

Global Markets Real Estate



**Liquiditätsschwemme
auf deutschen
Immobilienmärkten**

**Liquidity hurricane
in Germany's property
markets**

NORD/LB

Redaktionsschluss: 15. 9. 2006

Verantwortlich für den Inhalt: NORD/LB Immobilien Banking/Volkswirtschaft

Ansprechpartner

Andreas Pohl · phone +49 511 361-2488 · email: andreas.pohl@nordlb.de
(Immobilien Banking)

Ulrich Berhorst · phone + 49 511 361-2112
(Volkswirtschaft)

Dr. Günter Vornholz · phone +49 511 361-2112 · email: guenter.vornholz@nordlb.de
(Volkswirtschaft – Immobilien Research)

www.nordlb.com

Management Summary

Seit Mitte der 90er Jahre wuchs die globale Liquidität schneller als die nominale Wirtschaftsleistung, was nach ökonomischer Lehrmeinung üblicherweise in mittel- bis langfristiger Sicht zu einem Anstieg der Inflationsraten hätte führen müssen. Empirisch ist dies aber nicht festzustellen, vielmehr stiegen die Preise nur leicht an.

Da sich außerdem weder das reale Wirtschaftswachstum erhöht noch die Geldnachfrage grundsätzlich strukturell geändert hat, können eigentlich nur die Preise der Vermögenswerte angestiegen sein. Seit 2003 ist eine derartige Entwicklung global empirisch nachzuweisen.

Der Effekt zeigt sich auch auf den Immobilienmärkten, wo in vielen Ländern starke Preisanstiege auftraten. Diese lassen sich teilweise durch die sozio-ökonomischen Fundamentalfaktoren wie demografische oder wirtschaftliche Entwicklung erklären. Teilweise sind sie aber auch auf spekulative Faktoren zurückzuführen. Die globale Überschussliquidität hat sich, getrieben durch Preis-, Zins- und Renditedifferenzen, auch auf die Immobilienmärkte mit steigenden Preisen ausgewirkt.

Der deutsche Immobilienmarkt hat in den letzten Monaten eine zunehmende Attraktivität für ausländische Anleger (Kapital) erfahren. Immobilien haben sich durch die Wandelung der Rahmenbedingungen zu einer wichtigen Assets wie andere Vermögensanlagen auch entwickelt.

In den vergangenen Jahren hat der Zustrom von Liquidität nach Deutschland nicht zu einem Druck auf die Renditen (Miete zu Kaufpreis) geführt, da sowohl Mieten als auch Preise aufgrund der realwirtschaftlichen Gegebenheiten gesunken sind. Erst 2005 stabilisierten sich die Preise wieder, da vermehrte Investitionen festzustellen waren. Im Jahr 2006 und auch in der kurzen Frist ist mit einer Fortsetzung der Entwicklung mit anziehenden Preisen zu rechnen. Aufgrund der schwachen sozio-ökonomischen Rahmenbedingungen ist jedoch ein starker An-

stieg der Preise und somit ein Rückgang der Renditen auf dem deutschen Immobilienmarkt nicht zu erwarten. Vielmehr könnte es bei einem Rückzug der ausländischen Investoren wieder zu Preisnachlässen kommen. Die Liquiditätsschwemme hat zusammenfassend auf dem deutschen Immobilienmarkt nur geringe Auswirkungen gehabt.

Management summary

The period since the mid-1990s has seen global liquidity grow at a faster rate than nominal economic output, a state of affairs which, according to the school of economic thought, would normally have to have led to a rise in interest rates in the medium to long term. However, this is not empirically verifiable, and instead all that is happening is a slight rise in prices.

Apart from that, the fact that there has neither been any upward trend in real economic growth nor any fundamental structural changes in terms of demand for cash gives rise to the conclusion that is actually only the asset prices that have risen. A trend of this nature has been empirically verifiable at the global level since 2003.

This effect is also in evidence in the property markets, where sharp upward price trends have been seen to take place in many countries. These trends can to a certain extent be attributed to the fundamental socioeconomic factors such as demographic or economic development, but are also attributable in part to speculative factors. Driven by price, interest rate and yield differentials, the global liquidity surplus has also impacted the property market with rising prices.

The German property market has become increasingly attractive for foreign investors (capital) in recent months. Property has developed into an important asset just like other investments as result of the changes in the underlying conditions.

The influx of liquidity into Germany during the past few years has not led to any pressure on yields (rent to purchase price) since both rent prices and purchase prices have dropped as consequence of the prevailing non-monetary circumstances. It was not until 2005 that the prices stabilized again due to an increase in investment activity. In our opinion a continuation of the trend with rising prices is to be reckoned with in 2006 and also in the short term. However, given the weak underlying conditions on the socioeconomic front, we do not expect to see any sharp upward trend

in prices and thus a decline in yields in the German property market. Indeed, a withdrawal on the part of foreign investors could lead to prices dropping again. The liquidity hurricane had only small effects in the German real estate market.

Gliederung

1	Einführung	6
2	Liquiditätsschwemme und Vermögenspreisinflation	6
2.1	Internationale Überschussliquidität	6
2.2	Ursachen der internationalen Überschussliquidität	8
2.3	Überschussliquidität und Vermögenspreise	11
3	Überschussliquidität und Immobilienmärkte	13
3.1	Liquiditätsschwemme und Immobilienmarkteffekte	13
3.2	Der deutsche Immobilienmarkt	15

Contents

1	Introduction	21
2	Liquidity glut and asset value inflation	21
2.1	International liquidity surplus	21
2.2	Causes of the international liquidity surplus	23
2.3	Surplus liquidity and asset prices	25
3	Surplus liquidity and property markets	27
3.1	Liquidity glut and property market effects	28
3.2	The German property market	30

1. Einführung

Die z.T. rasante Preisentwicklung an den internationalen Wohnimmobilienmärkten hat dazu geführt, dass vermehrt Befürchtungen geäußert werden, es könne sich dabei um die Bildung spekulativer Blasen handeln, da die Fundamentaldaten diese Entwicklung nicht mehr allein erklären können. Besonders betroffen von dieser Beobachtung sind die Immobilienmärkte in den USA, Großbritannien und Spanien.

Eine Ursache für diese Entwicklung ist darin zu sehen, dass die internationalen Notenbanken in den letzten Jahren für eine mehr als ausreichende Versorgung mit Liquidität gesorgt haben. Diese Überschussliquidität hat sich nicht in steigenden Konsumgüter- oder Dienstleistungspreisen niedergeschlagen, so dass die Notenbanken ihr Ziel der Preisniveaustabilität erreicht haben. Nicht wenige Analysten gehen jedoch davon aus, dass die Überschussliquidität ihren Weg zu den Vermögenswerten gefunden hat und damit eine Ursache für die steigenden Immobilienpreise ist.

Die deutschen Immobilienmärkte haben bislang noch keine vergleichbaren Preissteigerungen in dem Ausmaß erfahren. Das Interesse ausländischer Investoren hat allerdings im vergangenen Jahr deutlich zugenommen.

Diese Studie soll der Frage nachgehen, ob und auf welchem Weg Überschussliquidität Immobilienpreise beeinflusst und welche Effekte vor diesem Hintergrund für den deutschen Immobilienmarkt zu erwarten sind.

2. Liquiditätsschwemme und Vermögenspreisinflation

Die aktuellen Beobachtungen zeigen einen deutlichen Zusammenhang zwischen der Geldpolitik der Notenbanken der wichtigsten Industriestaaten und der Preisentwicklung auf den Märkten für Vermögenswerte (Fondsanteile, Wertpapiere, Rohstoffe oder Immobilien u. a.). Im Folgenden soll diese Verbindung näher untersucht werden.

Zunächst ist dabei zu klären, welches die Merkmale von Überschussliquidität sind und welche Ursachen sie hat. Danach ist der Transmissionsweg zu untersuchen, der diese Liquidität schließlich zu den Vermögenswerten führt und es soll herausgearbeitet werden, welche Wirkungen sie auf den entsprechenden Märkten ausübt.

2.1 Internationale Überschussliquidität

Bereits seit 1997 wird durch die internationalen Zentralbanken eine expansive Geldpolitik betrieben, die die globale Liquidität stärker wachsen lässt als das nominale Bruttoinlandsprodukt. Diese Schere hat sich durch die Krise 2000/2001 („New Economy“) noch einmal deutlich weiter geöffnet (vgl. Schaubild 1) und erst die Leitzinserhöhungen der letzten Monate und die sich erholende Weltwirtschaft haben diese Entwicklung umgekehrt. Ursache für diese reichliche Versorgung mit Liquidität waren insbesondere Versuche, mit Hilfe der Geldpolitik konjunkturelle Schwächephasen zu überwinden. Vor allem das Federal Reserve Board (FED) der USA, aber auch die Europäische und die Japanische Zentralbank haben sich in dieser Weise verhalten, da sie keine Inflationsgefahren gesehen haben (EZB) oder sie diese für nachrangig erachtet haben (FED). Ungewöhnlich an dieser Entwicklung ist die Tatsache, dass das Geldmengenwachstum, als Indikator für die Entwicklung der Liquidität, vom Wachstum des nominalen Bruttoinlandsproduktes deutlich abgewichen ist. Ebenfalls unüblich war die fehlende Begrenzung der Liquidität durch die Zentralbanken in der Abschwungphase 2000/2001. Im Gegenteil, in den USA wurde verursacht durch das FED

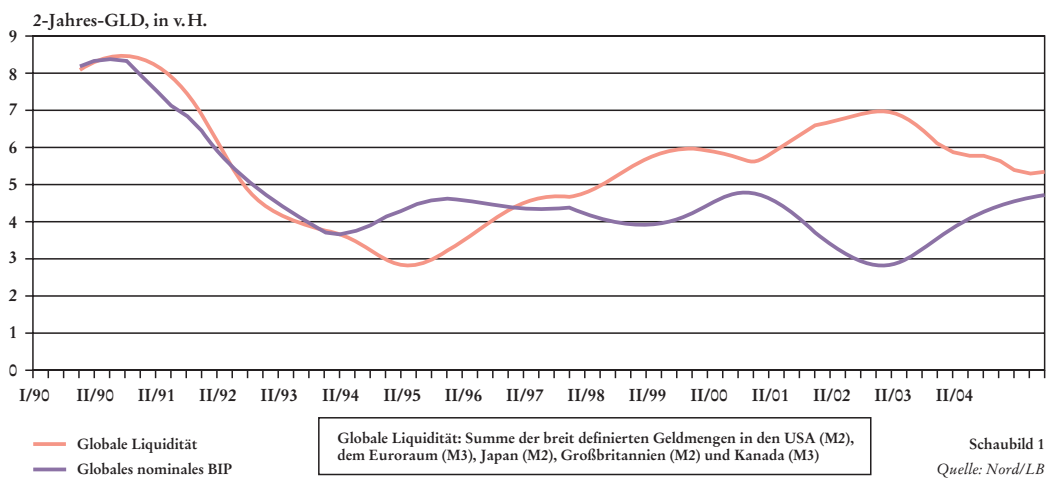
sogar eine Deflationsdiskussion geführt und dadurch eine eher expansive Geldpolitik befürwortet.

Schaubild 1 zeigt diesen Zusammenhang über einen längeren Zeitraum. Es wird ersichtlich, dass es in den letzten Jahren weltweit einen deutlichen Anstieg der Liquidität gegeben hat, ohne dass die nominale Wirtschaftsleistung dies erfordert haben würde. Demnach kann von einem internationalen Liquiditätsüberschuss gesprochen werden.

und Dienstleistungen bezahlen zu können (Transaktionsmotiv). Damit dient die Geldmenge der monetären Unterlegung des nominalen Bruttoinlandsproduktes.

Die dynamische Version der Quantitätsgleichung (Exkurs 1) beschreibt diesen Zusammenhang zwischen dem durch die Zentralbanken und den Kreditinstituten bereitgestellten Geldangebot und der für Transaktionen benötigten Geldmenge (Geldnachfrage). Demnach sollte das Wachstum der Geld-

Globale Liquidität und nominales BIP



Ausgangspunkt für die Schaffung von Liquidität in einer Gesamtwirtschaft ist das durch die Notenbanken bereitgestellte Zentralbankgeld, welches sich aus dem Banknoten- und Guthaben der Kreditinstitute bei der Notenbank und der Mindestreserveverpflichtung ergibt. Dieses Basisgeld setzt einen Geld- und Kreditschöpfungsprozess durch das Bankensystem in Gang, der letztlich zu Geldformen unterschiedlicher Liquidität führt. Als umfassendste Geldmengendefinition durch die EZB gilt in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion die Geldmenge M3. Diese Geldmengendefinition umfasst dabei mehr, als nur in Umlauf gebrachtes Bargeld und der daraus entstandenen Sichteinlagen bei Geschäftsbanken. Auch Spar- und Termineinlageneinlagen, kurzfristige Schuldverschreibungen oder Geldmarktpapiere werden berücksichtigt (vgl. Definition von M3 durch die Europäische Zentralbank), da sie Wirtschaftssubjekte in die Lage versetzen, Güter

menge der Veränderung des realen Bruttoinlandsproduktes (oder genauer: Produktionspotenziales) plus der Preissteigerungsrate abzüglich der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes entsprechen. Letztere unterliegt einer trendmäßigen Veränderung, so dass zur Beurteilung, ob es ein übermäßiges Geldmengenwachstum gegeben hat das Verhältnis zwischen der Veränderung der nominalen gesamtwirtschaftlichen Leistung und der Veränderung der Geldmenge von Bedeutung ist. Expandiert die Geldmenge stärker als die Wirtschaftsleistung, entsteht ein Liquiditätsüberschuss, der nach geltender Lehrmeinung Inflationsgefahren birgt.

Die empirischen Daten zeigen dies bislang jedoch nicht, im Gegenteil, die Inflationsraten präsentieren sich in den wichtigsten Industriestaaten auf niedrigem Niveau vergleichsweise stabil (vgl. Schaubild 2). Die auf ein bestimmtes Inflationsziel ausgerichtete

**Exkurs 1:
Dynamische Quantitätsgleichung**

Die Quantitätsgleichung in ihrer dynamischen Variante hat formal folgendes Aussehen:

$$\dot{w}_M = \dot{w}_p + \dot{w}_Y - \dot{w}_v$$

mit w_M : Wachstumsrate der Geldmenge;
 w_p : Inflationsrate; w_Y : reales Wachstum des BIP;
 w_v : Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit.

Sie besagt, dass die Veränderung der von der Notenbank kontrollierten Geldmenge dem Wachstum des nominalen BIP (Inflationsrate + Wachstum des realen BIP) abzüglich der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit entsprechen soll. Unterstellt man ein definiertes Inflationsziel, richtet sich das Wachstum der in Umlauf gebrachten Geldmenge primär nach der realwirtschaftlichen Entwicklung. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wird dabei als Residualgröße bestimmt und ist über die Zeit vergleichsweise stabil. Liegt demnach das Wachstum der Geldmenge über dem des realen Bruttoinlandsproduktes, ist ein Anstieg der Inflationsrate die zu erwartende Folge.

