

RESEARCH-STUDIE

Wohnimmobilienrenditen Deutschland





Vorstand:
Ralf-Peter Koschny
Andreas Schulten
Thomas Voßkamp

Aufsichtsratsvorsitzender:
Hartmut Bulwien
info@bulwiengesa.de
www.bulwiengesa.de

Hauptsitz: Berlin
Rechtsform: AG
UST-ID: DE 64508347
Charlottenburg HRB 95407 B

HypoVereinsbank München
BLZ: 70020270, Kto.: 4410433058
BIC: HYVEDEMMXXX
IBAN: DE13700202704410433058

 Förderndes Mitglied der gif e.V.
 Member of plan 4 21

 Member of GCSC e.V.


bulwiengesa AG
Nymphenburger Straße 5
80335 München
Tel. +49 89 23 23 76-0
Fax +49 89 23 23 76-76

erstellt für: Wertgrund Immobilien AG
Maximilianstraße 21a
82319 Starnberg

Projekt-Nr.: P1502-1735

München, 31. März 2015

INHALTSVERZEICHNIS

- 1 FRAGESTELLUNG UND METHODIK
- 2 RENDITE FÜR WOHNIMMOBILIEN
IN DEUTSCHLAND
- 3 RENDITEN FÜR WOHNIMMOBILIEN
AUSGEWÄHLTER STÄDTE
- 4 RENDITE-RISKIO-BETRACHTUNG
- 5 KORRELATIONSANALYSE
- 6 FAZIT

1 FRAGESTELLUNG UND METHODIK

Problemstellung – Untersuchungsinhalt

Immobilien gelten gemeinhin als eine Anlagemöglichkeit, welche eine relativ geringe Korrelation mit Finanzmärkten aufweist. Es wird zudem häufig darauf hingewiesen, dass eine Anlage in Immobilien, insbesondere Wohnimmobilien, eine relativ geringe Volatilität (Risiko) im Vergleich zu den nationalen und internationalen Finanzmärkten aufweist.

Die vorliegende Research-Studie prüft durch die Auswahl geeigneter Zeitreihen des deutschen Immobilienmarktes sowie der nationalen und internationalen Finanzmärkte diese Thesen und liefert statistisch valide Aussagen hinsichtlich der Korrelation zwischen Immobilienanlagen und Finanzmarktprodukten sowie des Rendite-Risiko-Profiles der verschiedenen Anlagemöglichkeiten.

Auftraggeber

Die Wertgrund Immobilien AG betreut unter anderem den offenen Publikumsfonds WERTGRUND WohnSelect D, der seit 2010 in Bestands-Wohnimmobilien an ausgewählten deutschen Standorten investiert.

Methodisches Vorgehen – Datenmaterial

Die Auswahl geeigneter Datenreihen stellt für die Beantwortung der Fragestellung ein zentrales Kriterium dar. Für die Analyse werden Performance-Indizes (Total-Return-Kennziffern) von Finanzmarktprodukten (DAX, REX, MSCI-WORLD) und Immobilienmärkten analysiert.

Für die Analyse der Wohnimmobilienmärkte Deutschlands wird auf Basis von Marktdaten, die in einer Zeitreihe ab 1992 für 127 Städte vorliegen, eine Total Return Rendite berechnet. Der Total Return für Wohnimmobilien ergibt sich aus Capital Growth Return (Wertänderung) und Cash Flow Return (Mietrendite). Für die Berechnung setzt bulwiengesa aufgrund seiner Marktkenntnisse Annahmen für die Verwaltungs-, Instandhaltungs- sowie die sonstigen nicht umlagefähigen Betriebskosten und das handelbare Immobilienvermögen. Die konsistenten Marktdaten sowie die einheitliche Berechnung von Total Return, Capital Growth Return und Cash Flow Return erlauben einen Vergleich zwischen Städten und Immobiliensegmenten. Wichtig ist anzumerken, dass es sich um einen stilisierten Index handelt, der die Marktentwicklung abbildet und von idealen Investitionsabläufen ausgeht.

Der Marktperformance von Immobilienanlagen werden die annualisierten Performance Indizes des DAX (Deutscher Aktienindex), des REX (Bundesanleihen) und des MSCI-WORLD (Aktien von 23 Industrieländern, knapp 50 % US-Aktien) gegenübergestellt.

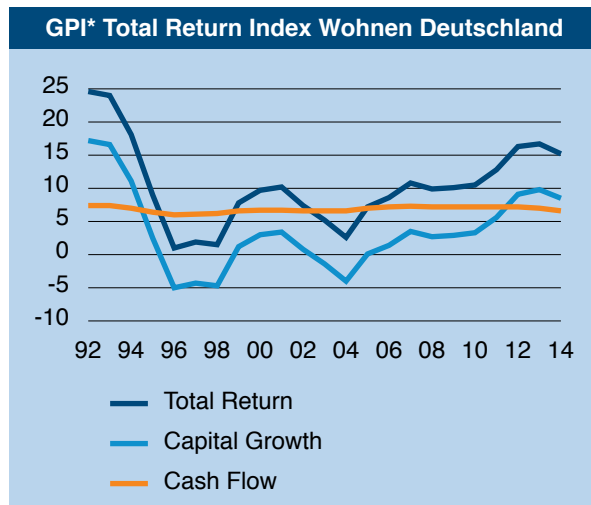
Aufbau der Analyse

Als Grundlage werden die Total Returns von Wohnimmobilien hinsichtlich des Verlaufes und der Bestandteile (Cash Flow und Capital Growth) analysiert und mit den Werten der Finanzmarktindizes verglichen.

Darauf aufbauend werden die Rendite-Risiko-Profile der Indizes dargestellt und abschließend die Korrelationen berechnet.

