

DIFI-Report

– 4. Quartal 2016 –

Einschätzungen zum Immobilienfinanzierungsmarkt in Deutschland

Der Deutsche Immobilienfinanzierungsindex (DIFI) bildet die Lage (vergangene sechs Monate) und die Erwartungen (kommende sechs Monate) der Umfrageteilnehmer bezüglich der deutschen Immobilienfinanzierungsmärkte ab. Er wird quartalsweise ermittelt und berechnet sich als Mittelwert der Salden für die Immobilienmarktsegmente Büro, Einzelhandel, Logistik und Wohnen. Die Salden für die Segmente ergeben sich aus den prozentualen positiven und negativen Antworten der Umfrageteilnehmer auf die Frage nach der Lage und der Finanzierungserwartung für den deutschen Immobilienmarkt. Der DIFI wird in Kooperation von JLL und dem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) erhoben und veröffentlicht.

DIFI sinkt erneut: Abwärtstrend bestätigt

Refinanzierung: Immobilienaktien verlieren

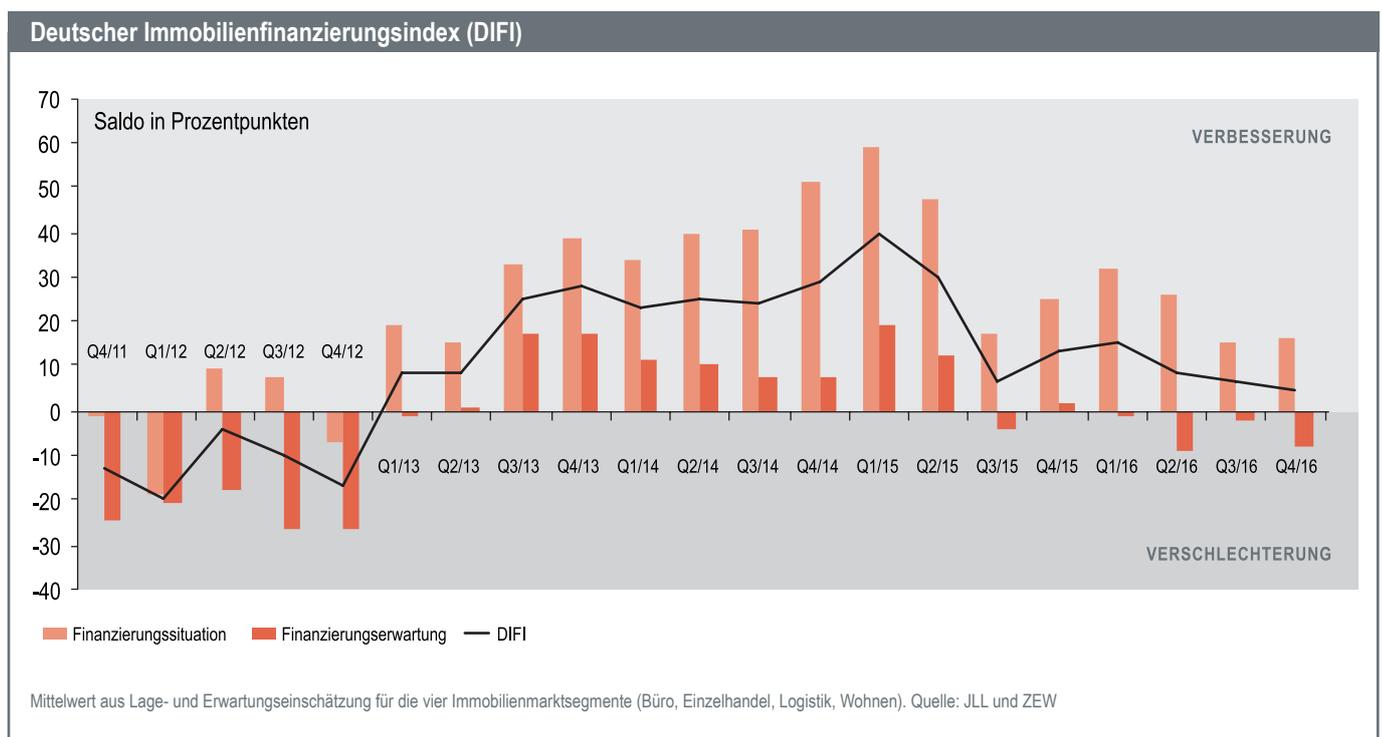
Sonderfrage 1: Beleihungswert als Kreditvergabegrundlage benachteiligt im Wettbewerb

