

Alles nicht so einfach

- Mietpreisbremse und Mietendeckel wirken kontraproduktiv. Wir demonstrieren dies anhand des vereinfachten volkswirtschaftlichen Preisbildungsmodells.
- Die Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien hängt nicht nur von deren Kaufpreisen ab. Dank steigender Einkommen und Niedrigzins fällt die Bilanz wenig dramatisch aus.
- In den USA stehen bei Büroimmobilien dynamisch steigende Kaufpreise einer recht verhaltenen Entwicklung am Vermietungsmarkt gegenüber.

1 Auf einen Blick 1

2 Ausgewählte Immobilienanalysen 2

 2.1 Zur Problematik staatlich festgesetzter Höchstmieten 2

 2.2 Wie erschwinglich sind Wohnimmobilien?..... 3

 2.3 US-Büroimmobilienmarkt: Keine großen Sprünge 4

1 Auf einen Blick

Rückblick 2019: Immobilien diesmal nicht weit vorne

Jährliche Performance nach Assetklassen*, %

2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Aktien Deutschland 25,5%	Immoaktien Eurozone 23,1%	Immoaktien Eurozone 17,4%	Rohstoffe 10,9%	Immoaktien Eurozone 17,7%	Offene Immofonds 2,7%	Aktien Eurozone 28,2%
Aktien Eurozone 21,5%	Anleihen Deutschland 13,0%	Aktien Deutschland 9,6%	Aktien Deutschland 6,9%	Aktien Deutschland 12,5%	Anleihen Deutschld. 2,4%	Aktien Deutschland 25,5%
Immoaktien Eurozone 6,5%	Anleihen Deutschland 10,4%	Aktien Eurozone 6,4%	Immoaktien Eurozone 4,7%	Aktien Eurozone 9,2%	Anleihen Eurozone 1,0%	Immoaktien Eurozone 21,0%
Anleihen Eurozone 2,2%	Offene Eurozone 4,0%	Offene Immofonds 2,5%	Anleihen Deutschland 4,0%	Offene Immofonds 2,5%	Rohstoffe -7,1%	Rohstoffe 7,6%
Offene Immofonds 2,0%	Aktien Deutschland 2,7%	Anleihen Eurozone 1,6%	Aktien Eurozone 3,7%	Anleihen Eurozone 0,1%	Immoaktien Eurozone -8,2%	Anleihen Eurozone 6,7%
Anleihen Deutschland -2,2%	Offene Immofonds 2,5%	Anleihen Deutschland 0,3%	Anleihen Eurozone 3,3%	Rohstoffe 0,0%	Aktien Eurozone -12,0%	Anleihen Deutschld. 3,0%
Rohstoffe -8,4%	Rohstoffe -11,9%	Rohstoffe -15,2%	Offene Immofonds 2,4%	Anleihen Deutschld. -1,5%	Aktien Deutschland -18,3%	Offene Immofonds 2,7%

*CRB-Rohstoffindex, iBoxx-Anleiheindizes, DAX, EuroSTOXX50, FTSE EPRA/NAREIT Immobilienaktienindex Eurozone, Helaba OIF-Index
 Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Performance der Assetklassen dürfte den Anlegern 2019 – ganz im Gegensatz zum Vorjahr – viel Freude bereitet haben. Keine der betrachteten Anlageformen führte zu Verlusten. Selbst mit Anleihen war trotz Negativzins dank Kursgewinnen ein ordentliches Ergebnis zu erzielen. Dabei hat sich die Rangfolge der Assetklassen genau umgedreht: Aktien, die großen Verlierer im Jahr 2018, nehmen nun die vorderen Plätze ein. Immobilienaktien landen immerhin auf Platz drei. Trauriges Schicksal: Obwohl offene Immobilienfonds mit durchschnittlich 2,7 % die gleiche Performance wie im Vorjahr erzielten, fielen sie von der Spitze auf den letzten Platz zurück. Die über die Jahre wechselnde Rangfolge in der Performance der Anlageklassen bestätigt, wie wichtig Diversifikation im Portfolio ist.

