

WAS SICH ÄNDERN WIRD – UND WAS NICHT

In dieser Ausgabe haben wir sechs Thesen zur Entwicklung des Immobilienmarktes und der Konjunktur aufgestellt. Renommierete Experten antworten darauf.

Eine Flucht hat selten etwas Gutes, außer es handelt sich um einen Hollywood-Film und man sitzt gemütlich im Kino. Wenn Kapital flüchtet geschieht das weniger in rasant durch spektakuläre Gassen jagenden Autos – und es ist nicht immer direkt von jemandem verfolgt. Immobilieninvestitionen stellen ohnehin keine Flucht im herkömmlichen Sinn dar, denn im Rückspiegel kann einem maximal die Inflation auf den Fersen sein, sonst nichts. Gerade wegen dieser hohen Sicherheit, die Immobilien mit sich bringen, kam es in den letzten Monaten zu ausgeprägten Investitionen in dieser Assetklasse.

Aber was passiert, wenn die Inflation rechts abbiegt und die Strecke plötzlich auf einen Zinsberg führt? Was, wenn dem Motor – der Konjunktur – der Saft ausgeht? Sich die aktuellen Parameter ändern? Anhand von sechs Thesen analysieren Experten mit welcher wirtschaftlichen Entwicklung wir rechnen können, ob eine Blase droht und ob sich die Zinsenlandschaft verändern wird.

THESE 1: In der Krise wurde von den Staaten bzw. der FED und der EZB unglaublich viel Geld in die Märkte gesteckt. Kommt es dadurch auch zu einer Überhitzung am Immobilienmarkt?

Stefan Bruckbauer: Wenn man das Geldvermögen im Euroraum betrachtet, ist es seit 2008 um 16 % gestiegen. Betrachtet man das Immobilienvermögen ist es umgekehrt: es ist leicht unter dem Wert von 2008. Der Grund ist in Ländern wie Spanien, Niederlande und Italien zu finden, wo die Preise für Immobilien gesunken sind. Die Menge der Liquidität, die durch die Zentralbank in Europa geschaffen wurde, wird aber überschätzt. Erstens geht sie schon gewaltig zurück – wir sind schon von 3.000 Mrd. auf 2.500 Mrd. Euro gesunken und sie geht weiter sukzessive zurück. Und dieses Geld ist ja nie in die Immobilienmärkte gegangen, sondern zum Erhalt der Liquidität im Kreislauf der Banken verblieben. In Österreich ist das Immobilieninvestment nicht kreditfinanziert. Es ist meist eine Umschichtung innerhalb des Portfolios, insofern ist eine Überhitzung bei Immobilien nicht zu erkennen.

THESE 2: Als Assetklasse haben sich Immobilien bei institutionellen Investoren ja schon längst etabliert, aber nun strömt auch noch viel privates Kapital in das Betongold. Droht eine Blase?

Andreas Schulten: In allen europäischen Staaten haben wir in den 2000er Jahren

einen sehr starken Anstieg an Immobilieninvestments verzeichnen können. Da stellt sich natürlich die Frage nach einer Blase. Was in Deutschland und Österreich 2008 auch geplatzt ist, war aber nur ein Bläschen. Die wichtige Frage ist jetzt: Was tut das investierende Kapital weiter? Wie lange geht es in Immobilien und wie sehr trägt es damit zu einer Überhitzung der Preise bei?

Josef Christl: Eine Blase ist immer dann gegeben, wenn ein langfristiger Trend stark nach oben durchbrochen wird – also wenn die Immobilienpreise über mehrere Jahre hinweg deutlich stärker steigen als man dies auf lange Sicht gesehen hat.

Es gibt von der Europäischen Kommission einen „Ungleichgewichtsindikator“ für Immobilienmärkte. Dieser besagt: Wenn ein Markt über mehrere Jahre hinweg über sechs Prozent real steigt, ist das ein Hinweis auf eine Blase.