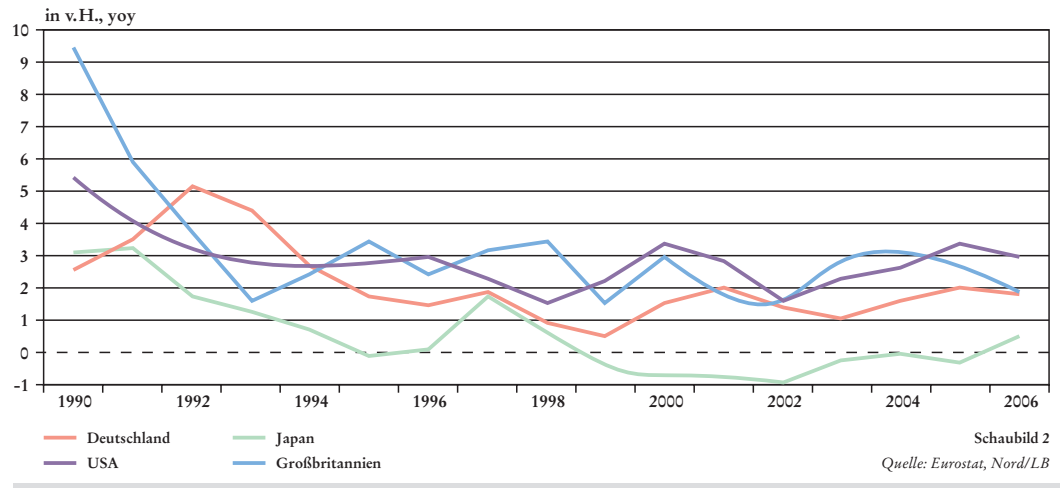
Geldpolitik scheint mithin trotz der vorhandenen Überschussliquidität derzeit erfolgreich zu sein. Diesen, den grundsätzlichen theoretischen Überlegungen widersprechenden Zusammenhang gilt es nun näher zu untersuchen.

zu „produzieren“. Um das Ziel der Preisniveaustabilität zu erreichen, kann eine Zentralbank die Geldmenge steuern und/oder die Leitzinsen variieren. Die EZB ist derzeit allerdings die einzige Zentralbank, die neben der Zinssteuerung auch die Entwicklung der Geldmenge bei ihrer geldpolitischen Strategie berücksichtigt.

Der Weg der Geldmengenentstehung kann dabei durch den Kredit- oder den Bondkanal erfolgen. Der Kreditkanal (vgl. auch Schaubild 4) ist der traditionelle Weg und bedeutet die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an heimische Unternehmen und Haushalte, die hiermit Transaktionen finanzieren. Die Refinanzierung der Geschäftsbanken geschieht durch die jeweilige Zentralbank zu den durch sie festgelegten Konditionen. Der Bondkanal ist der durch Geschäftsbanken getätigte Kauf von Wertpapieren beim in- und ausländischen Nichtbankensektor. Die Refinanzierungsmöglichkeit wird wiederum durch die jeweilige Zentralbank angeboten.

Die Entwicklung des von den Geschäftsbanken im Euroraum und den USA gehaltenen

Verbraucherpreisänderungen in Industriestaaten



2.2 Ursachen der internationalen Überschussliquidität

Die Ursachenanalyse der internationalen Überschussliquidität führt zunächst zu den nationalen Zentralbanken. Sie sind die einzigen Institutionen, die in der Lage sind Geld

Wertpapierbestandes der letzten Jahre zeigt, dass der Bondkanal neben dem Kreditkanal eine durchaus bedeutende Rolle bei der Geldmengenausweitung der vergangenen Jahre gespielt hat. In den USA hat das durch Geschäftsbanken gehaltene Volumen an Staatspapieren zwischen 2000 und 2004 um

rund 400 Mrd. US-\$ zugenommen, im Euro-raum stiegen die gehaltenen Wertpapier um 480 Mrd. €.

Bedingt durch die verhaltene konjunkturelle Entwicklung haben die Zentralbanken in den letzten Jahren eine Niedrigzinspolitik betrieben, die den Geschäftsbanken die Refinanzierung deutlich erleichtert hat (vgl. Schaubild 3). In der EWWU und den USA sollte damit die konjunkturelle Entwicklung gestützt werden, in Japan wollte man Deflationsgefahren vorbeugen. Hier wurde sogar zum Instrument einer Nullzinspolitik gegriffen. Da es durch die expansive Geldpolitik zu keinerlei verstärktem Preisauftrieb gekommen ist, wurde auch bis zum Jahr 2004 kein Anlass gesehen, den eingeschlagenen Kurs zu ändern.

Das auf diese Weise erreichte Niveau der Leitzinssätze ist sowohl vom empirischen als auch vom theoretischen Standpunkt aus betrachtet auf einem am makroökonomischen Umfeld gemessen historisch niedrigen Stand (siehe Exkurs 2). Die seit 2004 in den USA und mit Verzögerungen dann auch in Euro-land und Japan eingeleitete Zinswende führte inzwischen jedoch zu einer weitgehenden Normalisierung des Leitzinsniveaus.

Die niedrigen Leitzinssätze ermöglichten sog. „carry trades“, die eine steile Zinsstruktur zwischen relativ niedrigen kurzfristigen und vergleichsweise hohen langfristigen Zinssätzen ausnutzen. Es wird hierbei zu

Exkurs 2: Zinstheorie

Einer der wichtigsten Erklärungsansätze für die Existenz und Höhe des Zinssatzes ist die Grenzproduktivitätstheorie. Sie erklärt die Entlohnung des Produktionsfaktors Kapital mit dem Gegenwert der hierdurch ermöglichten Mehrproduktion. Sinkende Zinsen sind demnach Folge einer abnehmenden Grenzproduktivität des Faktors Kapital.

Die Liquiditätspräferenztheorie sieht im Zinssatz die Entschädigung des Kreditgebers für den Verzicht über die Verfügungsgewalt von Geld als universellem Zahlungsmittel. Diese Verfügungsgewalt geht an den Kreditnehmer über, der damit einen Vorteil erzielt. Der Vorteil besteht in der Möglichkeit, jederzeit Waren und Dienstleistungen zu bezahlen, daher hat jedes Wirtschaftssubjekt eine Liquiditätspräferenz.

Bei der Gegenwartspräferenztheorie wird davon ausgegangen, dass Gegenwartsverbrauch durch die Wirtschaftssubjekte höher bewertet wird als Zukunftsverbrauch. Die Entscheidung für den Verzicht auf Gegenwartsverbrauch kommt nur dann zustande, wenn durch die Zinsprämie zusätzliche Konsummöglichkeiten in der Zukunft realisiert werden können.

Wichtige Größen im Rahmen der verschiedenen Ansätze sind der Real- und der Nominalzins. Der Unterschied zwischen beiden liegt grundsätzlich in der Berücksichtigung der Inflationsrate. Es gilt folgender Zusammenhang:

$$\text{Realzins} = \text{Nominalzins} - \text{Inflationsrate.}$$

Der Realzins gibt somit Auskunft über tatsächliche zusätzliche Kaufkraft eingesetzten Kapitals.

günstigen Konditionen kurzfristig Geld aufgenommen und dann in längerfristige Anlageformen investiert. Die letzten Leitzinserhöhungen steuern dieser Entwicklung zwar bereits entgegen, die Geschäftsform hat sich allerdings international etabliert, so dass auch die globale Abhängigkeit der Geld- und Kapitalmärkte noch einmal zugenommen

Realzinsentwicklung Euroland und USA

(Tender, Federal Fund Rate)



hat. Diese war bei den internationalen Kapitalmärkten schon besonders ausgeprägt, durch neue liquide Anlageformen (vgl. 2.3) erreicht sie nun auch immer mehr die Geldmärkte. Ein rein national fokussierter Blickwinkel der Geldpolitik wird daher in der Zukunft nicht mehr ausreichen, um die Stabilität der Finanzmärkte, national wie international, zu gewährleisten.

Ein weiterer Zuwachs an internationaler Liquidität entstand durch Anleihekäufe insbesondere asiatischer Zentralbanken vor allem in den USA. Sie versuchen auf diese Weise, eine Aufwertung ihrer heimischen Währungen gegenüber dem US-Dollar zu verhindern und akkumulieren so beträchtliche Devisenreserven. Bei niedrigen Zinssätzen und einer stabilen Geldwertentwicklung ist diese Strategie mit vergleichsweise geringen Alternativkosten verbunden.

Es ist erstaunlich, dass sich dieser enorme Zuwachs an Liquidität in den letzten Jahren eben nicht in einem Anstieg der mit Hilfe der Verbraucherpreisindizes gemessenen Inflationsraten niedergeschlagen hat. Eine mögliche Begründung hierfür ist in der fortschreitenden Globalisierung zu sehen. Die damit verbundene Zunahme des internationalen Wettbewerbsdrucks hat beispielsweise in Deutschland in den vergangenen Jahren zu äußerst moderaten Tarifabschlüssen geführt. Da gleichzeitig die Produktivität gestiegen ist, hatte dies seit dem Jahr 2000 nahezu unveränderte Lohnstückkosten zur Folge. Diese sind deshalb von Bedeutung, da es einen empirisch belegbaren Zusammenhang zwischen den Lohnstückkosten und der Inflation gibt. Er wird in der modifizierten Philippskurve deutlich, die die durchschnittliche Produktivitätsentwicklung und die Inflationsrate berücksichtigt. Erstere ist neben dem Lohnsatz die zweite Bestimmungsgröße für die Lohnstückkosten und liegt für Deutschland, als Schwergewicht im europäischen harmonisierten Verbraucherpreisindex, auf dem Niveau des Jahres 2000. Im Zusammenspiel dieser Beobachtung und der Ausnutzung internationaler Kostenvorteile durch die produzierenden Unternehmen ergeben sich als Ergebnis stabile Preise für Konsumgüter. Die Inflationsrate in Euroland von nahe 2 v.H. war daher vornehmlich

Resultat der stark gestiegenen Energiekosten und nicht steigender Konsumgüterpreise.

Kurzfristig gehen demnach von der internationalen Überschussliquidität keine Gefahren für die Preisstabilität aus. Mittel- bis langfristig ist diese Gefahr allerdings durchaus (Siehe Kasten 1) gegeben und damit ein Argument für den Politikwechsel der Zentralbanken. Studien gehen davon aus, dass Schwankungen im Geldmengenwachstum mit einem Zyklus von bis zu acht Jahren sich als nicht signifikant für die Inflationsentwicklung zeigen (Neumann und Greiber 2004).

Dies wirft die Frage nach dem Verbleib der in den letzten Jahren aufgebauten Überschussliquidität auf. Eine erste Möglichkeit, den Überschuss inflationsfrei zu absorbieren besteht in **realem Wirtschaftswachstum**. In diesem Fall würde der damit verbundene höhere Bedarf an Transaktionskasse durch die bereits vorhandene Liquidität gedeckt werden können und auch langfristig bestünde keine Inflationsgefahr. Gerade bei unterausgelasteten Kapazitäten bestehen gute Chancen, auf diesem Weg Liquidität abzubauen. Die eher durchschnittlichen weltweiten realen Wachstumsraten boten durch diese Ausgleichsmöglichkeit allerdings nur begrenzte Absorptionspotenziale.

Eine weitere Möglichkeit, die nicht ausgeschlossen werden kann, ist eine **Strukturveränderung in der Geldnachfrage**. Dies hätte zur Folge, dass die gestiegene Nachfrage nach liquiden Anlagen nicht vorübergehender, sondern dauerhafter Natur wäre. Die vermehrte Nachfrage nach Vorsichts- und Spekulationskasse würde in diesem Fall nicht in Transaktionskasse umgewandelt werden. Eine erhöhte Geldhaltung hätte somit keinen Inflationseffekt zur Folge. Untersuchungen der Notenbanken und insbesondere der EZB haben gezeigt, dass ein nicht unerheblicher Teil der Geldmenge M3 diesem veränderten Verhalten zuzurechnen ist.

Eine dritte Alternative besteht darin, dass die Überschussliquidität ihren **Weg zu den Vermögenswerten** findet. Diese können Fondsanteile, Wertpapiere, Rohstoffe oder Immobilien sein. Dort wären deutlich steigende Preise die Folge, was die Gefahr der Bildung spekulativer Blasen bedeutet.

2.3 Überschussliquidität und Vermögenspreise

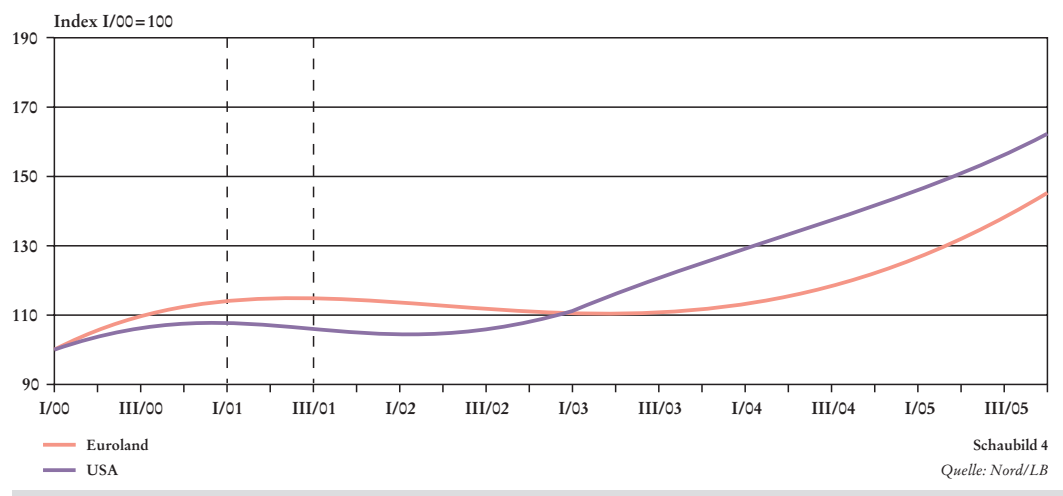
Ein solcher Preisanstieg bei den Vermögenswerten ist laut einer Untersuchung der Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (CBFSAI) in der Tat für die letzten Jahre beobachtbar. In den USA setzt er ab dem ersten Quartal 2002, im Euroland ab dem zweiten Quartal 2003 ein (vgl. Schaubild 4). Für den jeweiligen Zeitraum bedeutet diese Entwicklung in den USA einen Anstieg der Preise für Vermögenswerte um 56,1 v. H., in Euroland fällt er mit 31,1 v. H. moderater aus. Eine deutliche Tendenz ist aber auch hier erkennbar. In die Berechnung der verwendeten Preisindizes sind dabei Staatsanleihen, Wertpapiere, Rohstoffe und andere Vermögenswerte eingegangen.

Das Jahreswachstum der globalen Liquidität lag seit 1997 über dem des weltweiten Bruttoinlandsproduktes (vgl. Schaubild 1). Wie auch das Schaubild zeigt, kann hierbei durchaus von einem signifikanten Zusammenhang zwischen Überschussliquidität und Vermögenspreisen ausgegangen werden. Folglich ist die Frage zu beantworten, auf welchem Übertragungsweg die Liquidität die Märkte für Vermögenswerte erreicht. Hierzu ist in Schaubild 5 der Transmissionsprozess in stark vereinfachter Form dargestellt.