Die Korrelationen werden sowohl über den gesamten Zeitraum, für den aussagekräftige Daten vorliegen (1992 bis 2014) als auch für den Zeitraum seit Beginn des aktuellen Immobilienzykluses 2009 bis 2014 berechnet. Des Weiteren werden interpolierte Datenreihen der Immobilienindizes und Korrelationen zwischen anderen Immobilien-Assetklassen zur Plausibilisierung herangezogen.

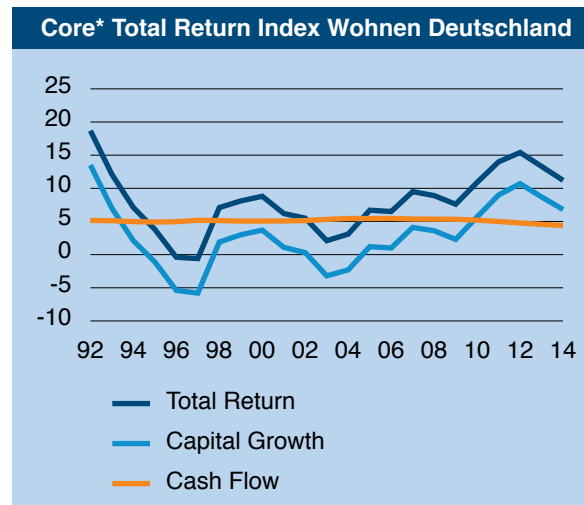
2 RENDITE FÜR WOHNIMMOBILIEN IN DEUTSCHLAND



Quelle: RIWIS, * für das Segment, Core+ / Value add

Der German Property Index (GPI) stellt den Total Return für Bestands- und Neubauwohnimmobilien dar. Die Berechnung erfolgt für das Segment Core+/Value Add. Hierbei wird davon ausgegangen, dass Veränderungen der Marktmiete und des Immobilienwertes jährlich voll ausgeschöpft werden.

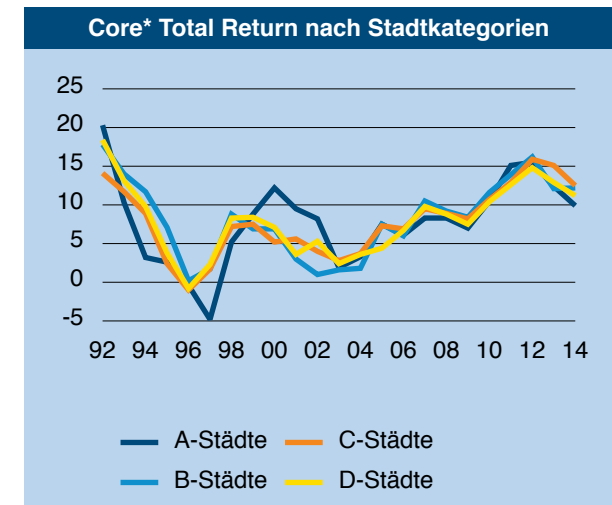
Die Entwicklung der vergangenen Jahre zeigte dabei eine signifikante Preis- und Wertentwicklung.



Quelle: RIWIS, * Core Objekt in guten bis sehr guten Lagen

Der Vergleich von GPI Total Return und Core Total Return zeigt eine etwas geringere Spannweite des Total Return und des Capital Growth (Wertänderungsrendite) als bei der Berechnung für das Segment Core+. Gleichzeitig ist der Cash Flow (Mietrendite) etwas niedriger bei ebenfalls geringer Schwankung.

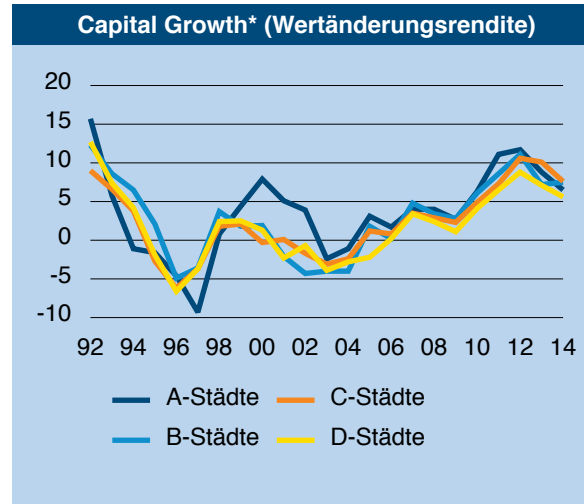
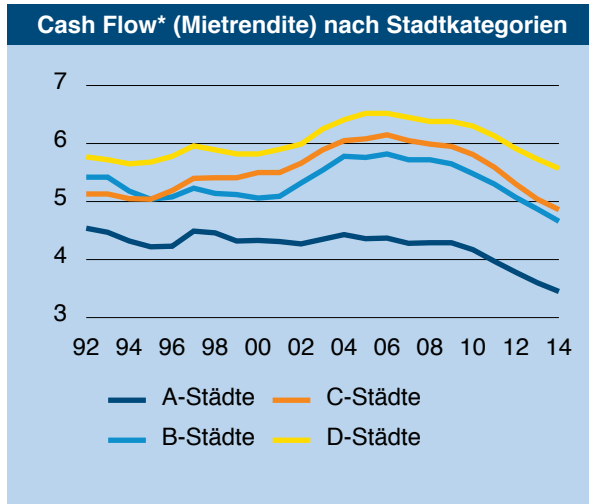
Die Mittelwerte des Total Return für Bestandswohnungen in Deutschland liegen im Segment Core bei 8,3 % und für das Segment Core+/Value Add bei 10,5 % (1992-2014).



