

Zinssorgen belasten europäischen Büromarkt

Kurz & klar

- Das eingetrübte wirtschaftliche Umfeld und die hohe Inflation werfen Ihre Schatten auch auf den europäischen Büroimmobilienmarkt.
- Zudem schürt der inflationsbedingte starke Zinsanstieg die Unsicherheit über die generelle Vorteilhaftigkeit von Immobilieninvestitionen.
- Bisher besteht allerdings noch eine solide Investorennachfrage nach Immobilien.
- Dabei stehen insbesondere moderne Büroobjekte in Core-Lagen der europäischen Metropolen im Fokus der Investoren.

Wirtschaftseinbruch beendet Boom am europäischen Büroimmobilienmarkt

- Konjunkturunbruch und Zinsanstieg belasten europäische Immobilienmärkte

Die Inflation und der globale Zinsanstieg belasten die Weltwirtschaft schwer. So kühlt sich das Wachstum in den USA und China bereits in diesem Jahr merklich auf 1,7% bzw. 3,5% ab. Für die Weltwirtschaft wird 2022 nur ein Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 2,6% erwartet. Die hohen Zinsen beenden zudem den Boom am US-Häusermarkt. Die von der Energiekrise betroffene europäische und insbesondere die deutsche Volkswirtschaft geraten zudem in die Rezession. So beträgt das Wirtschaftswachstum in Deutschland im Jahr 2022 laut BayernLB Research nur mehr 1,5%, gefolgt von -1,0% im Jahr 2023, während der Euro-Raum nach einem Anstieg von 2,9% in 2022, im Jahr 2023 ebenfalls mit einem BIP-Rückgang (-0,4%) konfrontiert ist.

Dem negativen wirtschaftlichen Umfeld kann sich auch der europäische Immobilienmarkt nicht entziehen. Allerdings zeigte sich die Lage bis zur Jahresmitte weitgehend stabil. So sank das Transaktionsvolumen in europäische Gewerbeimmobilien laut RCA im ersten Halbjahr 2022 bisher nur um 1,0% auf rund 141 Mrd. Euro. Dabei wies einzig das Hotelsegment mit -15% einen hohen Rückgang auf. Büro, Einzelhandels- und gewerbliche Wohnimmobilien konnten dagegen jeweils ein leicht steigendes Transaktionsvolumen im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr erzielen.

Auf Länderebene standen bis zur Jahresmitte vor allem Italien und Norwegen bei institutionellen Investoren hoch im Kurs. Beide Länder wiesen im ersten Halbjahr 2022 laut RCA mit +59% bzw. +72% im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr die höchsten Steigerungsraten auf. Zudem bleibt die Nachfrage auf anderen großen und etablierten westeuropäischen Immobilienmärkten wie Frankreich mit +10% und UK mit +21% hoch. In Deutschland zeigte sich allerdings im ersten Halbjahr 2022 ein deutlicher Rückgang des gewerblichen Transaktionsvolumens um 34%, das allerdings im Vergleich zum Rekordjahr 2021.

Nachdem sich nun aber über die Sommermonate die Erkenntnis am Markt durchgesetzt hat, dass die aus den Ruder gelaufenen Inflationsraten kein temporäres Phänomen sind und ein entschiedenes Vorgehen der Notenbanken von Nöten ist, stiegen die globalen Zinssätze deutlich an. So notieren die derzeit sehr volatilen zehnjährigen deutschen Staatsanleihen – welche als Alternativanlage für Core-Büroimmobilien in den europäischen Metropolen gelten – Mitte Oktober bei rund 2,3%. Diese Entwicklung, gepaart mit ebenfalls deutlich gestiegenen Kosten in der Refinanzierung und der eingetrübten Wirtschaftslage, belastet den Immobilienmarkt nachhaltig.