Die Zentralbank stellt den Geschäftsbanken Liquidität zu festgelegten Konditionen (ins-

besondere Zinssätzen) zur Verfügung. Diese ihrerseits geben beides durch Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen weiter. Die Unternehmen stehen nun vor der Entscheidung, die Mittel in Bauten oder Anlagen zu investieren oder alternativ extern anzulegen. Bei den Haushalten besteht die Wahl zwischen der Alternative Konsum oder Anlage. Bei durch hohe Unsicherheit und eine ungünstige konjunkturelle Entwicklung charakterisierten Rahmenbedingungen der jeweiligen Entscheidung präferieren beide Gruppen die Anlage. Auf Seiten der Unternehmen resultiert diese Unsicherheit vornehmlich aus eher pessimistisch stimmenden gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und damit sinkenden Gewinnerwartungen, bei den Haushalten aus dem steigenden Risiko der Arbeitslosigkeit und der hohen Ungewissheit der zukünftigen Altersversorgung. Eine reichliche Versorgung mit Liquidität zu sehr niedrigen Zinsen verstärkt noch die Attraktivität der Anlage, da die kurzfristigen Finanzierungskosten leicht durch langfristig erwartete Erträge gedeckt werden können (vgl. „carry trades“, 2.2). Auf diese Weise ergibt sich ein neuer Transmissionsweg der Geldmenge, der zunächst die Nachfrage nach Vermögenswerten, und damit auch deren Preise, steigen lässt. Erst später steigt dann auch die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen, so dass sich die Zeitverzögerung zwischen der Erhöhung der Geldmenge und dem Anstieg des Güterpreinsniveaus wesentlich verlängert.

Vermögenspreise in Euroland und den USA



Transmissionsprozess

(Kreditkanal – stark vereinfacht)

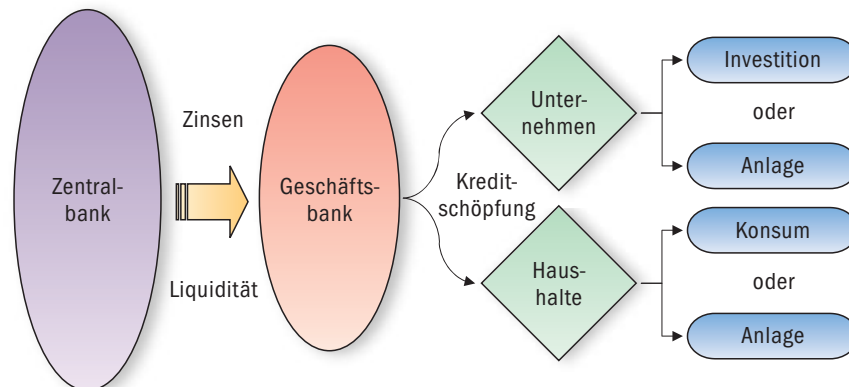


Schaubild 5

Quelle: eigene Darstellung

Dieser Effekt wird noch durch die Tatsache verstärkt, dass der Zugang zu den Märkten für Vermögenswerte für Haushalte und Unternehmen mittlerweile deutlich leichter möglich ist als noch in den 70er oder 80er Jahren. Zudem erhöhen neue Anlageformen und -modelle die Liquidität von Vermögensassets, was einen leichten Ausstieg („Exit“) aus dem Markt ermöglicht. Die sehr günstigen Refinanzierungskosten lockten neben institutionellen Anlegern auch Hedge-Fonds zu den Vermögenswerten, die eine attraktive Rendite versprochen. Das sehr niedrige Renditeniveau von Staatsanleihen förderte ebenfalls eine starke Nachfrage nach anderen Vermögenswerten und damit letztlich auch nach Immobilien.

Der Immobiliensektor wurde dabei durch innovative Anlageinstrumente wie „REITs“ (Real Estate Investment Trusts), „private equity“, oder „property securitisation“ fungibler und rückte damit deutlich näher an den Kapitalmarkt (vgl. auch 3.1).

Die nationalen Märkte für Vermögenswerte sind im Zuge der Globalisierung auch in den Fokus internationaler Anleger geraten. Diese nutzen gezielt Renditedifferenzen, um von Arbitragegeschäften zu profitieren (vgl. auch 2.2). Auf den jeweiligen Märkten kommt es so zu einer weiter steigenden Nachfrage nach Vermögenswerten bei kurzfristig konstantem Angebot, so dass Preissteigerungen wiederum die Folge sind.

Eine Gefahr dieser Entwicklung besteht in der Bildung spekulativer Blasen. Grundlage

für das Vorhandensein einer spekulativen Blase ist ein übermäßiger Preisanstieg der betroffenen Asset-Klasse, der nicht durch die allgemeine Inflation erklärt ist. Der Preisanstieg allein ist hierbei zwar eine hinreichende, aber nicht notwendige Bedingung das Entstehen einer Blase. Kann er durch eine Veränderung der Fundamentaldaten des Marktes erklärt werden, handelt es sich um eine normale Anpassung an sich wandelnde Umweltbedingungen. Ist dies jedoch nicht der Fall, kann es sich um eine Blase handeln. Die Preise verlieren dann ihre Informationsfunktion und eine anschließende Wertberichtigung (das „Platzen“) kann realwirtschaftliche Effekte nach sich ziehen. Dies ist umso wahrscheinlicher, als in der Überhitzungsphase Überkapazitäten aufgebaut worden sind, die nun nicht mehr benötigt werden (vgl. auch „Wohnimmobilienblase USA – Crash oder Soft Landing“, NORD/LB, Reihe „Global Markets“). Besonders hoch ist dieses Risiko bei Blasenbildungen auf Immobilienmärkten, da diese nicht zuletzt auch aufgrund von den privaten Konsum beeinflussenden Vermögenswerteffekten eine besondere Konjunkturrelevanz aufweisen.

3. Überschussliquidität und Immobilienmärkte

Die Preise für Wohnimmobilien sind in den vergangenen Jahren in einigen Ländern deutlich gestiegen. Besonders ausgeprägt war diese Entwicklung in den USA, Spanien und Großbritannien. Für Deutschland konnte dieser Trend bislang nicht festgestellt werden (vgl. Schaubild 6).

Dennoch mehren sich auch hierzulande die Anzeichen, dass der deutsche Immobilienmarkt insgesamt zunehmend für inländische und in besonderem Maße für ausländische Investoren an Attraktivität gewinnt. Als Beispiele seien hier der Verkauf der Geschäftsimmobilien von Karstadt-Quelle an den „Whitehall Fund“ oder der kommunalen Wohnimmobilien der Stadt Dresden an den US-Finanzinvestor „Fortress“ genannt.

Nach der Analyse, in wie weit diese gesteigerte Aufmerksamkeit für Immobilien allgemein mit der vorhandenen Überschussliquidität in Verbindung steht, wird weiter untersucht werden, welche Auswirkung dies für den deutschen Immobilienmarkt hat.

3.1 Liquiditätsschwemme und Immobilienmarkteffekte

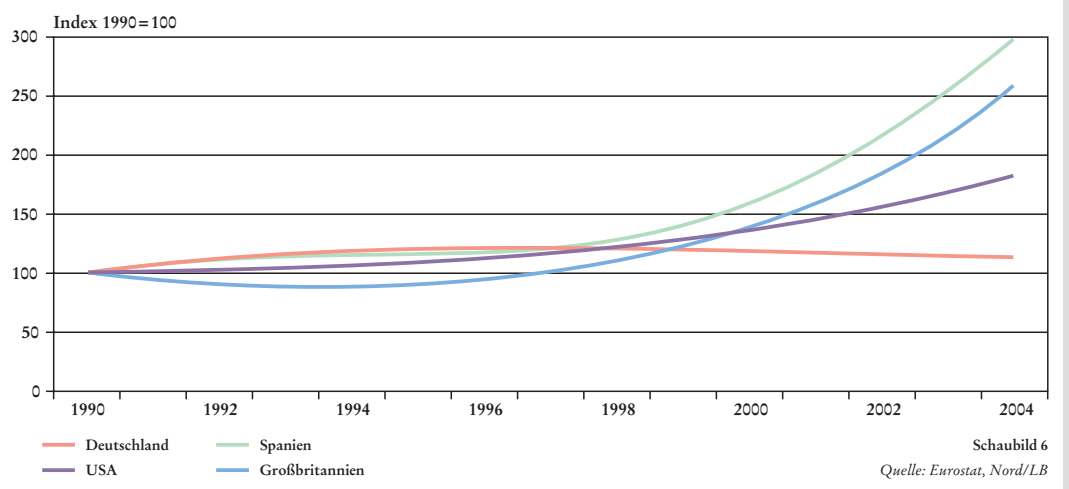
Die Preisentwicklung eines Marktes wird langfristig durch die Veränderung seiner

Fundamentalfaktoren bestimmt. Dabei ist im Falle von Immobilienmärkten zu berücksichtigen, dass diese regional wie auch sektoral sehr unterschiedlich sein können und damit der „Immobilienmarkt“ als solcher extrem inhomogen ist.

Generell haben die demographische Entwicklung und die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen einer Volkswirtschaft entscheidenden Einfluss auf das Marktgeschehen. Neben diesen spielt auch der Zinssatz im Rahmen der Finanzierungskosten eine Rolle. Dies ist der Hebel, durch den die Geldpolitik Immobilienmarkteffekte bewirken kann. Die Wirkung unterscheidet sich, je nachdem ob es sich um private Investoren wie Haushalte oder Unternehmen, oder institutionelle Anleger wie Fonds, Immobilien-AG's, Versicherungen oder Pensionskassen handelt.

Das Interesse der privaten Haushalte gilt primär Wohnimmobilien. Durch ihre Wertbeständigkeit und die Möglichkeit der Selbstnutzung sind sie wichtiger Bestandteil der Altersvorsorge. Mit zunehmender Unsicherheit der gesetzlichen Rentenversicherung und dem Platzen der „New Economy“-Blase am Wertpapiermarkt ist dieses Interesse in den letzten Jahren weiter gestiegen. Günstige Finanzierungsbedingungen senken die Alternativkosten der Immobilienanlage zusätzlich, was einen weiteren Beitrag zur steigenden Attraktivität leistet. Wichtigster Fundamentalfaktor für die langfristige Entwicklung des

Preise für Wohnimmobilien im internationalen Vergleich



Wohnimmobilienmarktes ist allerdings die Veränderung der Zahl der Haushalte und des Flächenbedarfs je Haushalt.

Bauinvestitionen im Unternehmenssektor werden zunehmend, trotz der derzeit noch hohen Eigennutzerquote, nicht mehr von den Unternehmen selbst, sondern durch entsprechende Dienstleister durchgeführt. Die Unternehmen treten dann in der Folge als Mieter der Immobilien auf. Damit beeinflussen niedrige Zinsen die Investitionsentscheidung eines Unternehmens in diesem Fall nur noch indirekt.

Die Selbstnutzung einer Immobilie spielt auch für institutionelle Anleger keine Rolle. Ihr Interesse gilt vielmehr der Erzielung einer möglichst hohen Rendite für ihr eingesetztes Kapital. Wichtige Kennziffer für die jeweilige Anlageentscheidung ist die „cap rate“, die durch den Quotienten aus Nettojahresmiete und Kaufpreis einer Immobilie berechnet wird. Sie spielt insbesondere bei „buy and hold“ – Anlagestrategien eine Rolle. Die Wertentwicklung eines Objektes ist ein weiterer wichtiger Aspekt bei der Portfolioentscheidung institutioneller Investoren. Insbesondere bei aggressiven Trading – Strategien, wie sie häufig von Opportunity Funds betrieben wird, kommt es auf die Wertsteigerung des jeweiligen Objektes an. Durch den relativ kurzen Anlagehorizont gerade angelsächsischer Finanzinvestoren ist davon auszugehen, dass viele Objekte bzw. Portfolios in den kommenden Jahren auch wieder auf den Markt kommen werden. Die cap rate verliert hier an Aussagekraft. Im Gegenteil, kommt es tatsächlich zu den erwarteten Preissteigerungen, kann bei konstanten Nettojahresmieten die „yield compression“ beobachtet werden, d.h. ein kaufpreisbedingtes Einbrechen der an der cap rate gemessenen Rendite. Somit können von der cap rate falsche Signale an die Marktteilnehmer ausgehen.

Die Aktivitäten gerade institutioneller Finanzinvestoren sorgen auch für ein Umdenken auf den Immobilienmärkten. Wird eine Immobilie als Vermögensasset angesehen, schwinden auch bestehende Bindungen an ein Objekt. Diese sind beispielsweise in Deutschland sehr ausgeprägt, da hierzulande

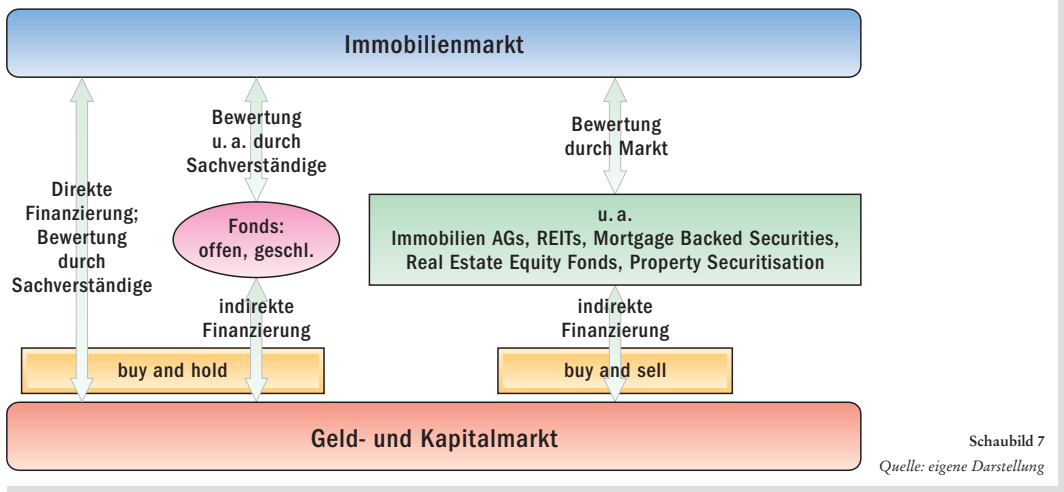
lediglich ca. 2,5 v.H. des Immobilienbestandes innerhalb eines Jahres gehandelt werden. Die durchschnittliche Haltungsdauer beträgt somit etwa 40 Jahre. Zum Vergleich: In den USA werden jährlich 20–25 v.H. des Immobilienbestandes gehandelt bei einer durchschnittlichen Haltungsdauer von 4–5 Jahren. Es steht zu erwarten, dass das Marktgeschehen auch in Deutschland deutlich an Dynamik gewinnt.