Sonderfrage 2: Zinsanstieg 2017 geringfügig und 2018 deutlich erwartet



Excellent
Good
Average

Immobilienfinanzierungsmarkt bewegt sich seitwärts



DIFI nähert sich der Nulllinie

Der **Deutsche Immobilienfinanzierungsindex (DIFI)** sinkt im vierten Quartal 2016 um 2,3 auf **4,4 Punkte**. Dies ist der dritte Rückgang des Index in Folge und gleichbedeutend mit dem niedrigsten Stand des Index seit vier Jahren. Der Anfang 2015 begonnene Trend der Abnahme – mit einem kleinen Zwischenhoch zum Jahreswechsel 2015/2016 – wird weiter bestätigt. Das Finanzierungsklima für gewerbliche Immobilien bewegt sich damit seitwärts – erst negative Indexwerte zeigen eine Verschlechterung an. Der Rückgang beruht auf pessimistischeren Erwartungen bezüglich des Finanzierungsumfelds in den kommenden sechs Monaten: Der Saldo aus optimistischen und pessimistischen Einschätzungen sinkt gemittelt über alle Nutzungsarten um 5,7 auf -7,7 Punkte. Mit 76 % geht die große Mehrheit der Umfrageteilnehmer von unveränderten Finanzierungsbedingungen im kommenden Halbjahr aus. Der Saldo aus positiven und negativen Antworten bezüglich der Entwicklung der Finanzierungslage in den vergangenen sechs Monaten legt hingegen leicht um 1,1 auf 16,4 Punkte zu.

Die Regulierung beschäftigt die Immobilienfinanzierer weiterhin. Zwar soll bei der Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie unter Federführung der Bundesministerien für Finanzen und Justiz nachgebessert werden und der angedachte Aufbau eines Einzelkreditregisters nicht vollzogen werden. Allerdings sorgen Pläne des Bundesfinanzministeriums für Unsicherheit, nach denen die BaFin zukünftig die Vergabe von gewerblichen Wohnimmobilienkrediten einschränken können soll, sofern sie Anzeichen einer Überhitzung des Marktes sieht. Diese als FinErg Wohn derzeit diskutierte Änderung von Kreditwesengesetz, Kapitalanlagegesetzbuch und Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen sieht einen Eingriff in die Einzelkreditvergabe der Institute vor. Dies geschieht laut Vorschlag z. B. anhand von Obergrenzen für die Loan-to-Value Ratio (LTV) oder die Debt-Service-to-Income Ratio (DSTI), die das Verhältnis von Kapitaldienst zu Einkommen ausdrückt.