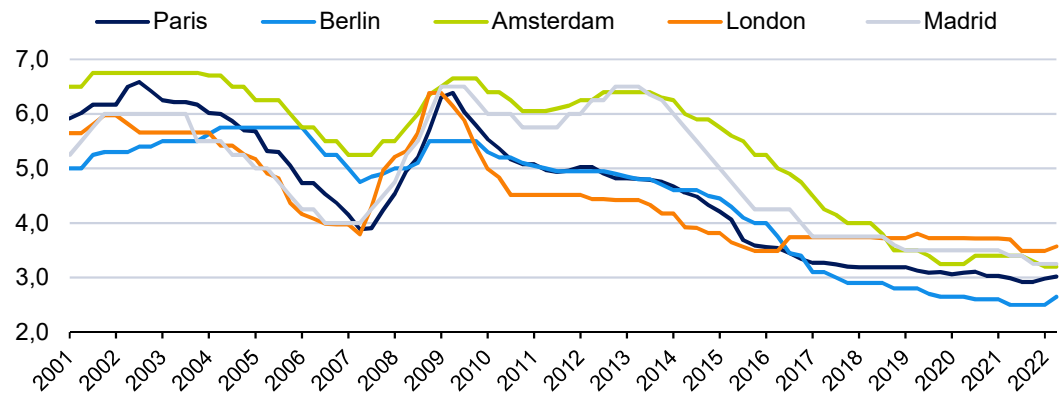
Damit endet nach über zehn Jahren der europäische Immobilien-Boom sowohl im zinsensitiven Wohnsegment als auch bei den konjunkturabhängigeren Gewerbeimmobilien. Gerade die hohe Unsicherheit über die weitere Zinsentwicklung wird in der zweiten Jahreshälfte 2022 zu einem deutlicheren Rückgang des europäischen Transaktionsvolumens am Investmentmarkt führen.

- ▶ Leicht steigende Spitzenrenditen in den europäischen Bürohochburgen

Grundsätzlich fokussieren sich die Investoren weiterhin auf moderne Core-Büroobjekte in zentraler Lage der europäischen Metropolen. Während generell eine erhöhte Unsicherheit im Bürosegment aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus und der kontrovers diskutierten Auswirkungen des Trends zum mobilen Arbeiten auf die Flächennachfrage herrscht, steigen die Bürorenditen in Core-Lagen der europäischen Metropolen bisher nur leicht.

Leicht steigende Spitzenrenditen in den europäischen Metropolen in Q2 2022

Spitzenrenditen (Market Yields), in %



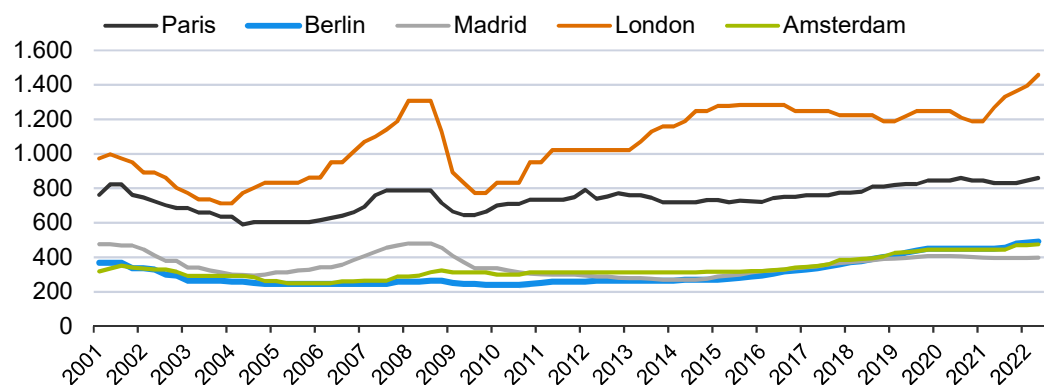
Quelle: PMA, BayernLB Research

- ▶ Weitgehend stabile Mietniveaus, moderate Rückgänge in London

So zeigte sich laut PMA in Q2 2022 in Paris, Berlin und London bereits ein leichter Renditeanstieg, während die Bürositzenrenditen in Mailand und Madrid im Vergleich zum Vorquartal unverändert blieben. Die höchste Nachfrage und damit die geringste Rendite weist Berlin auf. So rentierten Core-Büroobjekte in zentraler Berliner Lage in Q2 2022 bei 2,65%. Die hohe Nachfrage erklärt sich aus den stabilen Cashflows aus der Bürovermietung – überwiegend mit inflationsindexierten Mietverträgen – und der zentralen Lage.