In den letzten Jahren ist zu beobachten, dass institutionelle Anleger zunehmend internationale Aktivitäten entfalten, wodurch die Immobilienmärkte weltweit näher zusammenrücken. In der Folge werden auch vermehrt international standardisierte Anlageformen etabliert, um Alternativkosten von Projekten besser bestimmen und vergleichen zu können. Zu diesen zählen die bereits erwähnten REITs, private equity und die property securitisation.

Bei **REITs** handelt es sich um zumeist börsennotierte Aktiengesellschaften, deren Haupttätigkeit immobilienbezogen ist. Sie sind dann von den Unternehmenssteuern befreit, wenn sie 80–90 v.H. ihrer Gewinne an die Anleger ausschütten. Diese müssen die Einnahmen dann zu ihrem jeweiligen individuellen Steuersatz versteuern (vgl. auch „Real Estate Investment Trusts“, NORD/LB, Reihe „Global Markets“).

Unter **private equity** wird Beteiligungskapital verstanden, das von Investoren (privat und institutionell) meist mit hohem Fremdkapitalanteil für kurz- bis mittelfristige Investitionen nicht börsennotierten Unternehmen zur Verfügung gestellt wird. Zur Steigerung der Eigenkapitalrendite wird hierbei der „Leverage-Effekt“ ausgenutzt. Das private Beteiligungskapital kann grob in die Bereiche Risikokapital, mezzanine Finanzierungen und buy out unterschieden werden. Im Immobilienbereich spielt Risikokapital keine bedeutende Rolle. Mezzanine Finanzierungen mit Hilfe von Genussrechten oder stillen Beteiligungen nehmen ein Sonderstellung zwischen Eigen- und Fremdkapital ein und werden an Bedeutung gewinnen. Derzeit am häufigsten sind buy outs, bei denen bestehende Unternehmen oder Gesellschaften übernommen werden.

Liquidität und Immobilienmarkt



Property securitisation schließlich ist die Anwendung der Finanzierungsart „Forderungenverbriefung“ auf Immobilien. Die Mittel werden hierbei direkt über den Kapitalmarkt bereitgestellt, im Gegensatz zur traditionellen Immobilienfinanzierung durch die Banken. Das dabei am häufigsten benutzte Vehikel sind commercial mortgage backed securities (CMBS). Bei der Verbriefung werden Darlehen, Forderungen und andere Vermögenswerte zusammengefasst, wobei ihr cash flow oder ihr wirtschaftlicher Wert für Ausschüttungen auf die emittierten Wertpapiere verwendet werden.

Diese Anlageformen zeichnen sich neben der internationalen Vergleichbarkeit vor allem durch ihre höhere Fungibilität (besonders im Vergleich zu den in Deutschland verbreiteten offenen und geschlossenen Fonds, vgl. Schaubild 7) und die verbesserte Markttransparenz (insb. Preise) aus. Zudem eröffnen sie durch den leichten Markteintritt auch privaten Haushalten oder Unternehmen Zugang zu den Immobilienmärkten, der früher an den hohen Zutrittsbarrieren scheiterte. Für ausländische Investoren war der Markt weniger interessant, da sie von gewährten Steuervorteilen nicht profitieren konnten. Geschlossene Fonds beispielsweise engagierten sich selbst in Immobilien mit niedriger Rendite, da diese nach Steuern durch die Gewährung von Vorteilen angehoben wurde.

Ein niedriges Zinsniveau verbunden mit einer reichlichen Liquiditätsausstattung eröffnet

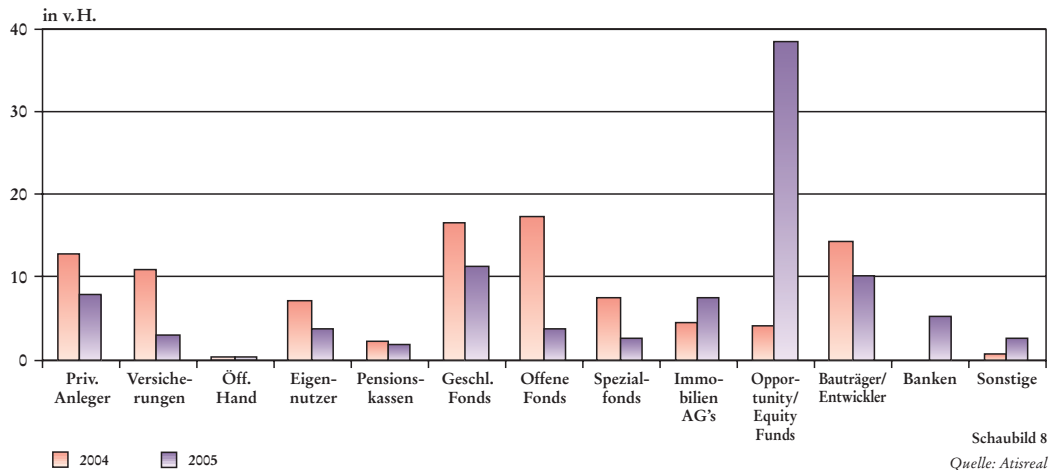
den institutionellen Anlegern günstige Refinanzierungsmöglichkeiten. Da neben dem Ein- auch der Ausstieg aus einem Investment wesentlich leichter geworden ist, hat die Volatilität der Anlagen zugenommen und damit auch die Gefahr spekulativer Übertreibungen. Des Weiteren ist zu berücksichtigen, dass auf Immobilienmärkten ein starres Angebot auf eine variable Nachfrage trifft, so dass es zu ausgeprägten Immobilienzyklen kommen kann. Nimmt die Nachfrage zu, sind Preissteigerungen die direkte Folge.

Die Geldpolitik hat somit einen größeren Einfluss auf die Immobilienmärkte gewonnen. Sie gibt über Leitzinsen eine wichtige Orientierungsgröße für die Akteure vor. Es sollte allerdings berücksichtigt werden, dass der Zinssatz eine von mehreren fundamentalen Einflussgrößen darstellt, die je nach Marktsegment und Region zudem variieren können.

3.2 Der deutsche Immobilienmarkt

Das Engagement ausländischer institutioneller Investoren ist auf den deutschen Immobilienmärkten deutlich gestiegen. Im Vergleich zu den Märkten in Spanien oder Großbritannien erreicht die internationale Liquidität die deutschen Immobilienmärkte allerdings mit einiger Verspätung. Nach Erhebungen von Atisreal betrug der Anteil ausländischer Investoren am gesamten Transaktionsvolumen von 51,4 Mrd. € im Jahr 2005 dennoch bereits gut 76 v.H. Dabei hatten Opportu-

Investments in den Ballungszentren nach Akteuren



nity und Equity Funds wie auch internationale Immobilienunternehmen im Portfoliobereich mit 71 v.H. den höchsten Anteil. Weniger aktiv waren nationale offene Fonds und Versicherungen, die eher eine Konsolidierungs- bzw. Diversifizierungsstrategie durch Anlagen im Ausland verfolgten.

Der Anteil der verschiedenen Akteure am Investitionsvolumen in den fünf Ballungszentren Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München der Jahre 2004 und 2005 bestätigt diese Beobachtung und ist in Schaubild 8 zusammengestellt.

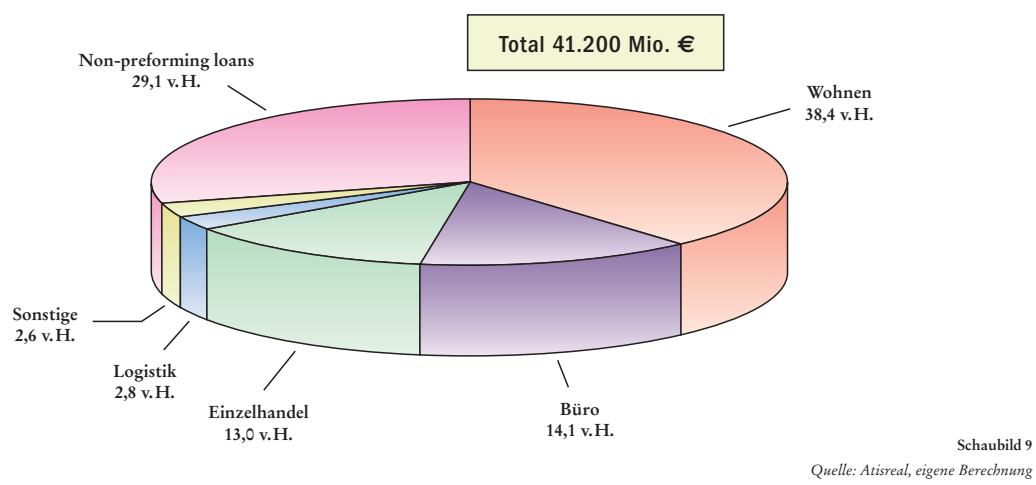
Das absolute Investitionsvolumen in den Ballungszentren hat dabei um 3,8 Mrd. € zugenommen und der Anteil des ausländischen

Engagements ist von 12 v.H. im Jahr 2004 auf 60,9 v.H. im Jahr 2005 hochgeschwungen.

Den größten Anteil bei den Portfolioinvestments (Verkauf mehrerer Objekte), die 80 v.H. am gesamten Transaktionsvolumen ausmachen und für institutionelle Anleger von besonderem Interesse sind, haben mit 38 v.H. Wohnportfolios (vgl. Schaubild 9).

Bei den Gewerbeimmobilien spielt nach wie vor der Bürobereich die wichtigste Rolle, gefolgt von Einzelhandels- und Logistikportfolios. Der Anteil ausländischer Investoren am Gesamtumsatz bei den Portfoliogeschäften liegt mit 83 v.H. sogar noch deutlich über deren Anteil an den Gesamttransaktionen. Fonds mit einer Eigenkapitalausstattung

Portfolioinvestments 2005



von mehr als 1 Mrd. € sind hier häufig anzutreffen. Ihre Kapitalstärke ermöglicht erst diese großen Transaktionsvolumina. Auf der Verkäuferseite stehen häufig deutsche Projektentwickler, aber auch offene Immobilienfonds oder Unternehmen, die sich von Objekten trennen.

Das starke Interesse ausländischer Investoren leitet sich zum Teil durch das nach wie vor günstige Zinsniveau ab, welches immer noch attraktive Renditen durch innovative Finanzierungsstrukturen erlaubt. Vor allem aber ist die Erholung der deutschen Gesamtwirtschaft hierfür verantwortlich, die für steigendes Vertrauen in Investments auch auf den deutschen Immobilienmärkten sorgt. Zudem ist das Preisniveau für deutsche Immobilien im internationalen Vergleich relativ günstig, so dass hierdurch gute Renditechancen resultieren. In den vergangenen Jahren sind die Immobilienpreise in Deutschland entweder nur moderat gestiegen oder gar gesunken. Diese Entwicklung war eine Folge der ungünstigen Konstellation der Fundamentalfaktoren, insbesondere der konjunkturellen Situation, der Arbeitsmarktlage und der demographischen Prognosen. Der nun zu

beobachtende Nachfrageanstieg stoppt den dadurch hervorgerufenen Preisverfall deutscher Immobilien und kehrt den Trend um.

Kennzeichnend für die Entwicklung bei den **Wohnimmobilien** ist die nach wie vor feststellbare Diskrepanz zwischen Ost- und Westdeutschland. In den vergangenen zehn Jahren sind die Preise für Wohnimmobilien in Westdeutschland um 4 v. H. gestiegen, wohingegen sie in Ostdeutschland um 17 v. H. gefallen sind. Im internationalen Vergleich bildet Deutschland damit das Schlusslicht bei der Preisentwicklung, sowohl im vergangenen Jahr, als auch bei der durchschnittlichen Veränderung der Jahre 1996 bis 2004 (vgl. Tabelle 1). Der Anteil der Hypothekenverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist ebenfalls im internationalen Durchschnitt geringer, was gleichzeitig zu der geringeren Preisdynamik beigetragen hat.

Diese Entwicklung ist besonders der demographischen Situation und der Einkommensentwicklung geschuldet, zudem sind in den Jahren nach der Wiedervereinigung große Überkapazitäten aufgebaut worden, die sich in entsprechenden Leerstandquoten nieder-

Wohnimmobilienpreise und Hypothekenverschuldung

	Jährliche Veränderung in v. H.		Veränderung der Hypothekenverschuldung 2005 ¹
	1996–2004	2005	
USA	7.1	13.0	4.6
Japan	-3.9	-4.7	0.0
Great Britain	12.3	2.2	4.7
Germany	-0.9	-2.1	0.4
France	9.2	9.0	3.1
Spain	11.1	12.9	9.4
Italy	6.4	7.2	2.0
Netherlands	9.0	6.4	6.0
Sweden	8.6	10.5	4.0
Switzerland	1.6	1.5	2.8
Norway	7.9	7.5	1.6
Denmark	6.7	21.3	7.2
Finland	7.2	9.0	3.4
Ireland	14.0	9.4	9.6
Kanada	5.5	10.5	1.7
Australia	10.1	2.3	3.9

Tabelle 1; Quelle: BIS

¹ in v. H. des BIP

geschlagen haben. Allerdings befindet sich der Wohnimmobilienmarkt in Ostdeutschland vor einer Erholung, da Maßnahmen wie beispielsweise der „Stadtumbau Ost“ erste Erfolge verzeichnen können, die die Leerstandsquote seit ihrem Höchststand 2002 (16,5 v. H.) kontinuierlich haben sinken lassen.

Deutsche Wohnimmobilien weisen mit einem Anstieg der Mietrendite von 2 v. H. seit 1995 einen deutlichen Standortvorteil für Investoren im internationalen Vergleich auf. Im selben Zeitraum erreicht die Mietrendite in Großbritannien nur noch 40 v. H. des Basisjahres, in Schweden 56 v. H. und den USA 72 v. H. Die Mietrendite lag Anfang 2005 nach Schätzungen der Allianz bei 5,4 v. H. für Gesamtdeutschland. In den neuen Bundesländern wurde mit 5,9 v. H. der Wert der alten Bundesländer mit 5,3 v. H. sogar übertroffen. Deutsche Wohnimmobilienportfolios sind daher für ausländische Investoren interessante Anlageobjekte. In den vergangenen zwei Jahren wechselten Wohnungsportfolios mit über einer halben Million Wohneinheiten den Besitzer. Gerade die Bestände kommunaler oder gewerblicher Eigentümer sind hier Gegenstand des Engagements. Somit wird die Nachfrage nach großen Wohnungsbeständen in der kurzen Frist weiter steigen, was zu entsprechendem Preisauftrieb führen wird. Langfristig sind dieser Entwicklung allerdings von Seiten der Fundamentalfaktoren durch die Demographie und die Veränderung der Zahl der Haushalte Grenzen gesetzt. Auch haben die Inve-

storen zumeist eine kurzfristige Anlagestrategie („buy and sold“), so dass hierdurch die Nachfrage zurückgehen wird.

