



### Management Summary

- Die hohen Inflationsraten in Europa und in den USA sind ein kombiniertes Nachfrage- und Angebotsproblem. Bislang folgt der Markt der Einschätzung der Europäischen Zentralbank, dass es sich bei den derzeitigen Inflationsanstiegen um zeitlich begrenzte Entwicklungen handelt. Wichtig für die Inflationsentwicklung 2022/23 sind weniger die coronabedingten Preissteigerungen, sondern mögliche Zweitrundeneffekte. Diese sollten sich im Euroraum zwar in Grenzen halten, dennoch dürfte die Inflation auf einem höheren Niveau als in der Zeit vor der Pandemie liegen.
- Eine Anlage in Immobilien gilt in der Regel als sicher und wertbeständig und wird daher oft als Inflationsschutz gesehen. Ein eindeutiger Zusammenhang der Inflation mit der Wertentwicklung von Immobilien ist jedoch nicht nachweisbar. Wenn die Inflation durch starkes Wirtschaftswachstum getrieben ist, profitieren die Immobilienerträge durch steigende Mieten bzw. Mietertragerwartungen. Wird die Inflation jedoch durch steigende Güterpreise und eher schwächeres BIP-Wachstum angefacht, sind die Auswirkungen für Immobilienerträge eher negativ.
- Die Performance-Werte Offener Immobilienfonds (OIF) mit überwiegend gewerblichen Immobilien im In- und Ausland zeigten in der Vergangenheit einen insgesamt weitgehend gleichen Verlauf mit der Inflation. Auf Portfolioebene bieten – in Abhängigkeit von länderspezifischen Gegebenheiten und der Nutzungsart – indexierte Mietverträge einen Inflationsschutz. Die Inflation in 2021 hat das Renditeniveau der OIFs überstiegen. Ihre grundsätzliche Inflationsresistenz sollte dadurch jedoch nicht in Frage gestellt werden. Durch den langfristigen Anlagehorizont bei OIFs wird dieser Effekt wieder ausgeglichen.

### Ansprechpartner

---

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



### Hohe Inflation - vorübergehend

Die hohen Inflationsraten in Europa und in den USA sind ein kombiniertes Nachfrage- und Angebotsproblem. Eine trotz Gesundheitskrise hohe Konsumnachfrage trifft auf ein Angebot, das coronabedingt nicht „in Normalform“ ist. In Euroland haben Güter, Lebensmittel und Energie mit einem Anteil von 58% des Warenkorbs maßgeblichen Anteil an den Preissteigerungen. Hier werden die Kostensteigerungen (Rohstoffe, Transport) in Teilen an die Verbraucher weitergegeben. Das Ausmaß dieser Überwälzung unterscheidet sich bislang nicht von anderen Preissteigerungsphasen bei Vorprodukten in der Vergangenheit. Für die kommenden Monate gilt, dass Energiepreise von ihren bereits hohen Niveaus aus durchaus noch einmal steigen könnten (je nach Härte des Winters auf der Nordhalbkugel), bei Industrie- und Lebensmittelpreisen sollten die Anstiegsraten jedoch deutlich zurückkommen. Die Konsumnachfrage wird sich mit auslaufenden Fiskalimpulsen langsam normalisieren, die Angebotshürden sollten nach Neuplanungen und Adaptionen in den Unternehmen wieder abgebaut werden.