Kein Einbruch der Spitzenmieten in europäischen Metropolen beobachtbar

Büro-Spitzenmieten in Euro pro Quadratmeter pro Jahr



Quelle: PMA, BayernLB Research

So lagen die Spitzenmieten in Berlin und Amsterdam in Q2 2022 laut PMA sogar leicht erhöht bei jeweils rund 40 Euro pro Monat und Quadratmeter. In Paris (Central) zeigen sich im selben Zeitraum ebenfalls leichte Mietsteigerungen auf derzeit knapp über 70 Euro pro Monat und Quadratmeter. Auch in London (Central) stiegen die Mieten seit Beginn des Jahres 2022 – nach deutlichen Rückgängen in den Corona-Jahren 2020 und 2021 – an.

- ▶ Niedrige Leerstände in Berlin; deutliche Anstiege in einigen Pariser Stadtteilen und in London

Während die Mietentwicklung weitgehend stabil ist, zeigen die Leerstände in den europäischen Metropolen ein differenziertes Bild. So weist Berlin in Q2 2022 laut PMA eine Büro-Leerstandsquote von gerade einmal 4,1% auf. Auch in den zentralen Lagen von Paris liegt der Leerstand nur bei 3,3%. Auf der anderen Seite ergibt sich zur Jahresmitte ein weiterhin deutlich erhöhter Büroleerstand in London (10%), Mailand (14%), Madrid (9,9%) und im Pariser Stadtteil La Defense (12,3%).

Deutschland

- ▶ Stabile Lage und eingetrübter Ausblick am deutschen Büroimmobilienmarkt

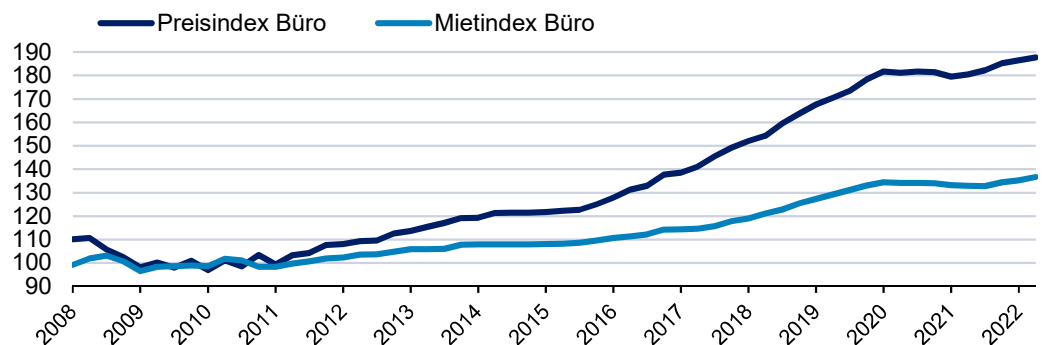
Der deutsche Büroimmobilienmarkt weist aktuell noch eine solide Entwicklung mit stabilen Mieten und geringen Leerständen auf. Da besonders die Nachfrage der Investoren nach modernen Core-Objekten in den Top-7-Städten hoch ist, fiel der zinsbedingte Anstieg der Spitzenrenditen in den Top-7-Städten bis zur Jahresmitte 2022 nur moderat aus. Dennoch belasten der Wirtschaftseinbruch und die Unsicherheit über die weitere Marktentwicklung auch auf den deutschen Büromarkt. So trübte sich die Stimmung im Bürosegment laut Umfragen der Deutschen Hypo im Oktober weiter deutlich ein.