Lange Zeit war die Preisentwicklung für Wohnimmobilien in Österreich recht moderat, ab 2004 haben dann die Immobilienpreise relativ stark angezogen, insbesondere in Wien, jedoch mit einer Korrektur in den Jahren 2008 und 2009. Insgesamt ist der Wiener Immobilienmarkt zwischen 2004 und 2012 durchschnittlich um 6,5 Prozent



VORWORT PETER ULM, CEO 6B47

Die Märkte und Volkswirtschaften haben sich 2013 zunehmend stabilisiert. Dennoch sind die Anforderungen an Immobilienentwickler und Investoren hinsichtlich der Kompetenz und der Professionalität weiter gestiegen und es liegt an uns, die vorhandene Markterfahrung mit anhaltenden Trends und Entwicklungen zu verknüpfen und daraus die richtigen Schlüsse zu ziehen. Kontinuierlicher Research und eine permanente kriti-

sche Reflexion sind für unseren nachhaltigen Erfolg unabdingbar. Neben der Immobilien-Kompetenz bilden volkswirtschaftliche Parameter die Grundlagen für unsere Entscheidungen. Im Rahmen einer Veranstaltung für unseren Investmentclub haben wir drei hochkarätige Referenten aus diesem Bereich eingeladen. Die Kernaussagen ihrer Analysen dürfen wir dankenswerter Weise in dieser Ausgabe von Trends & Insights wiedergeben. Wir freuen uns, Sie an diesen Gedanken teilhaben zu lassen und wünschen Ihnen eine interessante Lektüre.

gestiegen – allerdings nominell. Nach der EU-Definition handelt es sich demnach um keine Blase.

Für die Gesamtwirtschaft sind Immobilienblasen gefährlicher als Rohstoff- oder Technologieblasen, weil bei Immobilienblasen der Bankensektor stark über die Kreditvergabe involviert ist und bei einem Platzen der Blase die Finanzmarktstabilität gefährdet wird. Durch die aktuellen Bestrebungen wie stärkere Eigenkapitalausstattung bei den Banken (Basel III etc.) schließe ich aber, dass sich die Kreditvergabe der Banken eher abschwächen wird und sich Wiener Immobilien in den nächsten Jahren preismäßig nicht mehr so dramatisch entwickeln werden.

Stefan Bruckbauer: Der klassische Ablauf einer Blase ist: Leute verschulden sich wegen einer zukünftigen Ertrags expectation. Diese Verschuldung fand in Österreich wie bereits oben erwähnt nicht statt. Es gibt daher keine Zeichen, die auf eine Blase hindeuten.

THESE 3: Ändern sich die Zinsen, sieht es für Immobilieninvestoren schlecht aus.

Stefan Bruckbauer: Die Ereignisse in den USA haben schon einen Schatten vorausgeworfen: Die Zinsen am langen Ende sind recht rasch in die Höhe gegangen. Wir gehen davon aus, dass wir in Europa Ende 2014 am langen Ende um ein Prozent höhere Zinsen haben werden als heute, wenn gleich das der Geldmarkt noch nicht widerspiegeln wird.

Jene Anleihen, die in der letzten Zeit eher Sicherheitsinstrumente waren, wie z.B. deutsche Bundesanleihen, werden aber einen spürbaren Zinsanstieg verzeichnen.

Andreas Schulten: Seit 26 Jahren analysiere ich Immobilienmärkte und wenn der Zins das einzig Treibende wäre, hätten wir vor zig Jahren überhaupt nicht in Immobilien investieren können und hätten nur Aktien gekauft.

Es ist vielmehr eine Frage der Realwirtschaft und die lautet: Woher kommen die Cash Flows, woher kommen die gesicherten Mieteinnahmen und wie viel bin ich bereit für die sicheren Mieteinnahmen zu zahlen? Man kommt am Ende also auf eine Rendite-Risiko-Frage zurück.

Sind wir im heutigen Immobilienmarkt in einem Bereich in dem wir ein relativ hohes Risiko haben und hohe Aufschläge zahlen müssen? Wir sehen das derzeit nicht. Wir halten sowohl Österreich als auch Deutschland, die Schweiz und Polen für Länder, die von der Realwirtschaft getragen werden. In Deutschland gab es in den letzten sieben Jahren drei Millionen zusätzliche Beschäftigte. Diese neuen Beschäftigten können auch die Wohnungen bezahlen.

Stefan Bruckbauer: Es gibt eine Analyse von mir, die sich mit einer vom IWF deckt. Sie kommt zu einem skurrilen Ergebnis: In Österreich zeigt sich, dass je höher die Zinsen, desto mehr Kredit wird genommen. Die Erklärung: Die Zinsen spielen bei den Kreditnehmern keine Rolle, das Entscheidende ist die Erwartung. Wenn die Leute

optimistisch sind, nehmen sie Kredite auf. Und optimistisch sind sie während der Hochkonjunktur.

Ich persönlich glaube, wir werden im nächsten Jahr eine Überraschung beim Optimismus erleben. Insofern wird auch ein moderater Anstieg der Zinsen, den wir durchaus erwarten können, keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Immobilieninvestments haben.