Abb. 1: Inflationsrate (HVPI) Euroland



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank (Stand: 13.01.2022)

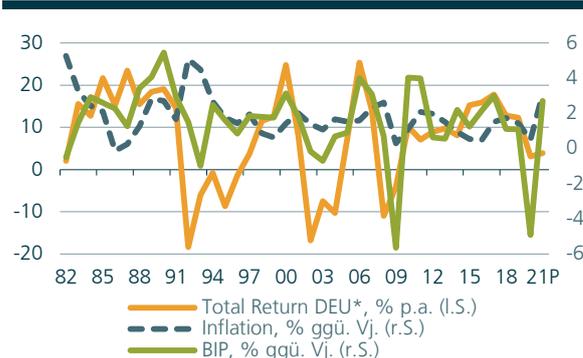
Bislang folgt der Markt der Einschätzung der Europäischen Zentralbank, dass es sich bei den derzeitigen Inflationsanstiegen um zeitlich begrenzte Entwicklungen handelt. Wichtig für die Inflationsentwicklung 2022/23 sind weniger die coronabedingten Preissteigerungen, sondern mögliche Zweitrundeneffekte. Diese sollten sich im Euroraum zwar in Grenzen halten, dennoch dürfte die Inflation auf einem höheren Niveau als in der Zeit vor der Pandemie liegen. Konkret erwarten wir für 2022 eine Inflationsrate von 3,2% für Euroland (Deutschland: 3,7%) und für 2023 von 1,7% (Deutschland: 1,8%). Voraussetzung für dieses Szenario ist, dass Arbeitgeber und Arbeitnehmer bei der bisherigen Pra-

xis moderater Lohnabschlüsse bleiben. In Deutschland erscheint uns für 2022/23 dabei auf gesamtwirtschaftlicher Ebene ein Lohnerhöhungsspielraum von 2,5 bis 3% gegeben. Vorübergehend leicht darüber liegende Abschlüsse würden das Inflationsziel der EZB wahrscheinlich ebenfalls noch nicht gefährden. Die Alterung und Schrumpfung der Erwerbsbevölkerung sowie die Nachhaltigkeitstransformation der Wirtschaft könnten ab Mitte des Jahrzehnts zusätzlichen Druck auf den Inflationskessel bringen. Sollte die Inflation 2022 nochmals negativ überraschen, dürfte die EZB handeln und Zinserhöhungen auf 2023 vorziehen. Aber selbst in diesem Fall würden die Sparerzinsen nicht über die Inflationsrate hinaus ansteigen. Vermutlich werden die Kapitalmärkte den größten Teil der 20er Jahre im Licht eines negativen Realzins stehen. Diese Konstellation begünstigt weiterhin Sachwertanlagen. Offene Immobilienfonds mit Renditen um 2% sind vergleichsweise attraktiver als festverzinslichen Anlagen wie z.B. zehnjährige Bundesanleihen mit negativen Renditen.

### Inflationsschutz durch Immobilien?

Eine Anlage in Immobilien gilt in der Regel als sicher und wertbeständig und wird daher oft als Inflationsschutz gesehen. Ein eindeutiger Zusammenhang der Inflation mit der Wertentwicklung von Immobilien, d.h. mit Mieten oder Immobilienpreisen ist jedoch nicht nachweisbar. Dies zeigt z.B. ein Vergleich der Gesamterträge von Büroimmobilien mit der Inflation (Abb. 2).

Abb. 2: Gesamtertrag, Inflation und BIP



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

Zu Beginn der 1990er Jahre erreichte die Inflation in Deutschland ein hohes Niveau, die Gesamterträge für Büroimmobilien sanken jedoch deutlich. Zwischen 1995 und 2006 blieb die Inflation niedrig, die Erträge jedoch überwiegend hoch. In der Finanzkrise näherten sich beide einander an. Der Zusammenhang zwischen BIP und Erträgen ist deutlich positiver ausgeprägt als zwischen Inflation und