Durch den starken Zinsanstieg stellen Anleihen derzeit wieder eine zu berücksichtigende Anlagealternative zur Core-Büroimmobilie dar. Die hohe Unsicherheit der Investoren über die weitere Zinsentwicklung führte zum deutlichen Rückgang des gewerblichen Transaktionsvolumens in Q2 2022. In Q3 2022 zeigt sich das Transaktionsvolumen laut Auswertungen von Colliers allerdings wieder stabilisiert. Ein deutlicherer Rückgang der Verkaufsfälle wird dabei erst 2023 erwartet.

In den nächsten zwölf Monaten sollten die Anleiherenditen laut BayernLB Research-Prognose wieder auf 2,0% sinken, wodurch die grundsätzliche Attraktivität deutscher Büroimmobilien wieder etwas erhöht wird. Stabilisierend wirkt zudem das sehr knappe Angebot an Büroflächen in den Metropolen, welches auch 2022 die landesweiten Preise stützt.

Büroimmobilienpreise stiegen bis zuletzt deutlich stärker als die Mieten

Deutsche Büropreise und Büromieten, Index: 100 = Q1 2008; Quartalsdaten



Quelle: vdp Research, BayernLB Research

Unter dem Strich wird aufgrund der eingetrübten wirtschaftlichen Lage und des höheren Zinsniveaus in der Refinanzierung dennoch mit leicht sinkenden Büropreisen im Gesamtjahr 2022 gerechnet. Bis zur Jahresmitte war laut vdp noch ein Preisanstieg bei Büro um 4,0% sowie ein Anstieg der landesweiten Büromieten von knapp 2,9% im Vergleich zu Q2 2021 zu verzeichnen.

Hohe Investoren-Nachfrage nach modernen und zertifizierten Büroimmobilien

- ▶ Markt für ESG-zertifizierte deutsche Bürogebäude mit hohem Wachstum

Auch im eingetrübten Umfeld bleiben moderne und zentral gelegene Büroimmobilien bei Investoren äußerst beliebt. Um die Nachfrage zu bedienen und den hohen gesetzlichen Anforderungen an die Energieeffizienz der Gebäude gerecht zu werden, haben sich diverse Zertifizierungssysteme wie DGNB, LEED und BREEAM am Markt etabliert. Insgesamt lag die Zahl der nach diesen Standards zertifizierten Green Buildings laut BNP Paribas im Jahr 2021 in Deutschland bereits bei 2.600 Gebäuden. Der Großteil mit rund 40%

entfällt dabei auf Büroimmobilien. So lag das Transaktionsvolumen mit Green Buildings 2021 laut BNP Paribas bei 12,4 Mrd. Euro, was einem Anteil von rund 26% am gesamten gewerblichen Transaktionsvolumen entspricht. Damit steigt der Anteil der Green Buildings an allen gehandelten Immobilien seit Jahren stetig an. Besonders hoch ist die Nachfrage nach Green Buildings bei Versicherungen und Offenen Immobilienfonds. Hier spiegelt sich die Bedeutung eines nachhaltigen Energiekonzepts gerade bei Investments mit einem langfristigen Anlagehorizont wider.

Zudem besteht nicht nur bei Investoren ein erhöhtes Interesse an klimafreundlichen Bürogebäuden. Auch die Mieter selbst legen zunehmend hohe Ansprüche an die Energiebilanz ihrer Mietflächen, um die selbst gesteckten Nachhaltigkeitsziele ihrer Unternehmung erreichen zu können. Gerade durch die derzeitige Energiekrise und dem damit verbundenen starken Anstieg der Heiz- und Bewirtschaftungskosten kommt gerade modernen und zertifizierten Bürogebäuden eine besondere Bedeutung zu.

Frankreich

- Französischer Büromarkt grundsätzlich solide, aber Sorgenkind „La Defense“ bleibt.