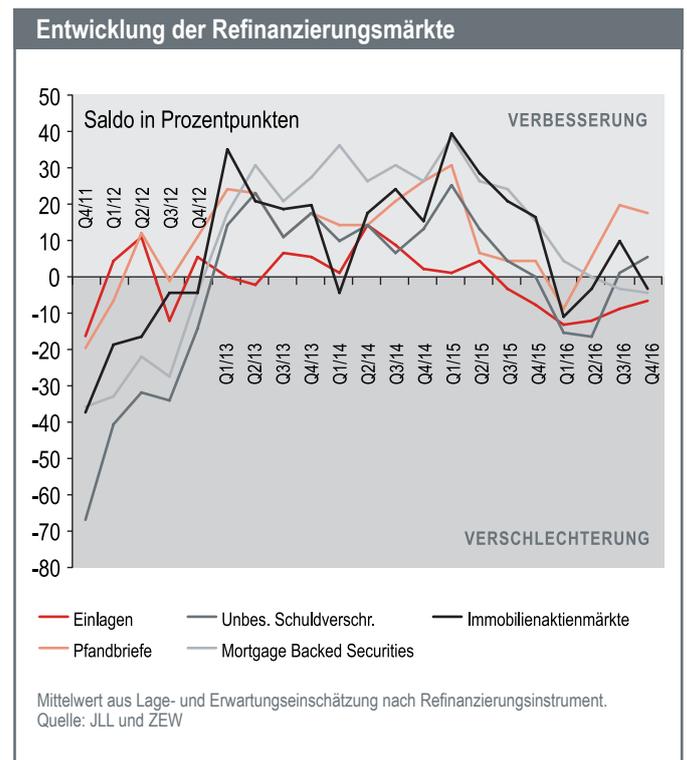
Verluste in den Segmenten Büro und Einzelhandel

Der Rückgang der Finanzierungserwartungen ist vorwiegend auf spürbare Verluste bei den Nutzungsarten Büro und Einzelhandel zurückzuführen. Die entsprechenden Salden sinken um 13,2 bzw. 10,0 Punkte und liegen nun bei -13,1 bzw. -15,6 Punkten. Bei der Einschätzung der Finanzierungslage der vergangenen sechs Monate verliert das Bürosegment nur leicht, während der Saldo für den Einzelhandel um 4,9 Punkte sinkt. Hier schlägt sich die schwindende Dynamik bei Einzelhandelsimmobilien nieder. In den ersten drei Quartalen 2016 wurde in diesem Segment 40 % weniger Investmentumsatz erzielt als im Vorjahreszeitraum. Zugewinne für Logistik und Wohnen von 3,6 bzw. 6,0 Punkten führen insgesamt zu einer leichten Verbesserung des aggregierten Saldos für die Finanzierungslage. Wie in den Vorquartalen geht die große Mehrheit der Umfrageteilnehmer weiterhin von keinerlei deutlicher Veränderung der derzeitigen Finanzierungslage und ihrer zukünftigen Entwicklung aus. Der Markt für gewerbliche Immobilienfinanzierung in Deutschland befindet sich in einer Seitwärtsbewegung.



Deutliche Verluste bei Immobilienaktien

Bei der Bewertung der Refinanzierungsmärkte ergibt sich ein sehr heterogenes Bild. Während Pfandbriefe in der Situations- und Erwartungseinschätzung leicht verlieren, legen unbesicherte Schuldverschreibungen jeweils etwas zu. Trotz der leichten Zugewinne bei Schuldverschreibungen erwarten die Experten weiterhin steigende Spreads entsprechender Titel gegenüber öffentlichen deutschen