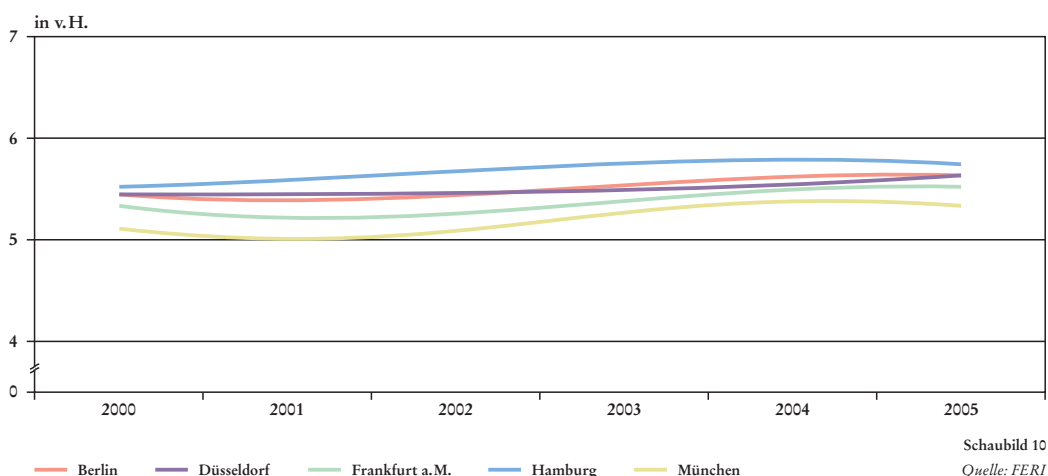
Bei **Büroimmobilien** in den fünf deutschen Ballungszentren ist der Preis je m² beispielsweise seit 2000 um durchschnittlich 27,3 v. H. gefallen, wobei die Märkte in Frankfurt am Main (37,8 v. H.) und München (39,2 v. H.) die stärksten Einbußen zu verzeichnen hatten. Allein in Düsseldorf zeigten sich die Preise als wichtige Einflussgröße auf die „cap rate“ relativ stabil.

Da auch die Mieten für Büroflächen sich ähnlich entwickelt haben, zeigen sich die zu erzielenden Renditen vergleichsweise stabil (vgl. Schaubild 10). Bedingt durch den Einbruch bei den Mieten bilden auch bei der Renditeentwicklung Frankfurt am Main und München die Schlusslichter. Im internationalen Vergleich sind die Renditen für Investitionen in deutsche Büroimmobilien allerdings sehr attraktiv, da sie andernorts durch die Preishausse deutlich zurückgegangen ist.

Ein ähnliches Bild ergibt sich bei einer näheren Betrachtung der Marktsituation bei den **Einzelhandelsimmobilien**. Insgesamt sind die Preise je m² mit durchschnittlich 13,9 v. H. bislang nur moderat gestiegen.

Verantwortlich hierfür waren die Preissteigerungen in Frankfurt am Main und München. Die anderen Ballungszentren präsentieren sich wiederum vergleichsweise stabil (vgl.

Renditeentwicklung bei Büroimmobilien in den Ballungszentren 2000–2005



Preisentwicklung Einzelhandelsimmobilien in den Ballungszentren 2000–2005

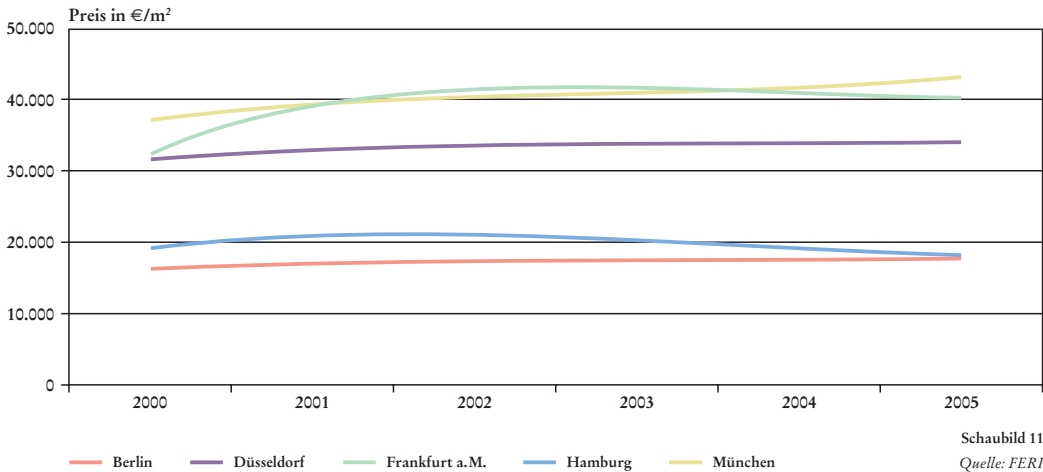


Schaubild 11
Quelle: FERI

Schaubild 11). Die Wirkungen auf die jeweiligen Renditen wurden auch hier durch die parallele Entwicklung der Mieten nahezu kompensiert (vgl. Schaubild 12). Eine relativ deutliche Zunahme der Renditen konnte der Standort Berlin verzeichnen, hier stieg die Rendite von 5,6 v.H. im Jahr 2000 auf 5,9 v.H. im Jahr 2005.

Die auf anderen europäischen Immobilienmärkten zu beobachtenden Preissteigerungen haben dort zu z.T. deutlichen Renditerückgängen geführt („yield compression“). Diese Entwicklung ist in Deutschland bis zum Jahr 2005 weitgehend ausgeblieben (vgl. Schaubild 10 und 12), ist aber 2006 in Ansätzen feststellbar. Sowohl bei den Büro- als auch bei den Einzelhandelsimmobilien ze-

gen die Renditen sich noch sehr stabil. Bei sinkenden Renditen in alternativen Anlagemärkten wäre dies ein weiteres Argument für ein verstärktes Engagement von Investoren in Deutschland.

Die nun aber auf einen restriktiveren Kurs eingeschwenkte Geldpolitik sowohl seitens des FED als auch seitens der EZB sorgt für sinkende Zinsdifferenzen, so dass der expansive Impuls durch die internationale Überschussliquidität geringer wird. Der deutsche Immobilienmarkt wird daher nicht in gleichem Ausmaß von geldpolitisch induzierten Preissteigerungen betroffen sein, wie es in Großbritannien, Spanien oder den USA der Fall war. Dennoch wird die Nachfrage nach Immobilien zunehmen, da eine Reihe von

Renditeentwicklung bei Einzelhandelsimmobilien in den Ballungszentren 2000–2005

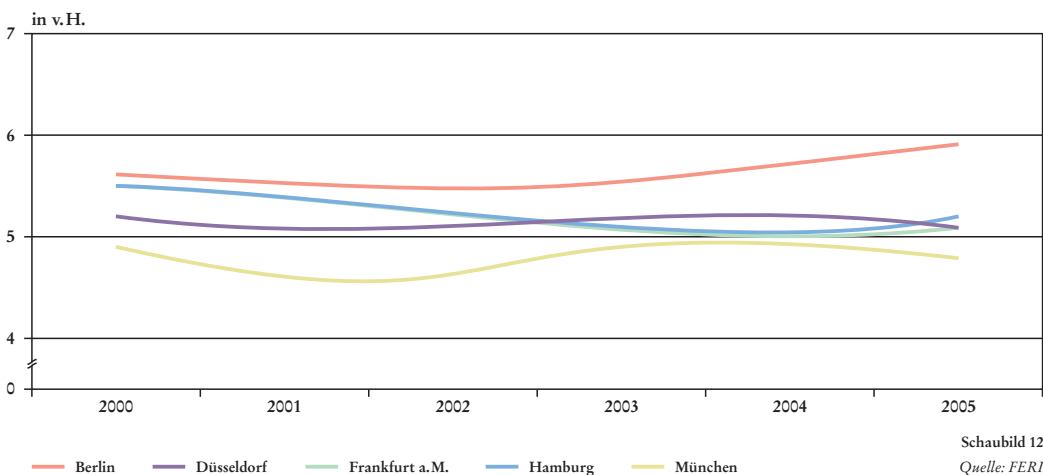


Schaubild 12
Quelle: FERI

Fundamentalfaktoren dafür sprechen. Noch immer ist das Zinsniveau niedrig, die gesamtwirtschaftlichen Perspektiven haben sich verbessert und die deutsche Wirtschaft fährt einen erfolgreichen Konsolidierungskurs. Die Einführung neuer Anlageformen am Immobilienmarkt (REITs) wird ebenfalls für weitere Bewegung am Markt sorgen. Dem gegenüber allerdings stellen die demographische Entwicklung, die nach wie vor strukturellen Probleme am Arbeitsmarkt und die hohe Regelungsdichte Belastungen für die Entwicklung der Immobilienmärkte dar.

Es ist auch nicht zu erwarten, dass die ausländischen Investoren sich vollständig aus dem deutschen Immobilienmarkt zurückziehen werden. Es ist davon auszugehen, dass das internationale Kapital weiterhin sehr flexibel sein und auf Änderungen von Rahmenbedingungen reagieren wird.

Gleichzeitig wird aber auch das globale Transaktionsvolumen weiter ansteigen. Aufgrund der Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen hat sich der Immobilienmarkt sowohl global als auch in Deutsch-

land verstärkt dem Geld- und Kapitalmarkt mit innovativen Instrumenten geöffnet, wobei weiterhin große Entwicklungsperspektiven bestehen. Die Immobilien selbst sind hierdurch zunehmend zu einem fungiblen Asset geworden, das mit anderen Assetklassen wie Bonds oder Aktien vergleichbar ist und auch als solches in den Portfolios internationaler und nationaler Kapitalanleger eine Rolle spielt. Institutionelle wie auch private Anleger werden nicht auf die Assetklasse Immobilien verzichten können, gleichwohl kann aber der Anteil in den einzelnen Portfolios variieren. Für den Immobilienmarkt Deutschland ist somit ein vollständiger Rückzug nicht zu erwarten, aber, falls sich insbesondere die Renditeperspektiven verändern, mit einem schwächeren Engagement der Investoren. Dies würde bei gleichen Bedingungen auf dem Mietmarkt zu niedrigeren Preisen und wieder anziehenden Renditen führen. Kurzfristig erwarten wir für 2006 leicht steigende Preise an den deutschen Immobilienmärkten. Die Gefahr ähnlich spekulativer Überbewertungen wie in den bereits angesprochenen Volkswirtschaften ist hierzulande jedoch nicht zu befürchten.

1. Introduction

Prices in the international property markets are currently rising so sharply that fears are being increasingly expressed to the effect that what we are seeing is the formation of speculative bubbles since the fundamental data alone can no longer explain this trend. Particularly affected by this state of affairs are the property markets in the USA, Great Britain and Spain.

One reason behind this trend can be seen in the fact that the international central banks have made for what is a more than adequate liquidity supply in recent years. This surplus liquidity has not been reflected in rising prices of consumer goods or services, which means that the central banks have achieved their objective of price stability. Nevertheless, more than a few analysts are assuming that the surplus liquidity has found its way to the asset markets and is thus one of the reasons behind the upward trend in property prices.

Germany's property markets have not experienced price increases of this magnitude to date, but account should also be taken of the fact that the interest of foreign investors grew considerably in the course of last year.

This study sets out to investigate the question as to whether and in which way surplus liquidity affects property prices and, against this background, what effects are to be expected in terms of the German property market.

2. Liquidity glut and asset value inflation

A look at the current situation reveals a distinct connection between the monetary policy pursued by central banks in the key industrial nations on the one hand and the price trends in the asset markets (trust units, securities, commodities, property, etc.) on the other. The following study sets out to build up a more detailed picture of this connection.

The first step in this context is to establish what the characteristic features and the causes of a liquidity surplus are. We will then examine the transmission path via which this liquidity is led to the assets. The next step is to ascertain its impacts on the respective markets.

2.1 International liquidity surplus

The international central banks have been pursuing an expansive monetary policy since as long ago as 1997, causing global liquidity levels to rise faster than those of nominal GDP. This divide expanded even further in the wake of the new economy crash in 2000/2001, and it was only the base rate hikes in recent months and the global economy's recovery that brought about a trend reversal. The reason behind this copious supply of liquidity lay in particular in the endeavours to surmount phases of economic slowdown with the aid of monetary policy. Above all the Federal Reserve Board (Fed) in the USA, but also the European Central Bank and the Bank of Japan, followed this line of action since they saw no risk of inflation (ECB) or regarded this risk as being of lesser importance (Fed). The unusual aspect of this trend is the fact that money growth as liquidity trend indicator has diverged significantly from nominal GDP growth. Also unusual was the lacking limitation of the liquidity levels on the part of the central banks in the recession period 2000/2001. On the contrary, the Fed triggered a discussion on deflation in the USA, as a result of which a rather expansive monetary policy found acceptance.

Global liquidity and nominal GDP

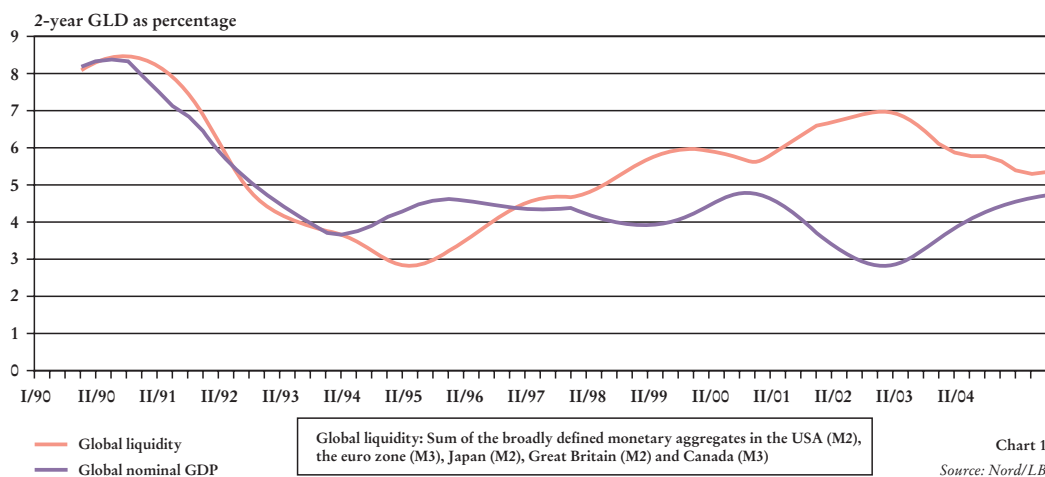


Chart 1 depicts this correlation over a longer period of time, and shows that there has been a marked rise in liquidity worldwide in recent years without this having been fostered by nominal economic output. Against this background, one can speak of an international liquidity surplus.

The starting point for the creation of liquidity in a national economy is the high-powered money – or in other words the money base – made available by that country's central bank and comprising the stock of note and coin in circulation and the deposits held by the banking institutions plus the minimum required reserve. This money base prompts a money supply and credit expansion process via the banking system, which ultimately leads to monetary forms with varying degrees of liquidity. The ECB's M3 monetary aggregate is regarded as the most comprehensive definition of money supply in the European Economic and Monetary Union. However, this money definition embraces more than just the cash that has been brought into circulation and the resultant current accounts at commercial banks; it also takes account of savings and term deposits, short-term debentures or bonds, and money market securities (see definition of M3 by the ECB), since they put economic entities in the position of being able to pay for goods and services (transaction motive). The money supply thus serves to underlay the gross domestic product in monetary terms.

