleiben Immobilien in realer Rechnung wertstabil.

Die Performance von Immobilienfonds verändert sich ebenfalls nicht automatisch mit der Inflationsrate. Durch die häufig vereinbarte Mietindexierung werden Inflationsentwicklungen jedoch schnell in den Fonds nachgeholt. So hat etwa die durch Sondereffekte außergewöhnlich hohe Inflation 2022 das Renditeniveau der OIFs überstiegen. Dies lässt sich jedoch für alle anderen Anlageklassen ebenfalls feststellen. Die grundsätzliche Inflationsresistenz von OIF ist dadurch aber nicht in Frage gestellt. Durch den langfristigen Anlagehorizont bei OIFs wird dieser Effekt wieder ausgeglichen. Sollte sich wider Erwarten die Inflation als Dauerzustand einstellen, dürfte sich dies auch in einer höheren Wertentwicklung der OIFs widerspiegeln.