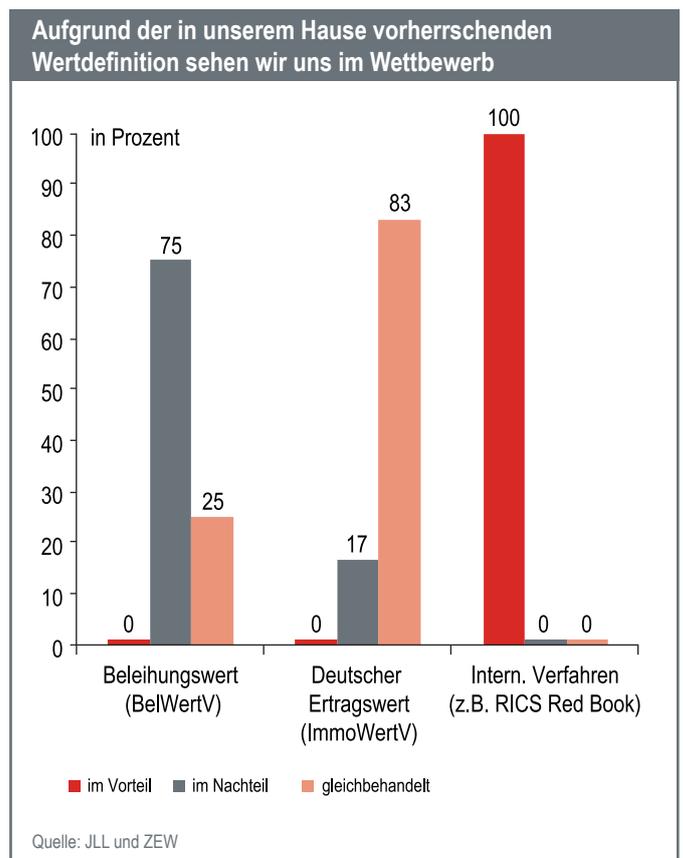


Anleihen. Für Hypothekendarlehen gehen sie im Zuge des EZB-Ankaufprogramms per Saldo dagegen von weiter sinkenden Spreads aus. Im Dezember hat EZB die Verlängerung des Programms bis Ende 2017 verkündet – offenbar rechneten die Marktteilnehmer zum Umfragezeitpunkt überwiegend mit einer Verlängerung des Programms. Für Einlagen wird die Zukunft positiver, die aktuelle Lage dagegen negativer eingeschätzt als im vorigen Quartal. Bei Mortgage Backed Securities sind keine wesentlichen Veränderungen festzustellen. Die größten Verluste bei den Refinanzierungsinstrumenten verzeichnen Immobilienaktien. Der Saldo der Lageeinschätzung

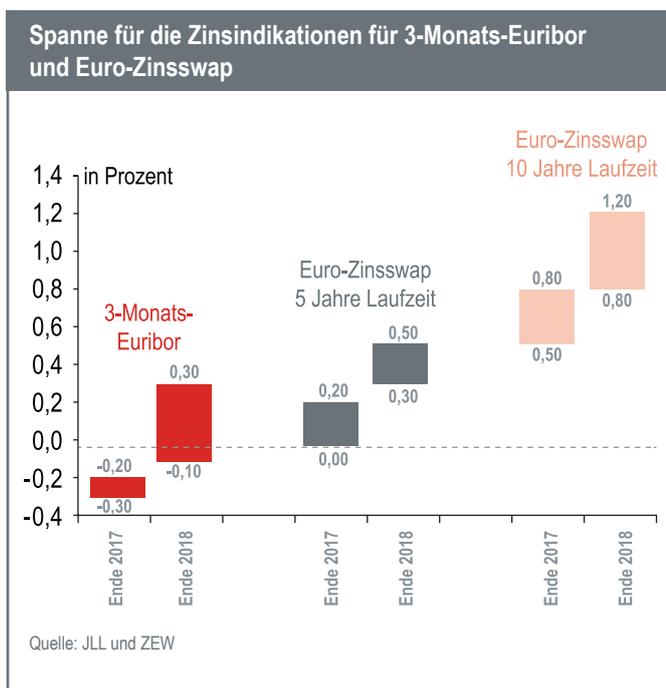
sinkt um 4,8 auf 8,1 Punkte, jener der Erwartungseinschätzung rutscht gar um 21,3 auf -14,7 Punkte ab. Pessimistischer waren die Aussichten zuletzt zum Jahresanfang im Kontext der damaligen Aktienmarkturbulenzen. Die Absage des Börsengangs der Officefirst Immobilien AG (vormals bekannt als IVG) mit dem sich anschließenden außerbörslichen Verkauf an die Blackstone-Gruppe mag hier eine Rolle gespielt haben. Zudem dürfte sich die Dynamik der Ausweisung von Aufwertungsgewinnen (IFRS 40) in den Erfolgszahlen der Unternehmen abschwächen. Immobilienaktien scheinen daher nach jahrelangen Kursgewinnen momentan in eine Konsolidierungsphase einzutreten. So konnte der DIMAX seinen Stand vom Sommer 2013 bis Sommer 2016 verdoppeln, befindet sich seitdem jedoch in einem Abwärtstrend.