Quelle: RIWIS, * Core Objekt in guten bis sehr guten Lagen

Die Aggregation der Total Return Werte nach Stadtkategorien zeigt insbesondere nach 2000 nur geringfügige Abweichungen, sowohl hinsichtlich der absoluten Werte als auch hinsichtlich des Kurvenverlaufs.

Die teilweise sehr unterschiedliche Entwicklung insbesondere in den einzelnen B-, C-, und D-Städten wird durch die Aggregation etwas verwässert. Zum Beispiel weisen Universitätsstädte wie Münster oder Regensburg hohe positive Total Return Werte in den letzten Jahren aus, hingegen ist z.B. die B-Stadt Bochum als schwieriger Markt einzustufen.

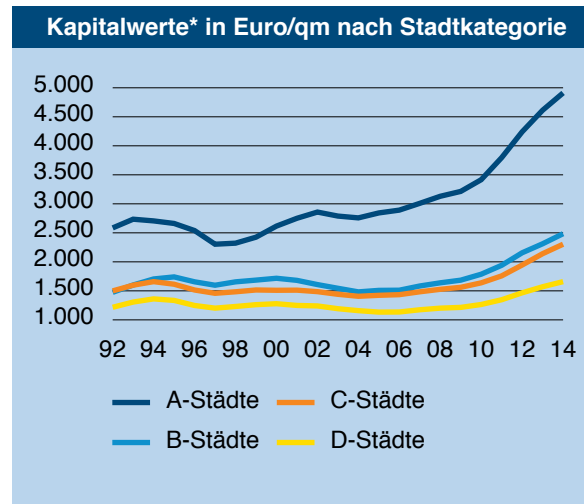
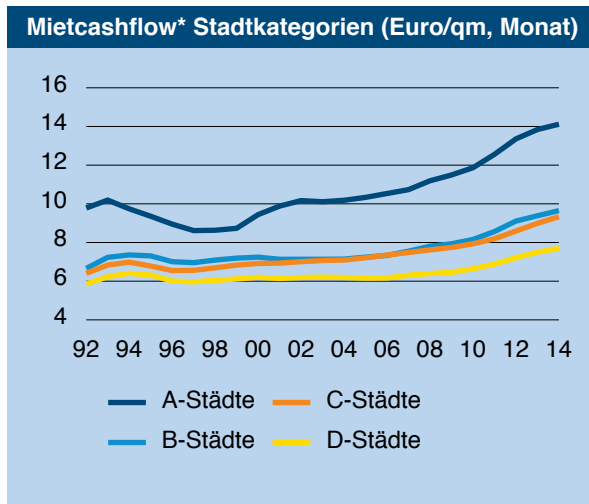


Bei Aufteilung des Total Return in Cash Flow Return (Mietrendite) und Capital Growth (Wertänderungsrendite) lassen sich die Marktzyklen gut nachvollziehen.

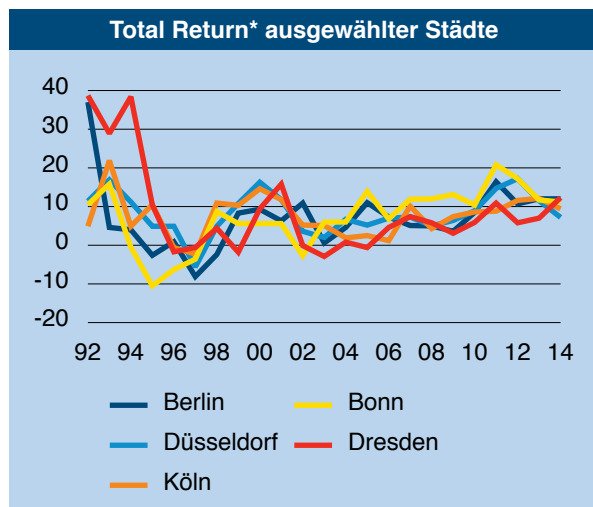
Die Mietrenditen (Cash Flow) für Core Objekte bewegen sich seit 1992 in einer Bandbreite zwischen 3,5 % (A-Städte 2014) und 6,5 % (D-Städte 2005). Seit 2009 ist ein deutlicher Mietanstieg erkennbar, dieser ist verbunden mit steigenden Preisen und einem Rückgang der Mietrendite.

Der Blick auf den Verlauf der jährlichen Wertveränderung zeigt insbesondere die starken Preiskorrekturen in den späten 90iger Jahren nach dem Wiedervereinigungsboom. Hier gab es insbesondere in den Jahren 1996 und 1997 Wertkorrekturen zwischen 4 % und 9 % pro Jahr. Seit 2005/2006 weisen Core Objekte über alle Stadtkategorien wiederum positive Wertveränderungen auf.

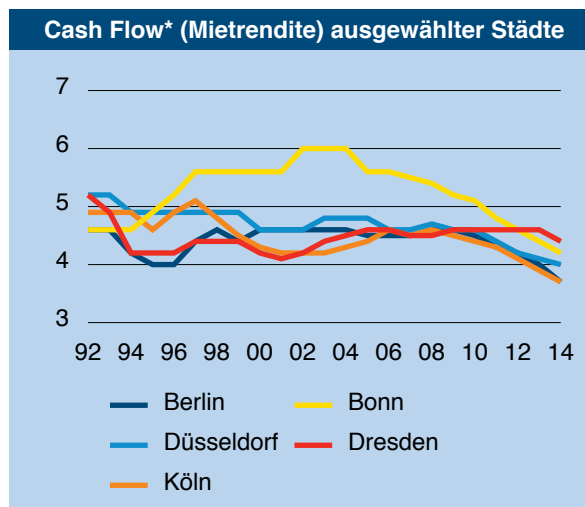
Seit der Finanzkrise 2008 sind die Kapitalwerte (Spitzenmiete x Mietrendite) für Wohnimmobilien in den A-Städten, für Core Objekte in guten bis sehr guten Lagen, um 57 % von 3.130 Euro/qm in 2009 auf 4.910 Euro/qm Ende 2014 gestiegen. Für B-Städte war im selben Zeitraum ein Anstieg um 51 % von 1.640 auf 2.490 Euro/qm zu verzeichnen.