Die französische Wirtschaft verzeichnete im Jahr 2020 einen BIP-Rückgang um 7,9%. Bereits im Jahr 2021 folgte mit +7,0% eine starke Erholung, welche sich auch dieses Jahr mit einem erwarteten Wachstum von 2,3% fortsetzen wird. Im Jahr 2023 rutscht dann auch die französische Wirtschaft mit einem erwarteten Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,4% in eine Rezession. In Folge des bereits eingetrübten wirtschaftlichen Umfeldes bleibt die Arbeitslosenquote mit zuletzt 7,4% zudem weiter auf erhöhtem Niveau. Aufgrund fehlender Lohnzuwächse zeichnet sich in Frankreich bisher keine Lohn-Preis-Spirale ab, was u.a. zu der – für die aktuelle Lage – moderaten Inflationsrate von 5,6% im September 2022 führt.

Trotz der sich abzeichnenden konjunkturellen Abkühlung und des zuletzt deutlich gestiegenen Zinsniveaus präsentiert sich der französische Büroimmobilienmarkt grundsätzlich robust. Allerdings bestehen erhebliche Differenzen in den einzelnen Teilmärkten. Während – wie zuvor bereits angesprochen – die Bürospitzenmiete in Paris Central laut PMA auch in Q2 2022 weiterhin leicht angestiegen ist, gaben die Mieten im Pariser Bürostandort La Defense in den letzten zwölf Monaten um rund 7% auf derzeit knapp 43 Euro pro m² nach. In Lille, Lyon und Marseille zeigen sich wiederum stabile Mieten.

Bei den Büroleerständen zeigt sich eine deutliche Eintrübung der Lage. Während in Paris Central der Leerstand seit Beginn der Corona-Krise um die Hälfte auf derzeit 9,0% zulegte, stieg der Leerstand im Stadtteil La Defense bis Q2 2022 sogar auf 12,3% und legte damit um mehr als das Doppelte im Vergleich zu Q2 2020 zu (5,5%). Trotz der im Vergleich deutlich erhöhten Leerstände weisen Core-Büroobjekte ein seit Jahren stabiles bzw. erst zuletzt leicht steigendes Renditeniveau auf. So liegen die Spitzenrenditen in Q2 2022 in Paris Central bei 3,02% und in Paris La Defense bei 3,95%.

Das gerade in Krisenzeiten weiterhin solide Umfeld am französischen Büroimmobilienmarkt bleibt auch internationalen Investoren nicht verborgen. Die hohe Nachfrage der Investoren erklärt damit auch das über dem Vorjahreshalbjahr liegende gewerbliche Transaktionsvolumen.

Großbritannien

- Großbritanniens Wirtschaft besonders durch Brexit und Energiekrise betroffen; Büromarkt noch stabil.

Nach dem Brexit und dem starken wirtschaftlichen Einbruch im Jahr 2020 zeigte sich im Jahr 2021 ein starkes Wirtschaftswachstum von 7,4%, welches sich auch im Jahr 2022 mit +3,0% noch abgeschwächt fortsetzt. Allerdings zeigt sich die Abkühlung der wirtschaftlichen Entwicklung mit Beginn des zweiten Halbjahres 2022 bereits sehr deutlich. So rutscht die britische Wirtschaft im Jahr 2023 – mit einem BIP-Rückgang von 1,5% – endgültig in die Rezession. Besonders die aus dem Ruder geratene Inflation von derzeit rund 10% und die daraus resultierenden deutlichen Zinserhöhungen der Bank of England werfen Ihre Schatten auch auf den britischen Immobilienmarkt.

Bisher zeigt sich am dortigen Büroimmobilienmarkt gerade in Top-Lage allerdings weiterhin eine hohe Nachfrage. Hier liegen die Spitzenrenditen in Q2 2022 laut PMA weiterhin bei

knapp 3,6% und damit bisher nur wenige Basispunkte über den Werten des Vorjahres. Allerdings ist im Laufe des Jahres aufgrund des gestiegenen Refinanzierungszinses – analog zu den anderen europäischen Metropolen – mit einem stärkeren Anstieg der Spitzenrenditen zu rechnen.