Sonderfragen: Marktwert vs. Beleihungswert und erwartete Zinssätze

Nachdem teilnehmende Banken im vorigen Quartal zu ihren aktuellen Kreditvergabestrategien befragt wurden, standen im aktuellen Quartal die Grundlagen der Kreditvergabepolitik im Mittelpunkt. Konkret wurden die Teilnehmer zur in ihrem Institut dominierenden Bewertungsmethode der für die Kreditbesicherung herangezogenen



Immobilien befragt. Beeinflusst durch die geschäftspolitische Art der Refinanzierung basieren die Kreditrichtlinien der in Deutschland finanzierenden Banken auf unterschiedlichen Bewertungsansätzen. Dies ist insofern von Relevanz, als dass im derzeitigen Marktumfeld insbesondere der nach internationalen Verfahren ermittelte Marktwert zum Teil erheblich vom Beleihungswert im Kontext der Pfandbriefdeckungnahme abweicht. 70 % der Banken geben an, ihr finales Kreditvotum vorwiegend auf dem Beleihungswert nach deutscher Beleihungswertermittlungsverordnung zu basieren. Bei 26 % dominiert der deutsche Ertragswert gemäß Immobilienwertermittlungsverordnung und bei lediglich 4 % ein internationales Bewertungsverfahren (z. B. gemäß Red Book der Royal Institution of Chartered Surveyors). Bemerkenswert ist, dass sich fast alle Banken, die der Definition des Beleihungswertes folgen (müssen), aufgrund dieser Tatsache im Wettbewerb mit anderen Ins-



tituten benachteiligt sehen. Diese Wahrnehmung ist bei den Banken, die den anderen Wertansätzen folgen, deutlich schwächer ausgeprägt. Die Verwendung internationaler Verfahren wird – sofern bestehend – spiegelbildlich als vorteilhaft wahrgenommen. In der aktuellen regulatorischen Diskussion um eine Erhöhung der Risikogewichte für gewerbliche Immobilienfinanzierungen rückt der Wert der Immobilie weiter in den Vordergrund. Dabei kann die Erhöhung des vorzuhaltenden Eigenkapitals nach LTV-Grenzen bei undifferenzierter Wertbetrachtung den hier geäußerten Benachteiligungseffekt noch verstärken.

Wie bereits in den Abschlussquartalen der vergangenen Jahre wurden die Experten nach ihren Zinserwartungen für Ende 2017 und Ende 2018 gefragt. Die zukünftig erwarteten Bandbreiten liegen mit hin deutlich über den heutigen Zinsniveaus. Der 3-Monats-Euribor (zum Umfragezeitpunkt bei rund -0,30 %) wird Ende 2017 mit hoher Wahrscheinlichkeit zwischen -0,3 % und -0,2 % liegen, Ende 2018 zwischen -0,1 % und 0,3 %. Die Rate für einen EUR-Zinsswap versus 6-Monats-Euribor mit zehnjähriger Laufzeit (zum Umfragezeitpunkt bei rund 0,40 %) wird Ende 2017 zwischen 0,5 % und 0,8 % gesehen, Ende 2018 zwischen 0,8 % und 1,2 %.

Damit erwarten die Umfrageteilnehmer nicht nur ein Ende fallender Zinsen, sondern auch eine Abkehr von der zuletzt beobachtbaren Seitwärtsbewegung. Diese Umkehr lässt sich einerseits durch nach oben angepasste Inflationserwartungen im Euroraum begründen. Zum anderen dürfte insbesondere für die Prognosen 2018 auch der internationale Zinszusammenhang maßgeblich sein. So betonte die Präsidentin des Federal Reserve Boards der Vereinigten Staaten, Janet Yellen, nach der Präsidentenwahl, dass die FED an einer Strategie der Zinserhöhungen festhalten werde. Diese Haltung zur Zinspolitik wird auch dem künftigen US-Präsidenten Trump zugesprochen und steht in Einklang mit dem im Wahlkampf angekündigten schuldenfinanzierten Konjunkturprogramm in den USA, das über Crowding-out-Effekte zu steigenden Langfristzinsen in den USA führen dürfte.