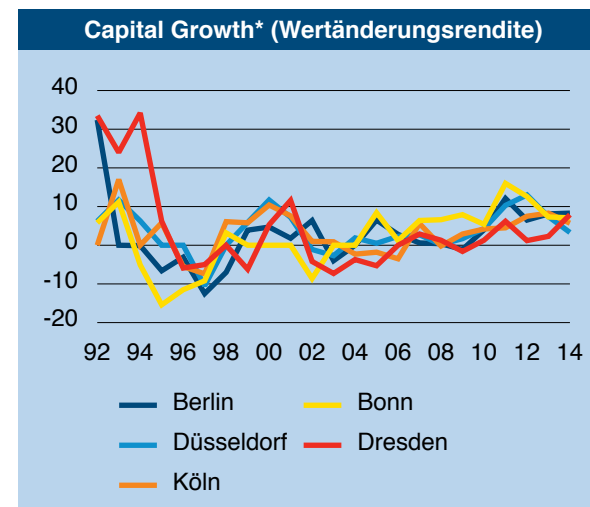
3 RENDITEN FÜR WOHNIMMOBILIEN AUSGEWÄHLTER STÄDTE



Quelle: RIWIS, * Core Wohnimmobilien Bestand



Quelle: RIWIS, * Core Wohnimmobilien Bestand



Quelle: RIWIS, * Core Wohnimmobilien Bestand

Total Return 2014	
	gute bis sehr gute Lage
Berlin	12,00 %
Düsseldorf	7,20 %
Köln	9,40 %
Bonn	11,20 %
Dresden	12,30 %
Leipzig	22,20 %
Münster	18,70 %
Ingolstadt	11,40 %
Ulm	13,80 %

Quelle: RIWIS

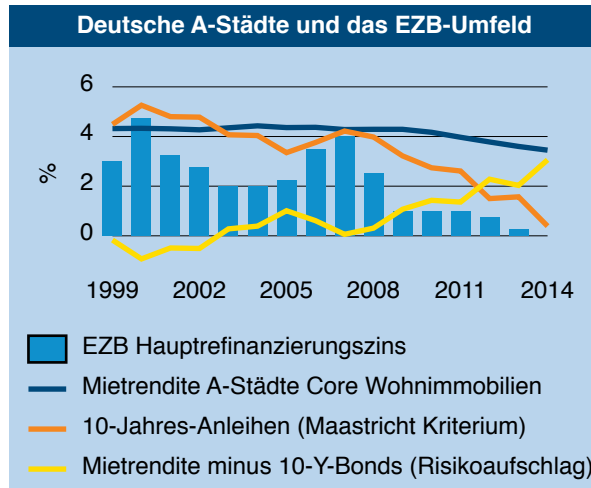
Cash Flow (Mietrendite) 2014	
	gute bis sehr gute Lage
Berlin	3,70 %
Düsseldorf	4,00 %
Köln	3,70 %
Bonn	4,20 %
Dresden	4,40 %
Leipzig	4,60 %
Münster	3,80 %
Ingolstadt	4,20 %
Ulm	3,80 %

Quelle: RIWIS

Capital Growth (Wertänderungsrendite) 2014	
	gute bis sehr gute Lage
Berlin	8,30 %
Düsseldorf	3,30 %
Köln	5,70 %
Bonn	7,10 %
Dresden	7,90 %
Leipzig	17,60 %
Münster	14,90 %
Ingolstadt	7,30 %
Ulm	10,00 %

Quelle: RIWIS

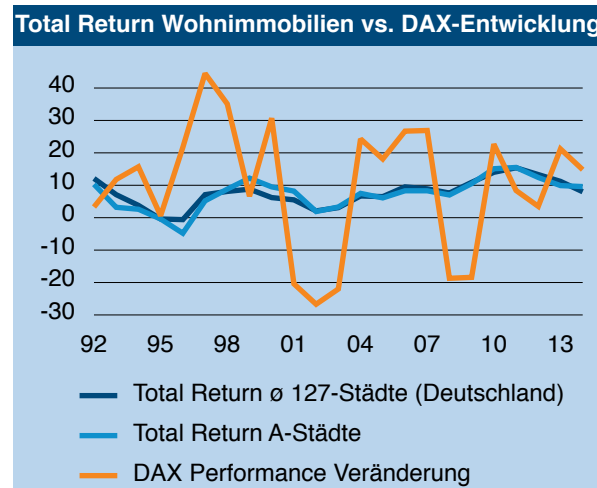
4 RENDITE-RISKIO-BETRACHTUNG



Quelle: RIWIS, EZB

Das weiterhin historisch niedrige Zinsniveau sorgt für anhaltend günstige Finanzierungsbedingungen für Investoren. Deutschland etablierte sich aufgrund seiner stabilen volkswirtschaftlichen Rahmendaten als sicherer Hafen für Investoren.