THESE 4: Die aktuellen Ausblicke auf die Wirtschaftsentwicklung lassen Hoffnung aufkommen. Ist die Krise überwunden?

Stefan Bruckbauer: Wir werden 2014 in Europa ein Jahr erleben, in dem die Staaten erstmals nicht auf die Bremse steigen werden, in dem sie nicht noch ein Sparpaket schnüren werden müssen. Länder wie Deutschland und Italien sind im strukturellen Defizit bereits bei Null angekommen. Das wird Wachstum bringen. Die Stimmung in Europa dreht seit Monaten schon Richtung positiv. Wir nehmen Fahrt auf. Das Wachstum wird nicht riesig ausfallen, aber es schwenkt von minus auf plus.

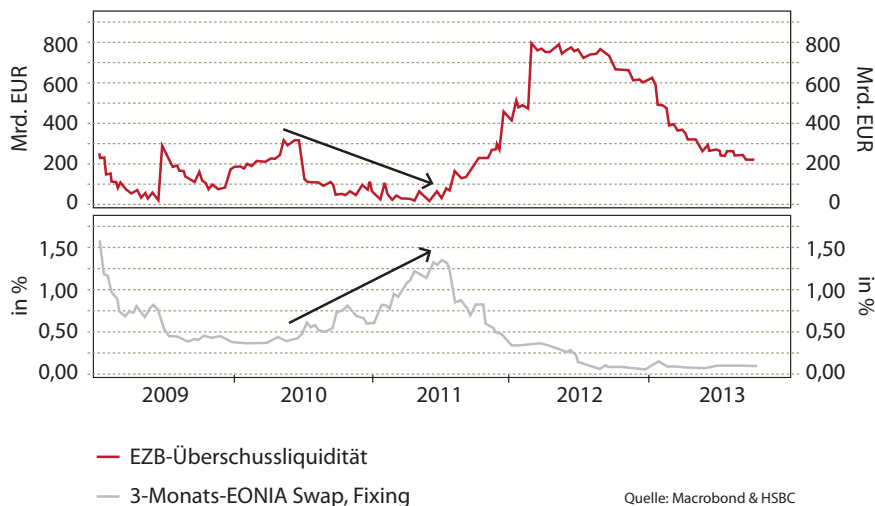
Das heißt also: Die Realwirtschaft verbessert sich. Das erinnert uns aber daran, dass wir irgendwann ein Ende der extrem niedrigen Zinsen haben werden.

Josef Christl: Die Krise ist noch nicht vorbei. Den Eindruck zu erwecken, dass wir in Europa im Wesentlichen schon wieder auf einem Wachstumspfad gehen, halte ich für übertrieben.

Die Banken sind in einer schwachen Situation, sie haben zu wenig Eigenkapital und sie sind zu hoch geleveragt – also zu viele Assets in der Bilanz und vergleichsweise wenig Eigenkapital. Dagegen gibt es eine ganze Reihe von Aktivitäten, Basel III versucht das etwa in den Griff zu bekommen.

Nun steht vor allem aber die Schaffung der europäischen Bankenaufsicht an. Bis Herbst 2014 werden die Banken mittels dem so genannten Asset Quality Review getestet – eine Überprüfung der ganzen Aktivseite der Bilanz. Das könnte schon noch ein Stolperstein sein, manche Analysten glauben, dass dieser Asset Quality Review zu einem Rekapitalisierungserfordernis bei den großen europäischen Banken von 200 bis 300 Mrd. Euro führen könnte. Wenn das – Worst Case – eintreten würde, würde natürlich eine ganze Reihe von Ländern in Bedrängnis kommen. Für Italien oder Frankreich ist es nicht möglich, diese

ZUSAMMENHANG: LIQUIDITÄT UND ZINSEN



DIE INTERVIEWTEN EXPERTEN



ANDREAS SCHULTEN
bulwiengesa AG

Andreas Schulten ist seit 2005 Vorstand der bulwiengesa AG und verantwortet dort die Bereiche Büro- und Wohnungsimmobiliemarkt. Er ist über zahlreiche Vorgängergesellschaften seit etwa 25 Jahren mit dem Unternehmen verbunden. Er ist Dozent am Real Estate Management Institute der European Business School in Oestrich-Winkel, an der International Real Estate Business School in Regensburg wie auch am REM-Studiengang der TU Berlin.