DIFI-Report: Belegung der Antwortkategorien, 4. Quartal 2016

	verbessert	Δ Q3	nicht verändert	Δ Q3	verschlechtert	Δ Q3	Saldo	Δ Q3
Deutscher Immobilienfinanzierungsindex	17,1	(- 0,7)	70,3	(- 0,8)	12,7	(+ 1,5)	4,4	(- 2,3)
Finanzierungssituation	verbessert	Δ Q3	nicht verändert	Δ Q3	verschlechtert	Δ Q3	Saldo	Δ Q3
Büro	24,9	(- 2,1)	68,8	(+ 3,9)	6,3	(- 1,8)	18,6	(- 0,3)
Einzelhandel	19,2	(- 2,4)	70,2	(- 0,1)	10,6	(+ 2,5)	8,6	(- 4,9)
Logistik	25,0	(+ 4,0)	66,7	(- 4,4)	8,3	(+ 0,4)	16,7	(+ 3,6)
Wohnen	34,8	(+ 3,2)	52,2	(- 0,4)	13,0	(- 2,8)	21,8	(+ 6,0)
Alle Nutzungsarten	26,0	(+ 0,7)	64,5	(- 0,2)	9,6	(- 0,4)	16,4	(+ 1,1)
Finanzierungserwartung	verbessern	Δ Q3	nicht verändern	Δ Q3	verschlechtern	Δ Q3	Saldo	Δ Q3
Büro	6,5	(- 4,1)	73,9	(- 5,0)	19,6	(+ 9,1)	-13,1	(-13,2)
Einzelhandel	2,2	(- 8,9)	80,0	(+ 7,8)	17,8	(+ 1,1)	-15,6	(-10,0)
Logistik	8,5	(+ 0,4)	74,5	(- 1,2)	17,0	(+ 0,8)	-8,5	(- 0,4)
Wohnen	15,2	(+ 3,8)	76,1	(- 6,8)	8,7	(+ 3,0)	6,5	(+ 0,8)
Alle Nutzungsarten	8,1	(- 2,2)	76,1	(- 1,3)	15,8	(+ 3,5)	-7,7	(- 5,7)

Situation an den Refinanzierungsmärkten	verbessert	Δ Q3	nicht verändert	Δ Q3	verschlechtert	Δ Q3	Saldo	Δ Q3
Einlagen	6,8	(-10,9)	77,3	(+18,5)	15,9	(- 7,6)	-9,1	(- 3,3)
Pfandbriefe	29,7	(- 4,5)	66,0	(+ 5,5)	4,3	(- 1,0)	25,4	(- 3,5)
Unbes. Schuldversch.	25,0	(- 0,7)	68,2	(+ 8,2)	6,8	(- 7,5)	18,2	(+ 6,8)
Mortgage Backed Securities	5,7	(-15,0)	88,6	(+30,0)	5,7	(-15,0)	0,0	(+/- 0,0)
Immobilienaktienmärkte	21,6	(- 1,0)	64,9	(- 2,8)	13,5	(+ 3,8)	8,1	(- 4,8)
Erwartungen an den Refinanzierungsmärkten	verbessern	Δ Q3	nicht verändern	Δ Q3	verschlechtern	Δ Q3	Saldo	Δ Q3
Einlagen	9,8	(+ 0,7)	75,6	(+ 5,9)	14,6	(- 6,6)	-4,8	(+ 7,3)
Pfandbriefe	13,4	(- 0,1)	82,2	(- 1,6)	4,4	(+ 1,7)	9,0	(- 1,8)
Unbes. Schuldversch.	12,2	(+ 3,1)	68,3	(- 4,4)	19,5	(+ 1,3)	-7,3	(+ 1,8)
Mortgage Backed Securities	5,9	(- 1,2)	79,4	(+ 0,8)	14,7	(+ 0,4)	-8,8	(- 1,6)
Immobilienaktienmärkte	5,9	(- 7,4)	73,5	(- 6,5)	20,6	(+13,9)	-14,7	(-21,3)
Spreads ggü. öffentlichen dt. Anleihen	erhöhen	Δ Q3	nicht verändern	Δ Q3	reduzieren	Δ Q3	Saldo	Δ Q3
Hypothekendarlehen	9,1	(+ 1,4)	68,2	(+ 1,5)	22,7	(- 2,9)	-13,6	(+ 4,3)
Ungedekte Bankschuldversch.	40,9	(- 3,9)	47,7	(+ 3,0)	11,4	(+ 0,9)	29,5	(- 4,8)
Segmententwicklung	erhöhen	Δ Q3	nicht verändern	Δ Q3	reduzieren	Δ Q3	Saldo	Δ Q3
Syndizierungsgeschäft (Volumen)	36,3	(- 9,4)	52,3	(+ 9,4)	11,4	(+/- 0,0)	24,9	(- 9,4)
Underwriting (Volumen)	31,8	(-11,0)	59,1	(+10,5)	9,1	(+ 0,5)	22,7	(-11,5)