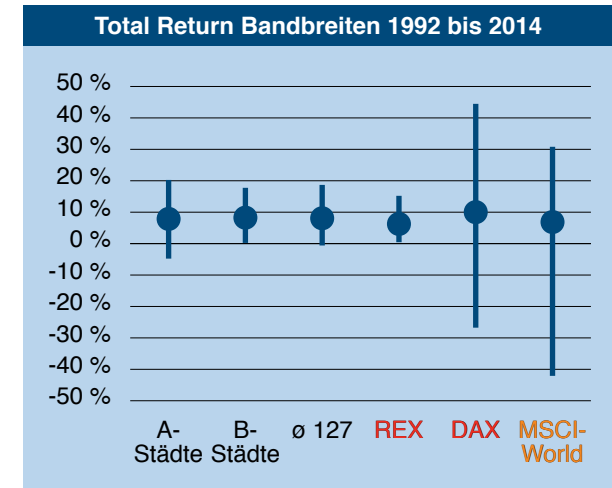
Aufgrund des Nachfrageanstiegs sanken die Renditen auf Bundesanleihen. Auch für Immobilien ist eine Renditekompression zu verzeichnen, deren Dynamik jedoch deutlich hinter dem Rückgang im risikolosen Bereich zurückbleibt. Der Risikoaufschlag (spread) für Immobilien steigt kontinuierlich an.



Quelle: RIWIS, Deutsche Bundesbank

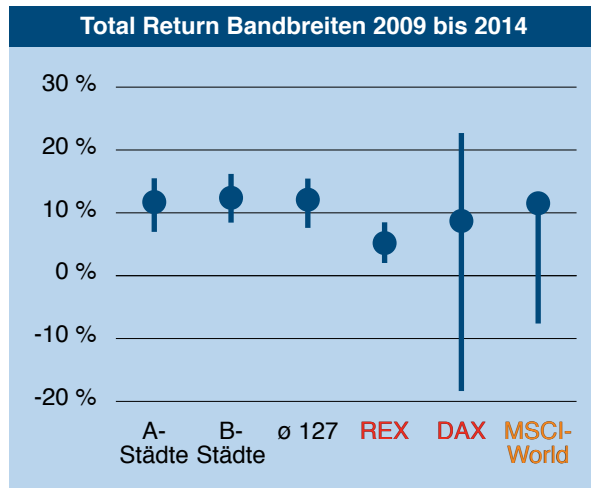
Die Entwicklung des Total Return für Core Wohnimmobilien folgt zeitverzögert dem Trend des DAX, zeigt aber deutlich geringere Ausschläge, v. a. in Zeiten negativer Entwicklungen des DAX.

Die Wohnungsmärkte in Deutschland unterscheiden sich in ihrem Renditeverlauf geringfügig. Würde man hingegen die Total Returns für Büroimmobilien als Vergleich heranziehen, so zeichnet z. B. Frankfurt als Finanzstandort die Entwicklung des DAX weitgehend nach. Dies verdeutlicht die Abhängigkeit Frankfurts von der Finanzbranche.



Quelle: RIWIS, Bundesbank, MSCI

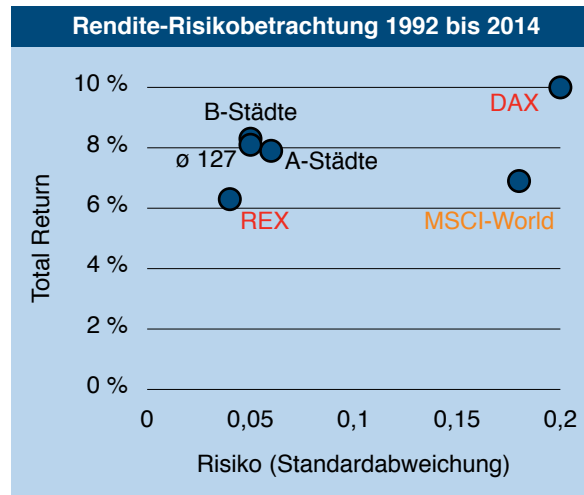
Erweitert man den Vergleich der Gesamtrenditen um die Performancekennziffern des REX (Bundesanleihen) und den MSCI-World (Aktienindex 23 Industriestaaten), ist erkennbar, dass sich zwar das langjährige Mittel nur geringfügig unterscheidet (Mittelwerte liegen zwischen 6,2 % und 10,0 %), die Bandbreiten jedoch bei den Aktienindizes sowohl im positiven als auch im negativen deutlich größer sind.



Quelle: RIWIS, Bundesbank, MSCI

Reduziert man den Betrachtungszeitraum auf fünf Jahre ist ersichtlich, dass insbesondere für Wohnimmobilien die Bandbreiten deutlich geringer sind als über den langfristigen Betrachtungszeitraum, zudem sind keine negativen Total Returns identifizierbar.

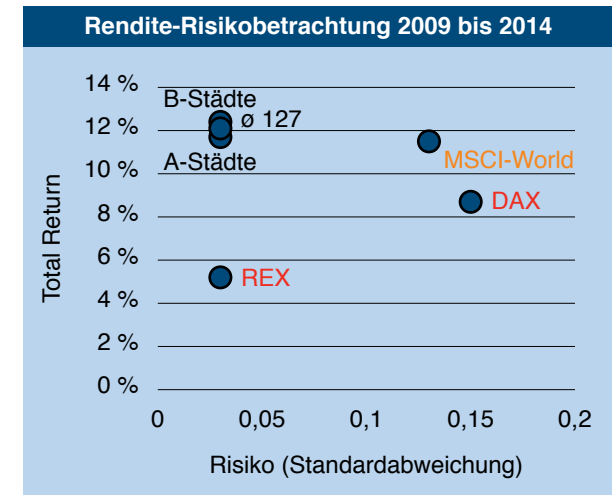
Die herangezogenen Aktienindizes hingegen weisen weiterhin eine relativ große Spannweite auf, es sind zudem noch negative Jahresdurchschnittsrenditen erzielt worden (zumindest für den DAX nur in Jahr 2009).