Niederlande

- Die solide konjunkturelle Lage gibt dem niederländischen Büroimmobilienmarkt Rückenwind.

Die Niederlande verzeichneten im Corona-Jahr 2020 einen vergleichsweise geringen wirtschaftlichen Einbruch mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um nur -3,8%. Bereits im Jahr 2021 wurde das Vorkrisenniveau mit einem BIP-Wachstum von 5,0% wieder überschritten. Für das Jahr 2022 erwarten wir sogar ein Wachstum von 5,1%. Besonders positiv hervorzuheben ist die sehr niedrige Arbeitslosenquote von 3,8% (August 2022) sowie die hohe Unabhängigkeit des Landes von ausländischen Energieimporten aufgrund der eigenen hohen Gasvorkommen. Des Weiteren zeigt sich ein nur moderates Lohnwachstum von 3,56% im September 2022 im Vergleich zu September 2021. Allerdings weisen auch die Niederlande mit einer von BayernLB Research erwarteten Jahresrate von 9,9% eine deutlich zu hohe Inflationsrate auf.

Unter dem Strich stellt sich das makroökonomische Umfeld für den Immobilienmarkt im Unterschied zu den meisten europäischen Volkswirtschaften in den Niederlanden etwas positiver dar. Die sehr geringe Arbeitslosenquote und die steigenden Bevölkerungszahlen sorgen – trotz Anstieg der Zinsniveaus – dabei für eine solide Nachfrage nach Büroflächen.

Der Büroimmobilienmarkt in den Niederlanden präsentiert sich dementsprechend weiterhin freundlich. So liegen die Bürospitzenmieten in Amsterdam und in Rotterdam laut PMA auch in Q2 2022 stabil bei 40 bzw. knapp 19 Euro pro m². Der Büroleerstand in Amsterdam liegt mit 7,6% in Q2 2022 nur mehr leicht über den Niveaus vor der Corona-Krise. In Rotterdam zeigt sich mit 9,6% grundsätzlich ein höherer Leerstand, welcher sich aber in den letzten fünf Jahren bereits halbiert hat. Das stabile Niveau zeigt sich auch an den Spitzenrenditen, welche in Q2 2022 in Amsterdam bei 3,2% und in Rotterdam bei 4,5% liegen.

Die allgemeine Unsicherheit über die Auswirkungen der Zinswende macht dennoch auch vor dem niederländischen Gewerbeimmobilienmarkt nicht Halt. So sank das Transaktionsvolumen in Büro-, Einzelhandel und Logistikimmobilien im 1. Halbjahr 2022 laut RCA um 13% auf knapp sechs Mrd. Euro im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr.

Spanien

- Das starke Wirtschaftswachstum in 2022 stützt den spanischen Büroimmobilienmarkt.

Spanien verzeichnete im 2020 – auch aufgrund des Erliegens der Reiseaktivität in Europa – zwar einen starken wirtschaftlichen Einbruch von -10,8%. Allerdings wird die spanische Wirtschaft nach einer Erholung um 5,1% in 2021 und einem erwarteten Wirtschaftswachstum von 4,6% in 2022 ihr Vorkrisenniveau zeitnah wieder erreichen. Allerdings bleibt die strukturell bedingte Arbeitslosenquote mit derzeit rund 12,5% sehr hoch. Trotz der hohen Arbeitslosenquote stiegen die Löhne zuletzt um etwa 4% an, wodurch weiterhin Aufwärtssdruck auf die hohe Inflation von 8,9% (Stand: Sept. 2022) besteht.

Trotz des deutlichen Zinsanstieges konnte der spanische Gewerbeimmobilienmarkt bisher von der Erholung der Wirtschaftsleistung in 2022 profitieren. Dementsprechend zeigt sich auch am Büroimmobilienmarkt eine stabile Entwicklung. Hier stützen besonders in den Metropolen Barcelona und Madrid das knappe Flächenangebot und die hohe Nachfrage nach Büroflächen Mieten und Preise.