Bemerkung: An der Umfrage des Deutschen Immobilienfinanzierungsindex vom 31.10.2016-14.11.2016 beteiligten sich 48 Experten. Abgefragt wurden die Einschätzungen zur Marktsituation (vergangene sechs Monate) und zur Markterwartung (kommende sechs Monate). Dargestellt sind die prozentualen Anteile der Antwortkategorien sowie die Veränderungen in Prozentpunkten gegenüber dem Vorquartal (Δ Vorquartal). Die Salden ergeben sich aus der Differenz der positiven und negativen Antwortkategorien (wie z.B. „verbessert“ und „verschlechtert“). Der DIFI berechnet sich als ungewichtetes Mittel aus den Salden der Finanzierungssituation sowie der Finanzierungserwartung aller Nutzungsarten.



ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

Kontakte JLL

Markus Kreuter

Team Leader Debt Advisory Germany

Frankfurt

tel +49 (0) 69 2003 1211

markus.kreuter@eu.jll.com

Internet: jll.de

Kontakt ZEW

Dr. Oliver Lerbs

Department International Finance and Financial Management

tel +49 (0) 621 1235 147

fax +49 (0) 621 1235 223

lerbs@zew.de

Internet: www.zew.de; www.zew.eu

Helge Scheunemann

Head of Research Germany

Hamburg

tel +49 (0) 40 350011 225

helge.scheunemann@eu.jll.com

Internet: jll.de

Copyright © ZENTRUM FÜR EUROPÄISCHE WIRTSCHAFTSFORSCHUNG GmbH und JONES LANG LASALLE GmbH, 2016.

Dieser Bericht wurde mit größtmöglicher Sorgfalt erstellt und basiert auf Informationen aus Quellen, die wir für zuverlässig erachten, aber für deren Genauigkeit, Vollständigkeit und Richtigkeit wir keine Haftung übernehmen. Die enthaltenen Meinungen stellen unsere Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Berichtes dar und können sich ohne Vorankündigung ändern. Historische Entwicklungen sind kein Indiz für zukünftige Ergebnisse. Dieser Bericht ist nicht für den Vertrieb oder die Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einer bestimmten Finanzanlage bestimmt. Die in diesem Bericht zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Empfehlungen berücksichtigen nicht individuelle Kundensituationen, -ziele oder -bedürfnisse und sind nicht für die Empfehlung einzelner Wertpapiere, Finanzanlagen oder Strategien einzelner Kunden bestimmt. Der Empfänger dieses Berichtes muss seine eigenen unabhängigen Entscheidungen hinsichtlich einzelner Wertpapiere oder Finanzanlagen treffen. Die Jones Lang LaSalle GmbH und das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung übernehmen keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden, die aus Ungenauigkeiten, Unvollständigkeiten oder Fehlern in diesem Bericht entstehen.