Quelle: RIWIS, Bundesbank, MSCI

Um der Performance auch ein Risikomaß gegenüberzustellen, wurde für die jeweiligen Renditen die Standardabweichung als Maß der Schwankungsbreite berechnet.

In der Langzeitbetrachtung seit 1992 zeigt sich auf dieser Basis, dass die Aktienindizes im Vergleich zu den Wohnimmobilien in den betrachteten Aggregaten zwar eine geringfügig höhere durchschnittliche Rendite erzielten, gleichzeitig aber ein deutlich höheres Risiko aufwiesen.

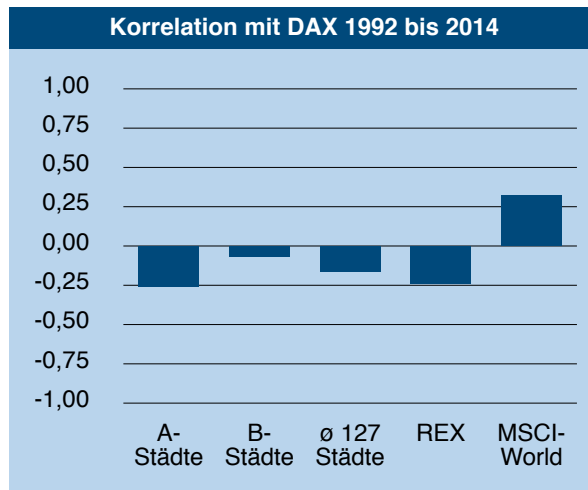


Quelle: RIWIS, Bundesbank, MSCI

In der kurzfristigen Betrachtung der Risiko-Rendite-Relation fallen die Entwicklungstrends der letzten Jahre wesentlich stärker ins Gewicht. So performte insbesondere der REX bei geringem Risiko auch deutlich schwächer als Immobilien.

Die Standardabweichung bei Aktienindizes ist zwar im Vergleich zur Langzeitbetrachtung geringer, liegt jedoch weiterhin über dem Niveau der Wohnimmobilienaggregate. Zudem liegt auch das durchschnittliche Renditeniveau leicht unter der Performance der betrachteten Wohnimmobilienmärkte.

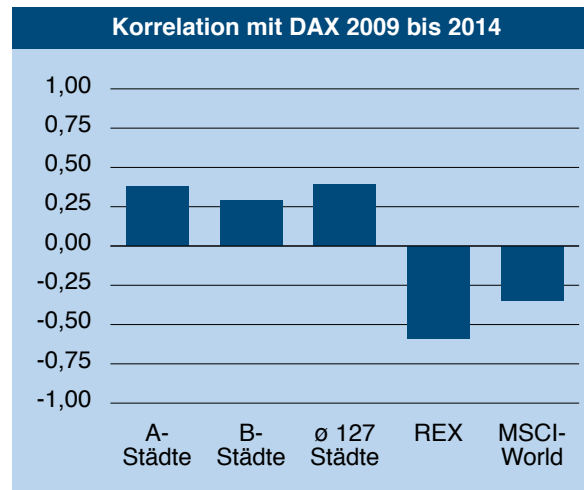
5 KORRELATIONSANALYSE



Quelle: RIWIS, Bundesbank, MSCI

Für die Berechnung der Korrelation werden in einem ersten Schritt die jährlichen Gesamrenditen herangezogen. Für DAX, REX und MSCI-World werden Jahresdurchschnittswerte gebildet. Somit liegen 24 Datenpunkte (1992 bis 2014) je Zeitreihe vor.

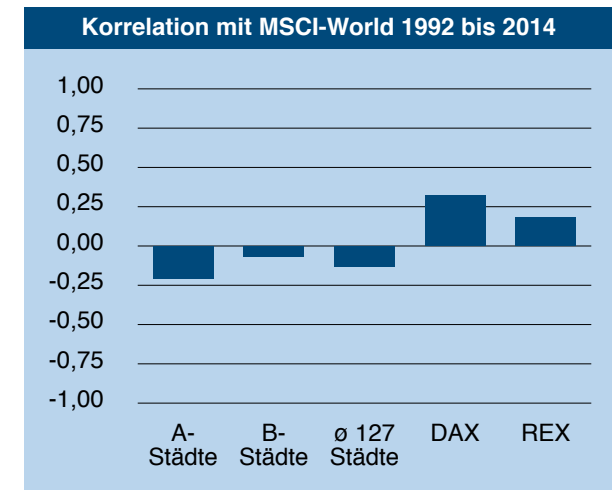
Berechnet man den Korrelationskoeffizienten der jährlichen Gesamrenditen der Wohnimmobilienaggregate mit den annualisierten DAX-Performancewerten, ergibt **sich eine sehr schwach ausgeprägte negative Korrelation**.



Quelle: RIWIS, Bundesbank, MSCI

Die Werte liegen für die A-Städte bei -0,26, für die B-Städte bei -0,07 und für Gesamtdeutschland bei -0,12. Eine positive Korrelation zum DAX weist hingegen der Aktienindex MSCI-World auf.

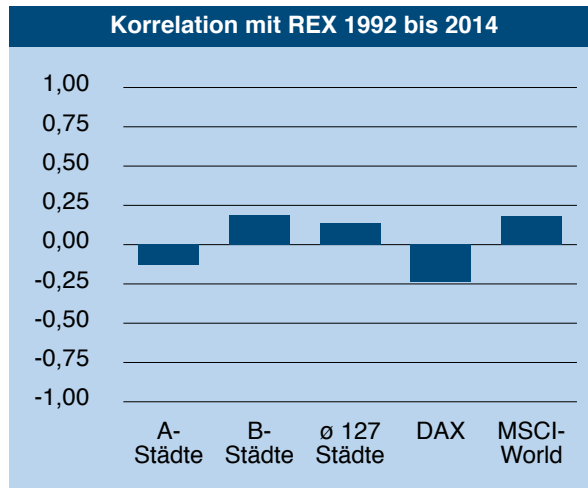
Wird lediglich der Zeitraum ab 2009 betrachtet, ergibt sich eine ebenfalls nur schwach ausgeprägte positive Korrelation mit den Immobilienaggregaten. Zu MSCI-World und REX wird für diesen Zeitraum eine negative Korrelation ermittelt, die insbesondere zum REX (-0,59) relativ stark ausgeprägt ist.