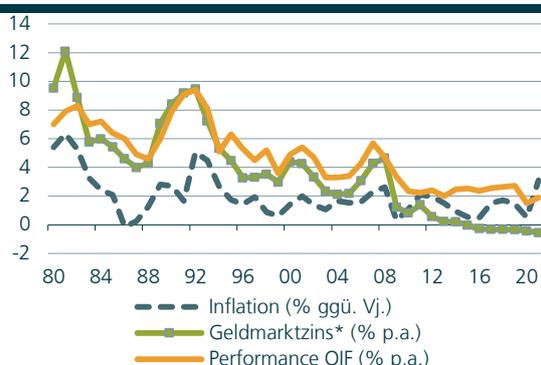


Erträgen. Hilfreich ist ein Blick auf die Ursachen von Inflation. Wenn sie durch starkes Wirtschaftswachstum getrieben ist, profitieren die Immobilienerträge durch steigende Mieten bzw. Mietertragerwartungen und niedrigere Leerstände. Wird die Inflation jedoch durch steigende Güterpreise und eher schwächeres BIP-Wachstum angefacht, 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 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.

### Offene Immobilienfonds und Inflation

Die Performance-Werte Offener Immobilienfonds (OIF) mit überwiegend gewerblichen Immobilien im In- und Ausland zeigten in der Vergangenheit einen insgesamt weitgehend gleichen Verlauf mit der Inflation (Abb. 3) 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. 3: OIF-Performance, Inflation und Zinsen



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

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. Dadurch steigen die Mieteneinnahmen bei hoher Inflation stärker an. 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. Indexierte Mietverträge werden über einen möglichst langen Zeitraum abgeschlossen, nicht-indexierte Verträge sollten dagegen eher eine kurze Laufzeit aufweisen. Ansonsten besteht bei längeren Laufzeiten die Gefahr, dass die inflationsbedingt steigenden Kosten die Mieterträge übersteigen. Dieses Risiko lässt sich jedoch mit Triple-Net-Verträgen eingrenzen, bei denen der Mieter die Instandhaltungskosten trägt.

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.

Bei Einzelhandelsimmobilien gewähren Umsatzmietverträge ebenfalls einen Inflationsschutz, da sich steigende Preise in höheren Umsätzen und wiederum höheren Mieten niederschlagen. Allerdings muss der Einzelhändler den Preisanstieg auf seine Kunden überwälzen können und es darf kein negativer Mengeneffekt dadurch entstehen, dass die Kunden wegen höherer Preise weniger von einem bestimmten Produkt kaufen. Als resilient erweist sich in diesem Zusammenhang vor allem der Lebensmittelhandel, was die Beliebtheit von Nahversorgungszentren und Supermärkten bei Investoren erklärt.

### Fazit

Der derzeitige Inflationsschub ist vorwiegend temporären Sondereffekten geschuldet, deren Ursachen u.a. durch die Corona-Pandemie bedingt sind. Die Inflationsraten auf Monatsbasis sollten im Verlauf von 2022 zwar wieder zurückgehen, im Jahresmittel jedoch über dem Vorjahr liegen und sich auch in den Folgejahren auf einem höheren Niveau als in der Zeit vor Corona bewegen. Durch die anhaltenden

# Immobilien Trends

## Inflation und Immobilien

**Makro Research**  
**Januar 2022**



Engpässe bei Vorprodukten und die stark erhöhten Energiepreise haben sich jedoch die Risiken bezüglich des Inflationsausblicks erhöht.

Die Performance von Immobilienfonds ist nicht automatisch an die Inflationsrate gebunden. Durch die häufig anzutreffende Mietindexierung werden Inflationsentwicklungen jedoch schnell in den Fonds nachgeholt – daraus resultiert bereits mittelfristig ein Inflationsschutz in Immobilienfonds. Die Inflation in 2021 hat das Renditeniveau der OIFs

überstiegen. Ihre grundsätzliche Inflationsresistenz sollte dadurch jedoch nicht in Frage gestellt werden. Durch den langfristigen Anlagehorizont bei OIFs wird dieser Effekt wieder ausgeglichen. Sollte sich wider Erwarten die Inflation dauerhaft höher entwickeln als derzeit prognostiziert, ist davon auszugehen, dass die Wertentwicklung der OIFs ebenfalls ansteigt.