The dynamized version of the quantity equation (Excursus 1) describes this correlation between the money supply made available by the central banks and banking institutions on the one side and the volume of money needed for transactions on the other (demand for cash) on the other. According to this, growth of the money supply ought to correspond to changes in real GDP (or, to be more precise, in production potential) plus the rate of price inflation minus the change in the velocity of circulation of the money. The latter variable is subject to trend-driven change, so it is the relationship between the change in nominal macroeconomic output and the change in the money supply that is of significance when assessing whether there has been

Excursus 1: Dynamized quantity equation

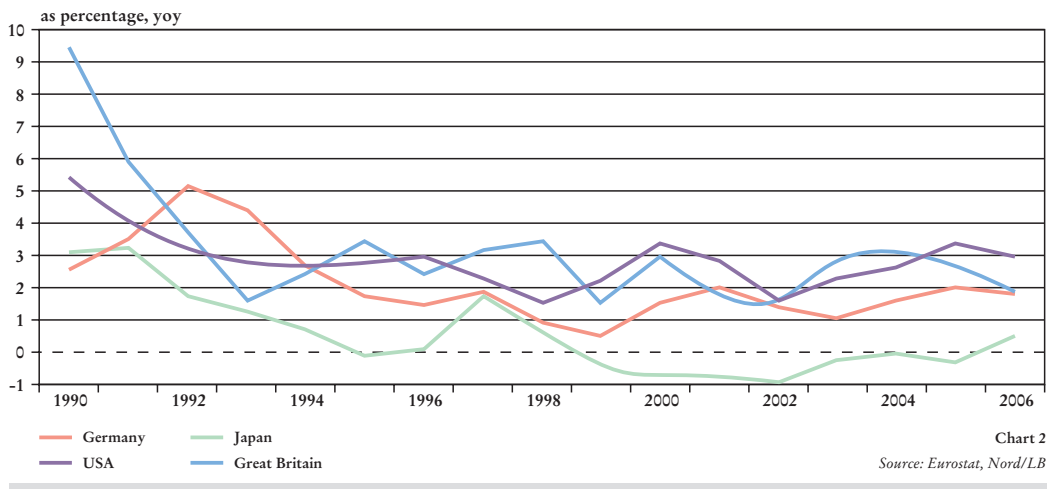
In formal terms the quantity equation in its dynamized version looks as follows:

$$w_M = w_p + w_Y - w_v$$

with w_M : growth rate of the money supply;
 w_p : rate of inflation; w_Y : real GDP growth;
 w_v : change in velocity of circulation.

It says that the change in the money supply controlled by the central bank should equate to the growth of nominal GDP (rate of inflation + growth of real GDP) minus the change in velocity of circulation. If we imply a defined inflation target, the growth of the monetary volume brought into circulation is primarily guided by the non-monetary trend. The money's velocity of circulation is determined as a residual variable and remains relatively stable over the period. If, accordingly, the money supply expands faster than real GDP, the result to be expected is a rise in the rate of inflation.

Changes in consumer prices in industrialized countries



excessive expansion of the money supply. If the money supply expands faster than the nominal aggregate output the result is a liquidity surplus, which, according to the current school of thought, harbours inflationary risks.

However, this has not been reflected in the empirical data to date; on the contrary, the rates of inflation in the key industrialized countries remain relatively stable at a low level (see Chart 2). Consequently, monetary policy orientated to a defined inflation target appears to be a successful one at the moment, in spite of the existing liquidity surplus. This relationship is contradictory to fundamental theoretical considerations and therefore requires closer examination in the following.

2.2 Causes of the international liquidity surplus

Analyzing the causes behind the international liquidity surplus first leads to the central banks. These are the only institutions that are able to “produce” money. A central bank can control the money supply and/or adjust the base rates in the interests of attaining stability of prices. However, it must be said that the ECB is currently the only central bank that, besides controlling interest rates, is also taking account of the money supply trend in its monetary policy strategy.

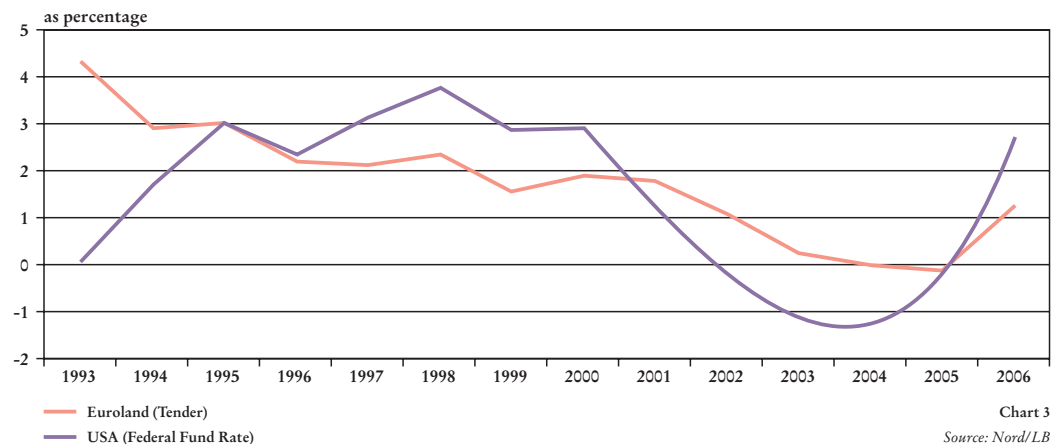
Money supply control can take place through the credit or bond channels. The credit channel (see also Chart 4) is the traditional path and means the lending on the part of the commercial banks to domestic business enterprises and households which in turn use these loans to finance transactions. The commercial banks themselves refinance their operations at the respective central bank, doing so subject to the latter's conditions. The bond channel is the commercial banks' purchasing of securities in the domestic and foreign non-banking sector. Here too, the possibility of refinancing is provided by the respective central bank.

The trend followed in recent years by the security stocks held by the commercial banks in the euro zone and the USA shows that the bond channel has definitely played a key role alongside the credit channel in terms of the money supply's expansion seen during the past few years. The volume of government bonds held by commercial banks in the USA grew by around USD 400 billion between 2000 and 2004, and that of securities held in the euro zone by € 480 billion over the same period.

The restrained pace of economic development has led the central banks to pursue a policy of low interest rates in recent years, which has in turn made refinancing significantly easier for the commercial banks (see Chart 3). Within the EMU and in the USA this was aimed at fostering economic growth

Trend of real interest rates, Euroland and the USA

(Tender, Federal Fund Rate)



while in Japan the purpose was to preclude deflationary risks. Indeed, the Bank of Japan applied a zero-interest rate policy as instrument to this end. The fact that this expansive monetary policy did not lead to any upward price movement whatsoever meant that, even up to late 2004, no reason was seen to change course.

Measured by the macroeconomic environment, the base rate levels arrived at by these means are now at a historically low level from both empirical as well as theoretical points of view (see Excursus 2). However, the turnaround in interest rates initiated in the USA and with some delay, in Euroland and Japan, has in the meantime led to a large degree of normalization in terms of base rate levels.

The low base rates enable what are known as “carry trades”, which exploit a steep interest rate structure between relatively low short-term and comparatively high long-term interest rates. By way of these carry trades it is possible to borrow money on a short-term basis and then put it into longer-term forms of investment. While the latest interest rate hikes are already having a counteractive effect, the fact is that this form of business has already established itself internationally, which means that the level of global dependence in terms of the money and capital markets has once again increased. This dependence was particularly marked where the international capital markets were concerned, and is now increasingly reaching the money

markets as well via new liquid forms of investment (see Section 2.3). In the future, an exclusively nationally focussed viewpoint of monetary policy will no longer be sufficient to ensure the stability of the financial markets, neither at the national nor international level.

Excursus 2: Theory of interest rates

One of the key approaches to explaining the existence and level of interest rates lies in the theory of marginal productivity. This theory explains the compensation of capital as production factor by way of the countervalue of the additional production it enables. Accordingly, declining interest rates are the result of declining marginal productivity on the part of the factor capital.

The liquidity preference theory sees the rate of interest as compensating the lender for relinquishing the power of disposal over money as universal means of payment. This power of disposal passes to the borrower who thereby gains an advantage. This advantage lies in the possibility of being able to purchase goods or services at any time, for which reason each economic entity has its own liquidity preference.

The current preference theory starts out from the assumption that current consumption on the part of the economic entities is more highly valued than future consumption. The decision in favour of doing without current consumption is only then taken when additional possibilities for consumption can be realized in the future by way of the interest rate premium.

Key variables within the framework of the various approaches are the real and the nominal interest rates. The interest between the two lies basically in taking account of the rate of inflation, with the following relationship:

$$\text{real interest rate} = \text{nominal interest rate} - \text{rate of inflation.}$$

The real interest rate thus provides information on the actual additional purchasing power of deployed capital.

Further growth of international liquidity was caused by the purchasing of bonds on the part of Asian banks in particular, above all in the USA. They are doing so for the purposes of preventing an upvaluation of their domestic currencies against the US dollar – and are accumulating substantial currency reserves in the process. Given low interest rates and a stable monetary trend, this strategy entails relatively low alternative costs.

It is astonishing that this enormous growth in liquidity in recent years has not been reflected in a rise in the interest rates measured with the aid of the consumer price index. One possible reason for this could lie in the progressive degree of globalization. The associated intensification of competitive pressure at the international level has, for example, led to extremely moderate wage settlements in Germany in recent years. Since productivity has risen at the same time, this has resulted in virtually unchanged unit labour costs since 2000. These are of significance in view of the fact that there is an empirically verifiable correlation between unit labour costs and inflation. This is made clear in the modified Philipps curve in which account is taken of the average productivity trend and the rate of inflation. Alongside the wage rate, the average productivity trend is the second determinant for unit labour costs and, where Germany as heavyweight in the European harmonized consumer price index is concerned, is at the same level as it was in 2000. In interaction between this observation and the exploitation by manufacturing enterprises of international cost advantages the result is stable prices for consumer goods. The inflation rate of close to 2 percent in Euroland was, therefore, predominantly the result of sharply rising energy costs and not of rising consumer goods prices.

Thus, the international liquidity surplus is and will not be generating any risks to price stability in the short term. However, these risks certainly do exist (see Box 1) from a medium to long-term point of view, and in doing so constitute an argument in favour of the policy change on the part of the central banks. Studies assume that the fluctuations in money growth with a cycle of up to eight years are not proving significant to the devel-

opment in inflation (Neumann and Greiber 2004).

This raises the question as to the whereabouts of the surplus liquidity built up in recent years. A first possibility for absorbing the surplus inflation-free lies in **real economic growth**. In this case the associated rise in demand for transaction balances could be covered by the already existing liquidity and there would also be no risk of inflation in the long term either. There are particularly good chances of running down liquidity by these means where existing capacities are underutilized. However, the rather middling real global growth rates have only offered a restricted degree of absorption potential.

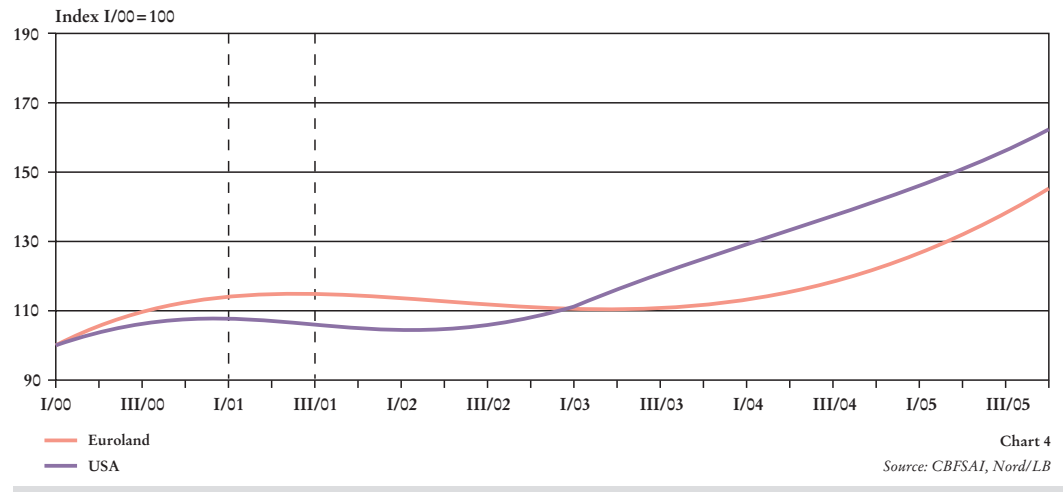
A further possibility which cannot be ruled out is a **structural change in money demand**. This would mean that the increased demand for liquid investments would be of a permanent rather than temporary nature. The increased demand for precautionary and speculative balances would not be converted into transactions balances in this case, so an increased degree of money holdings would therefore be of no relevance to inflation. Studies conducted by the central banks and in particular by the ECB have shown that a not inconsiderable portion of the M3 money supply can be attributed to this change in behaviour.

A third alternative is that the excess liquidity finds its **way to the asset markets**, which can be those of trust units, securities, commodities or property. This would lead to marked price surges which in turn would mean the risk of speculative bubbles forming.

2.3 Surplus liquidity and asset prices

According to a study conducted by the Central Bank and Financial Services Authority of Ireland (CBFSAI), an asset price surge of this nature can actually be seen to have happened during the past few years, starting in the USA from the first quarter of 2002 onwards and from the second quarter of 2003 in Euroland (see Chart 4). Over the respective period this trend means an asset price increase of 56.1 percent in the USA, with the trend in Europe

Asset prices in Euroland and the USA



at a more moderate rate of 31.1 percent. However, there is a distinct tendency to be seen here too. The computation of the employed price indexes took in government bonds, securities, commodities and other assets.

The annual global liquidity growth rates have been higher than those of global GDP since 1997 (see Chart 1). As the chart also shows, it is certainly possible to assume a significant correlation between excess liquidity and asset prices. This requires an answer to the question as to via which transmission channel the liquidity arrives in the asset markets. In this respect Chart 5 depicts the transmission process in a highly simplified form.