Quelle: RIWIS, Bundesbank, MSCI

Eine vergleichende Analyse mit dem MSCI-World Performance-Index zeigt ähnlich wie die Korrelationsbetrachtung mit dem DAX eine sehr schwach ausgeprägte negative Korrelation mit den deutschen Wohnungsmärkten. Der Korrelationskoeffizient für den gesamtdeutschen Wohnungsmarkt liegt bei -0,13.

Hingegen weisen sowohl DAX als auch REX schwach positive Korrelationen mit dem MSCI-World auf (0,32 und 0,18).



Quelle: RIWIS, Bundesbank, MSCI

Die Korrelationsanalyse der Wohnimmobilien Total Returns sowie der Entwicklung von DAX und MSCI-World mit den Bundesanleihen (REX) liefert für den Zeitraum 1992 bis 2014 statistisch wenig signifikante Ergebnisse. Lediglich der negative Korrelationskoeffizient von -0,24 zwischen REX und DAX kann hier erwähnt werden.

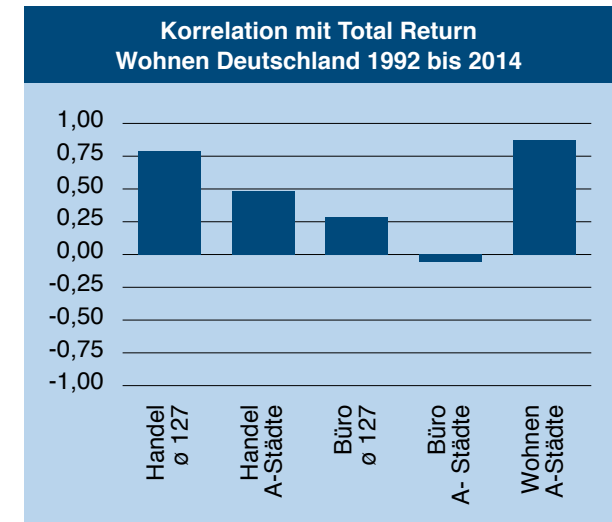
Insgesamt bestätigen die Ergebnisse die These, dass Immobilienanlagen eine relativ geringe Korrelation zum Finanzmarkt aufweisen.

Plausibilitätsprüfung

Zur Untermauerung der Ergebnisse werden im folgenden zwei weitere Korrelationsanalysen dargestellt:

Zum einen werden der Performance des Wohnimmobiliensektors für Gesamtdeutschland die Performance anderer Immobilien Assetklassen (Büro und Einzelhandel) sowie der Wohnimmobilien an den A-Städten gegenübergestellt.

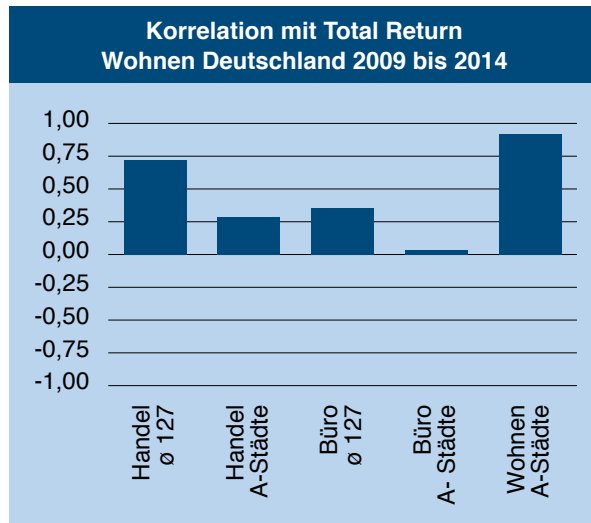
Als weitere Plausibilitätsprüfung wird die Anzahl der Datenpunkte durch Interpolation der Immobilienmarktdaten erhöht. Hintergrund ist, dass eine Korrelationsanalyse aussagekräftiger ist, je mehr Datenpunkte eine Zeitreihe hat. Für DAX und REX liegen Monatswerte vor. Da die unterjährige Volatilität des Immobilienmarktes relativ gering ist (zumindest abgesehen vom Crash-Jahr 2008), werden Monatswerte durch Interpolation erzeugt. Somit entstehen für die Korrelationsanalyse 278 Datenpunkte je Zeitreihe.



Quelle: RIWIS

Die Plausibilitätsprüfung mit anderen Immobilien Assetklassen ergibt eine Bandbreite Korrelationskoeffizienten zwischen -0,05 und 0,91. Insbesondere die Gesamtrenditen für Einzelhandel Deutschland und A-Städte sowie Wohnen A-Städte weisen mit Werten über 0,5 eine stark ausgeprägte positive Korrelation auf.