So liegen die Bürospitzenmieten in Madrid und in Barcelona laut PMA auch in Q2 2022 weiterhin stabil bei 33 bzw. 25 Euro pro m². Der Büroleerstand in Madrid ist mit 9,9% in Q2 2022 erhöht, liegt allerdings nur rund 1% über den Niveaus vor der Corona-Krise. In Barcelona fiel der Anstieg der Leerstände zuletzt etwas stärker aus. Absolut liegt dieser aber nur bei 9,2%. Trotz der im Vergleich erhöhten Leerstände, zeigt sich bei Core-Büroobjekten ein stabiles Preisniveau. So liegen die Spitzenrenditen in Q2 2022 in Madrid bei

3,3% und in Barcelona bei 3,6% und damit im Fall von Barcelona sogar unter den Niveaus der Vor-Corona-Zeit.

Auch am Investmentmarkt bleiben die spanischen Metropolen im Fokus der Anleger. Zuletzt zeigte sich am gewerblichen Immobilienmarkt wieder ein verstärktes Interesse internationaler Investoren. So stieg das gewerbliche Transaktionsvolumen in Büro-, EZH- und Logistikimmobilien laut RCA in der ersten Jahreshälfte 2022 um 2% auf 6,1 Mrd. Euro im Vergleich zum Vorjahreshalbjahr.

Fazit – Der jahrelange Boom am Büroimmobilienmarkt geht bisher ohne Einbruch zu Ende

- ▶ Zinsanstieg führt zu deutlich verminderter Transaktionsaktivität ohne starke Preiseinbrüche.

Nach über zehn Jahren beendet der Zinsanstieg den europäischen Immobilien-Boom. Nach einem starken Anfangsquartal, führte die zinsinduzierte Kaufzurückhaltung im zweiten Quartal zu einer Stagnation des Transaktionsvolumens am europäischen Büroimmobilienmarkt. Da sich der Anstieg der Inflation und der Zinserwartungen im 3. Quartal 2022 weiter beschleunigt hat, wird auch der Rückgang des Transaktionsvolumens am europäischen Immobilien-Investmentmarkt in der zweiten Jahreshälfte ausgeprägter ausfallen.

Nichtsdestotrotz zeigt sich die fundamentale Lage an den europäischen Büroimmobilienmärkten bisher noch stabil. Besonders im Hinblick auf Renditen, Miet-Cashflows und Leerstände zeigen sich dabei die Core-Büroobjekte in zentraler Lage der großen Metropolen widerstandsfähig. Dennoch ist allein aufgrund der deutlich gestiegenen Refinanzierungskosten ein weiterer Anstieg der – bereits in Q2 2022 leicht erhöhten – Renditen in der zweiten Jahreshälfte 2022 unvermeidlich. Derzeit deutet aber fundamental nichts auf einen starken Einbruch der Büroimmobilienpreise auf breiter Front hin. Die dafür nötigen Notverkäufe sind aufgrund stabiler Miet-Cashflows und der weiterhin vorhandenen Möglichkeiten zur Refinanzierung derzeit nicht zu befürchten.

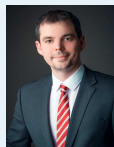
Um auch für die Zukunft nachhaltig gut aufgestellt zu sein, setzen internationale Investoren zudem verstärkt auf moderne und ESG-zertifizierte Büroobjekte, die modernste Nachhaltigkeitsanforderungen erfüllen. Gerade für langfristig orientierte Anleger wie Pensionskassen und Versicherungen sind die ESG-Zertifizierungen entscheidend, um ein nachhaltiges und auch in Zukunft am Markt wettbewerbsfähiges Immobilienportfolio aufzubauen.

Sebastian Schnejdar

Disclaimer/Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 18.10.2022. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**



Dr. Sebastian Schnejdar
Senior Immobilienanalyst

Telefon: +49 89 2171-26386
sebastian.schnejdar@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de