The central bank makes liquidity available to the commercial banks on the basis of predefined conditions (in particular rates of interest). These for their part pass on both these elements, in other words the liquidity and interest rates, to households and companies by way of loans. The companies now have to decide whether to invest these resources in buildings or equipment or, alternatively, invest them externally. Households have the choice between the alternatives of consumption or investment. Given underlying conditions characterized by a high degree of uncertainty and an unfavourable economic trend, both groups tend to prefer the alternative of investment (external investment where companies are concerned). On the part of the companies

Transmission process (Credit channel – highly simplified)

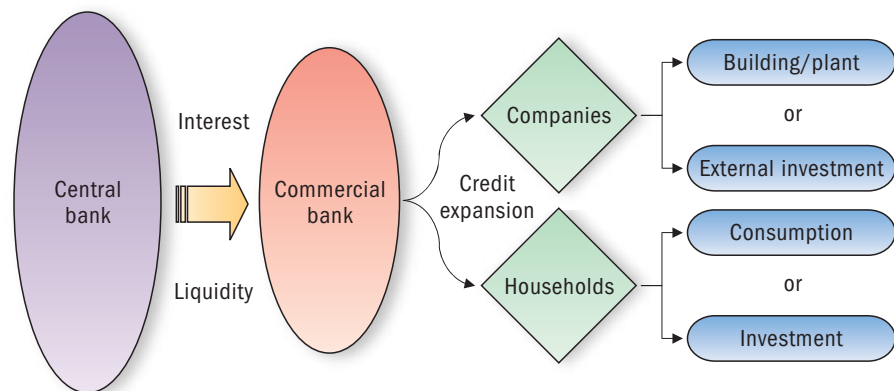


Chart 5
Source: Nord/LB

this uncertainty predominantly stems from a macroeconomic setting that rather gives cause for pessimism and thus declining profit expectations, while uncertainty on the part of households is generated by the growing risk of unemployment and the high degree of uncertainty in terms of retirement benefits. A copious supply of liquidity at extremely low rates of interest also serves to make the alternative of investment additionally attractive since the short-term financing costs can easily be covered by the long-term anticipated earnings (see “carry trades” in Section 2.2). This creates a new transmission channel for the money supply which initially causes a rise in demand for assets and, consequently, in their prices. It is not until later that demand for goods and services rises, so the time-lag between the increase in the money supply and the rise in the prices of goods is lengthened considerably.

This effect is amplified by the fact that access for households and companies to the asset markets has in the meantime become far easier than in the 70s and 80s. In addition, new investment forms and models are increasing the liquidity of capital assets, which makes exiting the market easy. Besides institutional investors, the highly favourable refinancing costs also lured hedge funds to the asset markets which held out the promise of attractive yields. The very low yields on government bonds likewise fostered a strong demand for other assets and thus ultimately for property as well.

The property sector has become more fungible as a result of innovative investment instruments such as “REITS” (Real Estate Investment Trusts), private equity, or property securitization, and consequently moved significantly closer to the capital market (see also Section 3.1).

On the tide of globalisation the national asset markets have also become a point of focus for international investors, who exploit yield differentials on a targeted basis in order to profit from arbitrage business (see also Section 2.2). In the markets in question this leads to a continually rising demand for assets against a background of short-term consistent supply, so this in turn causes price rises.

This trend harbours a risk of speculative bubbles. The basis for the existence of a speculative bubble is an excessive upward price movement in the relevant asset class that cannot be explained by the general inflation situation. In this connection the upward price movement alone represents an adequate but non-essential condition towards the formation of a bubble. If it can be explained through a change in the fundamental data of the market in question then what we are looking at in this case is a normal adjustment to changing conditions in the environment. However, if this is not the case then we could be looking at a bubble. The prices then lose their informative function and a subsequent adjustment – or bursting – can have non-monetary consequences. This is all the more likely as overcapacities have been built up in the overheating phase which are now no longer needed (see also “Housing bubble USA – Crash or Soft Landing?”). This risk is especially high where the formation of bubbles in property market bubbles is concerned since these are of particular economic relevance, also not least of all due to the asset effects that influence private consumption.

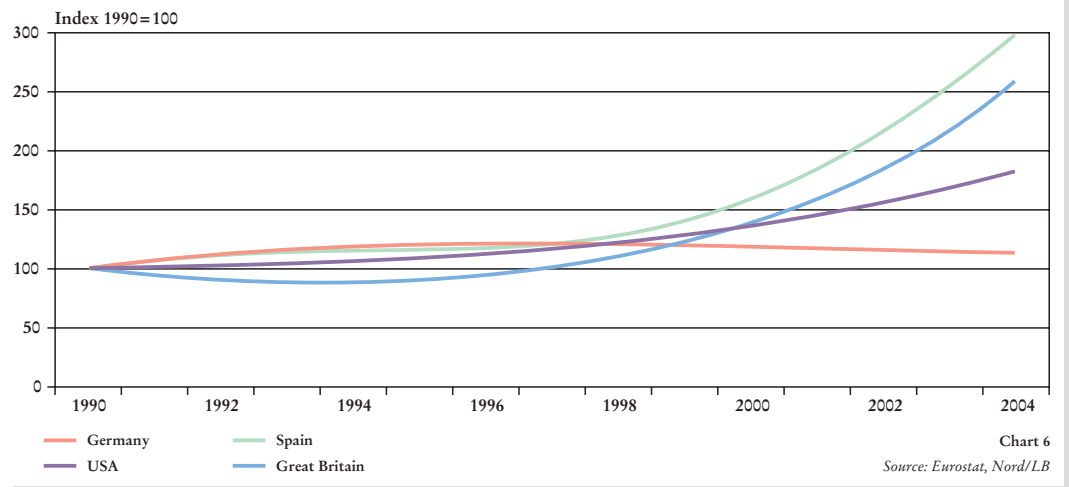
3. Surplus liquidity and property markets

Housing prices in a number of countries have risen sharply during the past few years. This trend was particularly marked in the USA, Spain and Great Britain, but has not yet been in evidence in Germany (see Chart 6).

Nevertheless, there are growing signs here too that the German property market is becoming increasingly attractive in the eyes of domestic and, to a particularly high degree, foreign investors. Examples in this respect include the Karstadt-Quelle Group's sale of its department store real property to a joint venture involving the Whitehall property fund and the city of Dresden's sale of its entire stock of municipal housing to Fortress, an American financial investor.

Following the analysis of the extent to which this growing focus on property is generally

Housing prices in international comparison



connected to the existing liquidity surplus, the next step is to determine the effects the latter is having on the property market in Germany.

3.1 Liquidity glut and property market effects

The price trends in a market are determined in the long term by the changes to which its fundamental factors are subject. In the case of property estate markets it should not be forgotten that these can vary considerably from region to region or sector to sector and this makes the “property market” as such an extremely inhomogeneous one.

In general, demographic trends and underlying macroeconomic conditions of an economy have a crucial influence on market activities. A further decisive role is played by the interest rate within the framework of financing costs. This constitutes the lever by way of which the monetary policy can bring about property market effects. The impact varies in its form, depending on whether it is private investors such as households or companies, or institutional investors such as investment funds, property companies, insurance companies or pension funds that are involved.

The interest of private households is primarily focused on residential property; its stability of value and the possibility of self-use make residential property a key element of

providing for one's old age. This interest has risen further in recent years against the background of uncertainty about the statutory old-age pension and the bursting of the “new economy” bubble in the stock market. Advantageous financing conditions additionally make for a reduction of the economic costs entailed in property investment, and this is a further contribution to the rising degree of attractiveness. However, the most important fundamental factor for the long-term development of the property market is the changes in the number of households and the floor area requirement per household.

In spite of the currently high proportion of owner-users, investment in building in the corporate sector is to an increasing extent no longer being carried out by the companies themselves but instead by corresponding service providers. The companies subsequently assume the function of tenants. This in effect means that the influence of low interest rates on a company's decision to invest is only of an indirect nature in such instances.

For institutional investors too, the self-use of a property is irrelevant. On the contrary, their attentions are focussed on realizing the best possible yields on their invested capital. A key parameter behind each investment decision is the “cap rate”; this is calculated via the quotients from a property's purchase price and the gross annual rent it earns, and in particular plays a role in “buy and hold” investment strategies. The performance of a

property is a further key aspect behind institutional investors' portfolio decisions. Especially where aggressive trading strategies as frequently practiced by opportunity funds are concerned, the important aspect is the appreciation in the value of each respective property. Given the relatively short investment horizon of Anglo-Saxon financial investors in particular, it can be safely assumed that a large number of properties and portfolios will be reappearing in the market during the years ahead. In this connection the cap rate loses its informative value. On the contrary, if the anticipated price increases actually take place this can give rise to yield compression with steady annual net rents, in other words a purchase price-induced caving in of the yields measured by the cap rate. This means that the cap rate can send out misleading signals to market participants.

The activities of institutional financial investors in particular are also making for a change of approach in the property markets. If a property is regarded as a capital asset then even existing ties with an object tend to dwindle as well. These ties, for example, are very marked in Germany since only about 2.5 percent of the property stock there is traded within the space of a year. This means that the average period of property holding is around the 40 years mark. In comparison: Between 20 and 25 percent of the property stock in the USA is traded annually, and the average holding period there is 4–5 years. It can safely be anticipated that market activities in Germany will be picking up considerable momentum too.

Institutional investors have been developing an increasing degree of international activities, as a result of which the property markets worldwide are moving closer together. In future we shall also be increasingly seeing internationally standardized forms of investment in the interests of being better able to determine and compare the economic costs of projects. These forms of investment include the aforementioned REITs, private equity and property securitization.

REITs are in most cases listed joint-stock companies whose principal activities are in the property sector. They are then exempted

from corporate taxation if they distribute 80–90 percent of their profits among their investors. The latter must then pay tax on the proceeds at the respective individual tax rate to which they are subject (see also "Real Estate Investment Trusts", NORD/LB, "Global Markets" series).

Private equity is understood as venture capital made available to non-listed companies by private as well as institutional investors for short to medium-term investments, in most cases with a high proportion of borrowed resources. In such instances, use is made of what is known as the leverage effect in the interests of increasing the returns on equity. The private venture capital can roughly be differentiated into the areas of risk-bearing equity capital, mezzanine financing and buy-outs. Risk-bearing equity capital doesn't play any part in the property field. Mezzanine financing arrangements with the aid of profit participation rights or dormant equity holdings occupies a special position between equity and borrowed capital, and will be gaining significance. The most frequent form of investment at present are buy-outs, by way of which existing companies or corporations are taken over.

Property securitization is the use on property of the asset-backed securitization form of financing. In contrast to traditional property financing via banks, the resources in this case are made available directly via the capital market. The most frequently employed vehicles in such cases are commercial mortgage backed securities (CMBS). In the securitization process, loans, receivables and other assets are bundled together, with their cash flow or economic value being used for dividend payouts on the issued securities.

Besides their international comparability, these forms of investment are above all characterized by their high degree of fungibility (especially in comparison with the open-end and closed-end funds that are prevalent in Germany, see Chart 7) and enhanced market transparency (in particular in terms of prices). By way of easy market entry they also they open up access to the property markets for private households or companies as well, for which this was not previously possi-

Liquidity and the property market

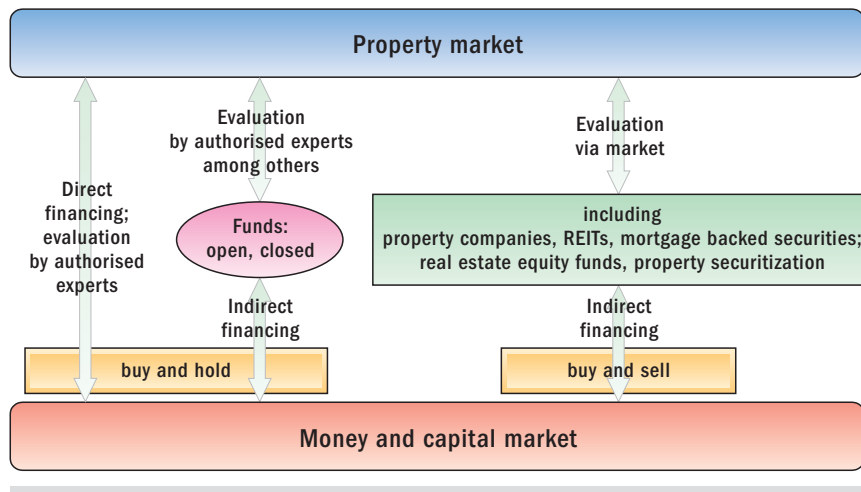


Chart 7
Source: Nord/LB

ble because of high access barriers. The market was less interesting for foreign investors since they were unable to profit from granted tax benefits. Closed-end funds, for example, involved themselves in property with low yields as well since these were increased by the granting of after-tax benefits.

A low level of interest rates in conjunction with an abundant availability of liquid funds opened up favourable refinancing opportunities for the institutional investors. The fact that it has become significantly easier not only to enter but now also to withdraw from an investment means that the volatility of the investments has increased, as has the risk of speculative exaggerations. Furthermore, account should be taken of the fact that the property markets have a fixed supply on the one hand and variable demand on the other, a situation which can lead to pronounced property cycles. The direct consequence of rising demand is rising prices.

The upshot is that monetary policy has gained a greater degree of influence on the property markets, and, via base rates, prescribes a key orientation variable for the market participants. It should however be borne in mind that the rate of interest is one of several fundamental influencing factors which can vary according to market segment and region.

3.2 The German property market

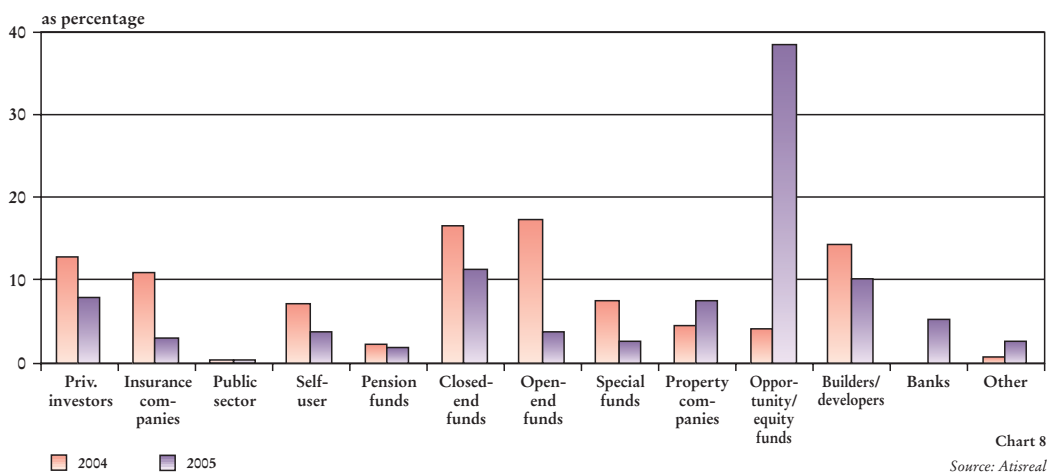
There has been a marked increase in the activities of foreign investors in Germany's property markets, though, in comparison with the markets in Spain and Great Britain, the international liquidity is arriving there with quite a fair amount of delay. According to surveys conducted by Atisreal (a German property consultancy), the proportion of the total transaction volume of € 51.4 billion accounted for by foreign investors in 2005 was no less than a good 76 percent, with the highest share at 71 percent being taken by opportunity and equity funds as well as international property companies in the portfolio sector. Less active were national open-end funds and insurance companies, which preferred to pursue consolidation and diversification strategies by way of investments abroad.

The proportion of investment volumes accounted for by the various investor categories in the five conurbations Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg and Munich in 2004 and 2005 confirm this observation and is summarized in Chart 8.

The absolute investment volume in the conurbations rose by € 3.8 billion and the proportion accounted for by foreign involvement catapulted from 12 percent in 2004 to 60.9 percent in 2005.