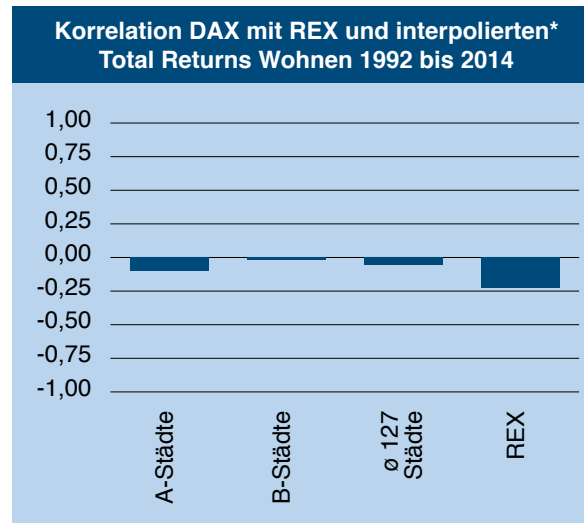
Mit dem Büromarkt ist nur für Gesamtdeutschland eine positive, jedoch schwächer ausgeprägte Korrelation erkennbar (0,29). Aufgrund der volatileren Büromärkte in den A-Standorten besteht keine nachweisbare Korrelation mit dem deutschen Wohnungsmarkt.



Quelle: RIWIS

Betrachtet man lediglich den Zeitraum nach der Finanzkrise, weisen alle herangezogenen Assetklassen eine positive Korrelation mit den Total Returns des gesamtdeutschen Wohnungsmarktes auf.

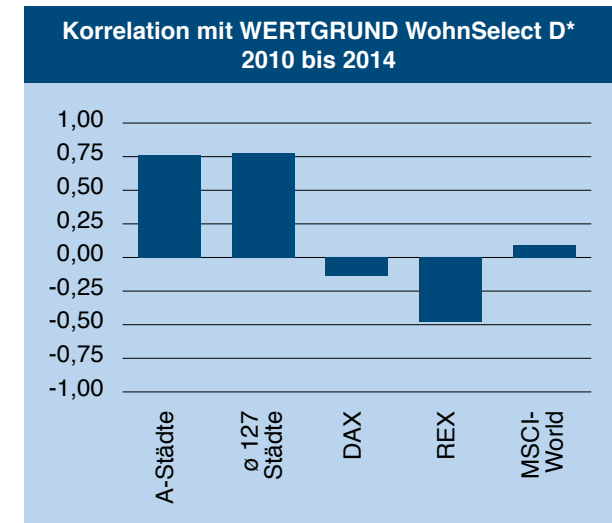
Bei Büroimmobilien in den A-Städten ist eine Korrelation jedoch weiterhin statistisch nicht signifikant nachweisbar.



Quelle: RIWIS, Bundesbank, MSCI, *Monatswerte

Die Interpolation der Total Return Werte der Wohnungsmarktaggregate führt bei der Berechnung der Korrelationskoeffizienten mit dem DAX zu Werten zwischen -0,02 (B-Städte) und -0,1 (A-Städte).

Folglich lassen sich die Ergebnisse aus der Korrelationsberechnung der Jahresdurchschnittswerte bestätigen. Zwischen den Total Returns von Wohnimmobilien besteht keine signifikante Korrelation zum DAX.



Quelle: RIWIS, Bundesbank, MSCI, BVI *(BVI-Rendite)

Korreliert man die BVI-Wertentwicklung (BVI-Rendite) nach Berechnungen des Bundesverband Investment und Asset Management e.V.) des WERTGRUND WohnselectD mit den Total Returns des deutschen Immobilienmarktes (2010 bis 2014), ergeben sich hohe positive Korrelationskoeffizienten (0,75, bzw. 0,78). Eine signifikante Korrelation mit den Finanzmarktprodukten DAX und MSCI-World ist nicht nachweisbar, andererseits ist eine hohe negative Korrelation mit der Wertentwicklung von Bundesanleihen (REX) nachweisbar. Aufgrund der kurzen Zeitreihe ist die statistische Signifikanz jedoch etwas eingeschränkt.

6 FAZIT

Durch die analysierten Zeitreihen und die berechneten Korrelationen lässt sich die These, dass Anlagen in Wohnimmobilien in Deutschland im betrachteten Zeitraum eine geringe, bzw. keine Korrelation zu den klassischen Finanzmarktprodukten aufweisen, stützen.

Daraus lässt sich ableiten, dass eine Risiko-optimierung durch den Aufbau eines Multi-Asset-Portfolios (z. B. Wohnimmobilien und Aktien) erreicht werden kann.

URheberRECHTLICHER HINWEIS

Die in diesem Gutachten vorgelegten Ermittlungen und Berechnungen sowie die durchgeführten Recherchen wurden nach bestem Wissen und mit der nötigen Sorgfalt auf der Grundlage vorhandener oder in der Bearbeitungszeit zugänglicher Quellen erarbeitet. Eine Gewähr für die sachliche Richtigkeit wird nur für selbst ermittelte und erstellte Informationen und Daten im Rahmen der üblichen Sorgfaltspflicht übernommen. Eine Gewähr für die sachliche Richtigkeit für Daten und Sachverhalte aus dritter Hand wird nicht übernommen.

Die Ausfertigungen dieses Gutachtens bleiben bis zur vollständigen Bezahlung des vereinbarten Honorars unser Eigentum. Das Gutachten ist urheberrechtlich geschützt und bei der bulwiengesa AG registriert. Alleine der Auftraggeber ist berechtigt, das Gutachten oder Auszüge davon (diese jedoch nur mit Quellenangabe) für die gemäß Angebot/Auftrag vereinbarte Zweckbestimmung weiterzugeben.

Vervielfältigungen, Veröffentlichungen und Weitergabe von Inhalten an Dritte in jeglicher Form sind grundsätzlich nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung der bulwiengesa AG und nur mit Angabe der Originalquelle gestattet. Ausgenommen ist die Verwendung des Gutachtens oder Teile davon für Vermarktungsprospekte, hier ist ausnahmslos die vorherige schriftliche Einwilligung der bulwiengesa AG einzuholen.

München, der 31. März 2015