STEFAN BRUCKBAUER
UniCredit Bank Austria

Stefan Bruckbauer leitet den Makro- und Bankenmarktresearch für Österreich der UniCredit Bank Austria und ist Chefvolkswirt der Bank Austria. Zuvor war er in der Abteilung Volkswirtschaft der Bank Austria und ihrer Vorgänger beschäftigt. Bruckbauer ist Magister der Volkswirtschaftslehre der Universität Linz. Neben seiner beruflichen Tätigkeit ist er außerdem Autor, gefragter Vortragender sowie Lektor an der Universität Wien.



JOSEF CHRISTL
Macro-Consult

Nachdem Josef Christl bis 2001 acht Jahre lang Chefökonom der Creditanstalt war, arbeitete er als ökonomischen Berater und Mitglied im Kabinett des Bundesministers für Finanzen. Danach war Christl fünf Jahre lang Mitglied des Direktoriums der Oesterreichischen Nationalbank. Seit 2009 ist Josef Christl Managing Director von Macro-Consult. Bis 2010 hatte er zudem eine Gastprofessur an der WU (Wirtschaftsuniversität Wien) inne.

Summe aus dem Haushalt aufzubringen. Zudem macht mir Sorge, dass der Optimismus bezüglich der Strukturreform in Europa ein wenig übertrieben ist. Die EZB hat den Staaten Zeit verschafft in dem sie sehr, sehr viel Geld in die Banken gepumpt hat. Es sind auch Strukturreformen passiert, aber ich habe meine Zweifel, ob die ausreichen um einen nachhaltigen Wachstumspfad in Europa zu erreichen. In den nächsten einhalb bis zwei Jahren sehe ich also noch kein Ende der Krise.

THESE 5: Europa hat auf die Krise besser reagiert als die USA.

Stefan Bruckbauer: Nein, der amerikanische Staat hat viel mehr gemacht als die Staaten in Europa. Die USA haben richtig Gas gegeben. In Europa passierte das Gegenteil. Viele Länder haben bei der Eskapade von Griechenland zurückgeschaltet.

Josef Christl: Fakt ist, dass die USA eine bessere Konjunktorentwicklung haben. Die Frage dort ist aber: Wie kommt die amerikanische Notenbank wieder aus der Liquiditätsschwemme heraus. Das ist viel schwie-

riger als für die EZB, denn die USA haben massenhaft über sämtliche Fristigkeiten hinweg Staatsanleihen, Asset Backed Securities etc. angekauft. Sollte sie das jetzt einstellen, dann werden die langen Zinsen unmittelbar steigen. Wir haben ja bereits beobachten können, dass – kaum haben sie angefangen über Möglichkeiten des Ausstiegs zu diskutieren – 10-jährige Treasuries gleich um 100 Basispunkte nach oben schnellten. Wenn in Amerika die Zinsen steigen, dann steigen sie im Prinzip weltweit.

Ein Immobilieninvestor muss sich – über kurz oder lang, und in den USA kann das eher kurz sein – darauf einstellen, dass sich die Notenbank von dieser Liquiditätspolitik verabschiedet, was bedeuten würde, dass die langen Zinsen steigen. Wenn das nicht sehr einfühlsam gemacht wird, schießen sie rasant in die Höhe.

THESE 6: In Zeiten des Booms ist die Qualität egal.

Andreas Schulten: Unabhängig von den Preistrends ist es wichtig, nahe am Produkt und an der Zielgruppe zu sein. Das Produkt muss auch die nächsten 10, 20, 30 Jahre

gut sein. Wobei sich da natürlich die Frage des Anlagehorizonts stellt: Bin ich ein kurzfristiger Investor, ist ein Development in einer aufstrebenden Gegend gut. Bin ich an einer langfristigen Veranlagung interessiert, muss ich das anders analysieren.

Es gab eine heiße Zeit in Osteuropa, in der der ganze Markt nur von Rendite und Zinsen gesteuert war – mehr nicht. Das ist heute natürlich eine völlig falsche Herangehensweise. Wir analysieren, wo welche Nachfrage herrscht, wer sich die Immobilie leisten kann, wie die Haushaltseinkommen aussehen und welche demografischen Entwicklungen in der Region zu erwarten sind etc.

Auch im Büromarkt sind starke Verschiebungen von schlechter zu guter Qualität zu beobachten. Analysiert man den Leerstand genauer, erkennt man, dass jene Flächen nicht vermietet sind, die nicht nachhaltig gebaut worden sind. Für professionelle Developer, die investorentaugliche Objekte entwickeln, ist die Qualität also auch in Zeiten hoher Liquidität nicht egal, sondern wesentlich für die Nachhaltigkeit ihrer Produkte und ihres Geschäftsmodells.