The largest proportion in the area of portfolio investments (in other words the pur-

Investments in the conurbations by investor category



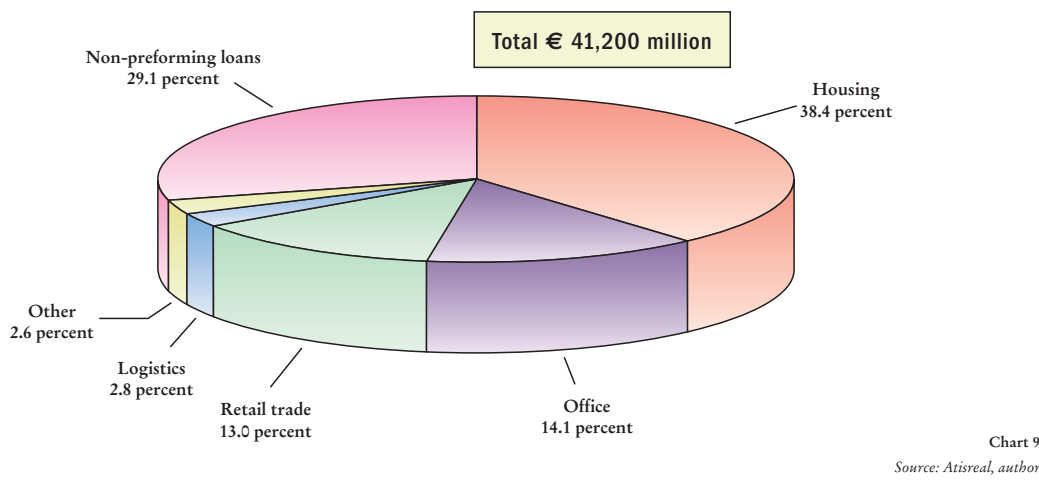
chase of several properties), which make up 80 percent of the overall transaction volume and are of particular interest for institutional investors, is accounted for by housing portfolios with 38 percent (see Chart 9).

Office premises continue to play the key role in the area of industrial/commercial property, followed by the retail and logistics portfolios. At 83 percent, the proportion of transaction volumes on the portfolios front accounted for by foreign investors was even higher than their share of the overall turnover. Funds with an equity base of over € 1 billion are frequently in evidence here, and it is their financial clout that enables these huge transaction volumes in the first place. German project developers – but also open-end prop-

erty funds or companies divesting themselves of properties – are frequently to be found on the seller side.

The high degree of interest on the part of foreign investors is in part attributable to a continually favourable interest rate level that still permits attractive yields by way of innovative financing structures. However, the main reason lies in the recovery across the German economy as a whole, which is making for greater confidence in investments in the German property markets too. In addition, the price levels are relatively favourable in international comparison, resulting in healthy yield potential. The past few years have seen the property prices in German either only rising moderately or even falling.

Portfolio investments 2005



This trend was a consequence of the unfavourable situation in terms of the fundamental factors, especially the economic situation, the situation in the employment market and the demographic forecasts. The rise in demand now being seen is putting the brakes on the resultant price collapse and making for a trend reversal.

Characteristic of the trend on the **housing** front is the still identifiable discrepancy between the former East Germany and the former West Germany. Housing prices in western Germany have risen by 4 percent during the past ten years, whereas those in eastern Germany have dropped by 17 percent. This means that in international comparison Germany foots the price development league table, both last year as well as in terms of the average change in levels between 1996 and 2006 (see Table 1). The ratio of mortgage indebtedness to GDP is lower in international comparison as well, a state of affairs that has at the same time contributed to the lower degree of price movement.

This development is particularly attributable to the demographic situation and to the trend

in income, in addition to which massive over-capacities were built up during the post-unification years and these have been reflected in correspondingly high vacancy levels. However, it should be said that the property market in eastern Germany is on the verge of recovery as result of measures such as, for example, the "Stadtumbau Ost" urban programme which has registered initial successes that have continuously reduced the vacancy rate since its peak of 16.5 percent in 2002.

With rent yields having risen by 2 percent since 1995, German residential property offers a significant locational advantage for investors in international comparison. During the same period the rent yields in Great Britain reached just 40 percent of the base year's level, in Sweden 56 percent and the USA 72 percent. Estimates by Allianz – the German insurance, asset management and banking group – put the rent yield in early 2005 at 5.4 percent for Germany as a whole. At 5.9 percent, the federal states of the former East Germany were even ahead of those in the western part of German where yields were at the 5.3 percent mark. This state of

Housing prices and mortgage indebtedness

	Annual change as percentage		Change in mortgage indebtedness 2005 ¹
	1996–2004	2005	
USA	7.1	13.0	4.6
Japan	-3.9	-4.7	0.0
Great Britain	12.3	2.2	4.7
Germany	-0.9	-2.1	0.4
France	9.2	9.0	3.1
Spain	11.1	12.9	9.4
Italy	6.4	7.2	2.0
Netherlands	9.0	6.4	6.0
Sweden	8.6	10.5	4.0
Switzerland	1.6	1.5	2.8
Norway	7.9	7.5	1.6
Danmark	6.7	21.3	7.2
Finland	7.2	9.0	3.4
Ireland	14.0	9.4	9.6
Canada	5.5	10.5	1.7
Australia	10.1	2.3	3.9

Table 1; source: BIS

¹ as percentage of GDP

affairs makes German property portfolios an attractive investment proposition for foreign investors, and the past two years have accordingly seen housing portfolios with over half a million accommodation units change owners. At the focus of activity in this context have been and remain the housing stocks held by municipal or commercial owners, so it can be safely said that the demand for large housing portfolios will rise in the short term, which in turn will lead to a corresponding upward price movement. From a long-term point of view, however, this development will run up against limits on the part of the fundamental factors in terms of demography and the change in the number of households. A further point to be borne in mind is that the investors in most cases pursue a short-term investment strategy – “buy and sold” – so demand will decline.

Where **office property** is concerned, the price per m2 in the five German conurbations, for example, has dropped by an average 27.3 per cent since 2000, with the markets in Frankfurt am Main with 37.8 percent and Munich with 39.2 percent showing the biggest setbacks. It is only in Düsseldorf that the prices, as a key influencing factor for the cap rate, have remained relatively stable.

Since the trend in rent for office premises has also followed a similar line, the yields to be obtained are comparatively stable (see Chart 10). The tumbling rent levels in Frankfurt am Main and Munich means that in this case too

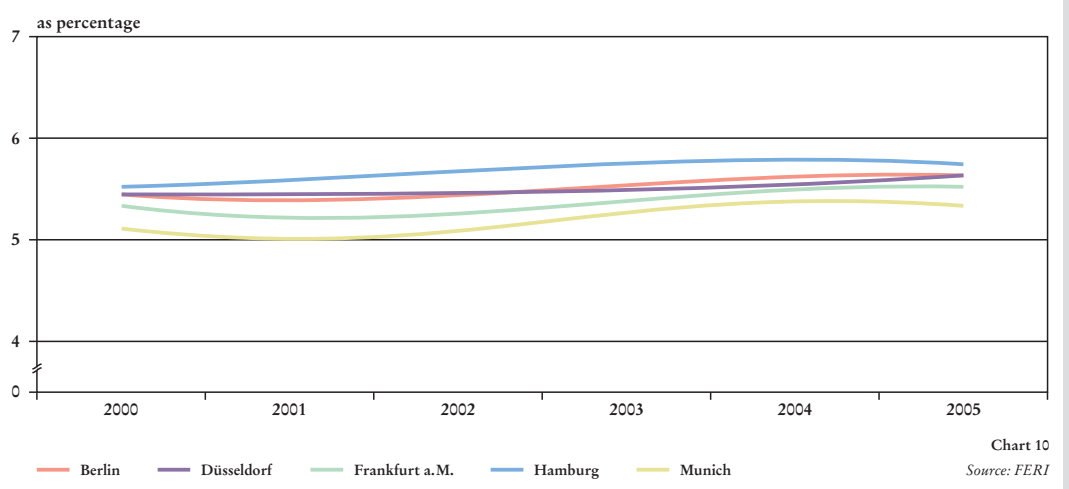
they foot the league table in terms of the yield trend. However, it has to be said that the yields on investments in German office property are highly attractive in international comparison since the yields elsewhere have dropped considerably as result of the price boom.

A closer look at the market situation in the area of **retail property** provides a similar picture. All in all, the prices per m2 have only risen to a moderate extent since 2000, namely by an average 13.9 percent.

The reason for this state of affairs lay in the rising prices in Frankfurt am Main and Munich. The price trend in the other conurbations can be seen to be comparatively stable (see Chart 11). Here too, the impact on the yields in each case was virtually compensated by the parallel trend in rent (see Chart 12). Berlin has been able to register a relatively pronounced upward trend, with yields rising there from 5.6 percent in 2000 to a level of 5.9 percent in 2005.

The upward price movements seen in the other European property markets have in some cases led to marked yield compression there. This trend largely failed to materialize in Germany up until 2005 (see Charts 10 and 12), but now in 2006 there are identifiable signs of a beginning. The yields on both office as well as retail property are still very stable and, against a background of declining yields in alternative investment markets,

Trend in yields on office property in the conurbations 2000–2005



Price trend in retail property in the conurbations 2000-2005

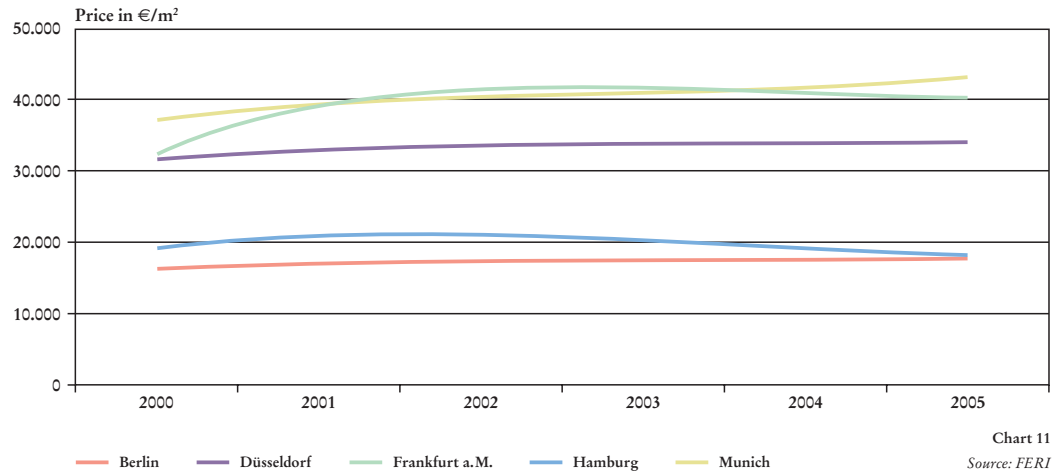


Chart 11
Source: FERI

this would be further argument in favour of intensified involvement on the part of investors in Germany.

The monetary policy applied by the Fed as well as the ECB has been put on a more restrictive course and is making for sharply declining interest rate differentials, with the result that the expansive stimulus generated by the international liquidity surplus is losing pace. That is why the German property market will not be impacted by monetary policy-induced price rises to the same extent as was the case in Great Britain, Spain or the USA. Nevertheless, the demand for property will rise since this is indicated by a string of fundamental factors. Interest rates are still at a low level, the perspectives across the econ-

omy as a whole have improved, and the German economy is on a successful course of stability. The introduction of new forms of investment in the property market (REITs) will also make for further market activity. There are, however, factors that can have an adverse impact on the development of the property market, namely the demographic trend, the continuing problems of a structural nature in the labour market, and the high degree of regulation.

Nor is it likely that the foreign investors will withdraw completely from the German property market. It can be safely assumed that the international capital will remain highly flexible and react to changes in the underlying conditions.

Trend in yields on retail property in the conurbations 2000-2005

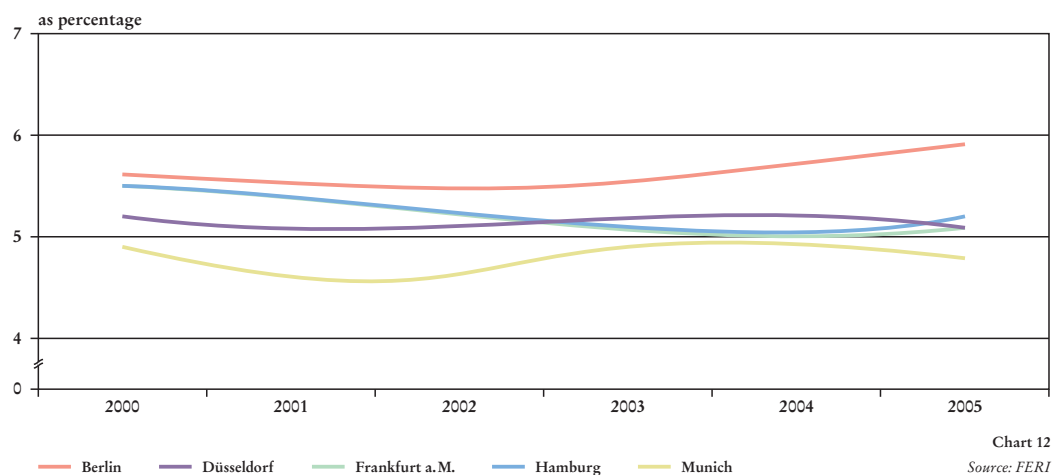


Chart 12
Source: FERI

At the same time, the global transaction volumes too will continue to grow. Due to the changes in the underlying institutional conditions the property market has – both globally and in Germany – opened itself up to a growing extent to the money and capital market by way of innovative instruments, and this in turn continues to offer attractive perspectives in terms of development. The property itself has as a result increasingly become a fungible asset comparable to other asset classes, such as bonds or stocks and shares, and, as such, plays a role in the portfolios of international and national investors. Neither institutional nor private investors will be able to do without the “property” asset class, though the

proportion for which it accounts in portfolios can vary. Against this background, we do not anticipate any complete withdrawal of investors from the German property market as a whole, but, if there should be any negative changes where yield perspectives in particular are concerned, the extent of their involvement would be likely to contract. Given similar conditions in the rent market, this would lead to declining prices and rising yields again. In the short term we expect to see prices rising slightly in Germany's property markets in 2006. However, there need be no fears here of any speculative overvaluations similar to those experienced in the aforementioned economies.



Norddeutsche Landesbank Girozentrale

Norddeutsche Landesbank Girozentrale
Friedrichswall 10, 30159 Hannover
Telefon (05 11) 3 61-0, Telefax (05 11) 3 61-25 02

Norddeutsche Landesbank Girozentrale Braunschweigische Landessparkasse
NORD/LB Zentrum, Friedrich-Wilhelm-Platz, 38100 Braunschweig
Telefon (05 31) 4 87-0, Telefax (05 31) 4 87-77 38

Norddeutsche Landesbank Girozentrale Landesbank für Sachsen-Anhalt
Breiter Weg 7, 39104 Magdeburg
Telefon (03 91) 5 89-0, Telefax (03 91) 5 89-17 06

www.nordlb.de
www.nordlb.com