AUTOR
 Dr. Stefan Mitropoulos
 Telefon: 0 69/91 32-46 19
 research@helaba.de

REDAKTION
 Dr. Stefan Mütze

HERAUSGEBER
 Dr. Gertrud R. Traud
 Chefvolkswirt/Leitung
 Research

Landesbank
 Hessen-Thüringen
 MAIN TOWER
 Neue Mainzer Str. 52-58
 60311 Frankfurt am Main
 Telefon: 0 69/91 32-20 24
 Telefax: 0 69/91 32-22 44

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

2 Ausgewählte Immobilienanalysen

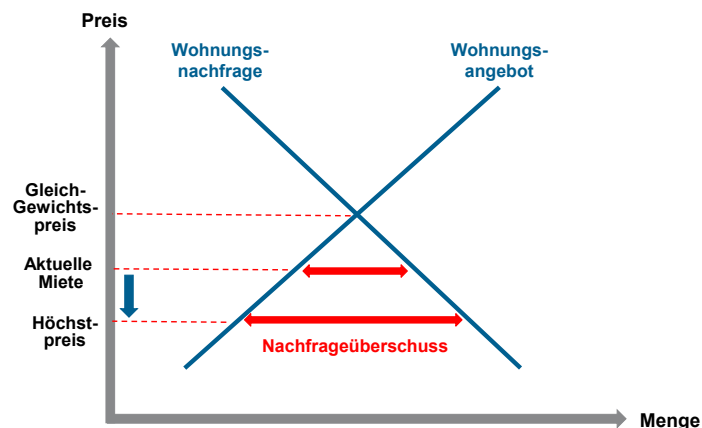
2.1 Zur Problematik staatlich festgesetzter Höchstmieten

Offensichtlich befinden wir uns am deutschen Wohnungsmarkt in einem Trend zunehmender Regulierung. Marktwirtschaftliche Mechanismen werden mehr und mehr durch Maßnahmen mit relativ hoher Eingriffsintensität verletzt. Die erwünschte Wirkung bleibt aus.

Verschärfte Mietpreisbremse, Kappungsgrenze bei der Modernisierung, Mietendeckel sowie vermutlich ein Volksentscheid über die Enteignung großer Wohnungsbestände im Laufe dieses Jahres in Berlin: Restriktive Maßnahmen am deutschen Wohnungsmarkt sind derzeit populär. Daher wird der Trend zum Interventionismus vermutlich noch längere Zeit andauern. Neben Berlin könnten weitere Städte zu entsprechenden Maßnahmen greifen. Diese massiven Eingriffe in den Preismechanismus am Wohnungsmarkt bleiben nicht ohne Folgen.

Bei Mietpreisbremse und Mietendeckel handelt es sich um eine Art Höchstpreis, mit dessen Wirkung sich Generationen von Volkswirtschaftsstudenten in ihren Einführungsvorlesungen auseinandersetzen mussten. In der vereinfachten modellhaften Betrachtung würde der bestehende Nachfrageüberschuss am Wohnungsmarkt im Rahmen des marktwirtschaftlichen Preismechanismus dazu führen, dass sich die Mieten bei unveränderten Angebots- und Nachfragebedingungen in Richtung des sogenannten Gleichgewichtspreises bewegen. Dies versucht die Politik nun mit Hilfe staatlich gesetzter Höchstpreise zu verhindern. Wir erlauben uns, im Folgenden die Wirkung anhand des volkswirtschaftlichen Preismodells zu skizzieren.

Unerwünschte Wirkung einer Höchstmiete



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Entfaltet die gesetzte Höchstmiete Wirkung, führt dies zu niedrigeren Mieten, von denen Bestandsmieter profitieren – zu Lasten derer, die dringend Wohnraum suchen. Denn die niedrig gehaltene Miete sorgt im Preismodell sogar für eine höhere Nachfrage, so dass der Nachfrageüberschuss (und damit die Wohnungsknappheit) größer wird. Noch negativer würde dieser Effekt ausfallen, wenn das staatliche Eingreifen zu einer Verschlechterung der Angebotsbedingungen führt und die Investoren zurückhaltender agieren (Verschiebung der Angebotskurve nach links).

Was müsste passieren, um den Nachfrageüberschuss zu verringern? Unabhängig vom Preisniveau könnte die Bautätigkeit durch die Ausweisung von mehr Bauland, verkürzte Genehmigungsprozesse oder die Vereinheitlichung und Vereinfachung von Baunormen gefördert werden. Dies entspricht in der modellhaften Betrachtung einer Verschiebung der Angebotskurve nach rechts. Alternativ könnte die Wohnungsnachfrage in den großstädtischen „Hotspots“ gedämpft werden (Nachfragekurve nach links) durch eine steigende Attraktivität des Wohnens im Umland z.B. durch Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur und Digitalisierung bzw. bessere Möglichkeiten des mobilen Arbeitens von zu Hause.

Modellhafte Analyse
der Wirkung von
Höchstpreisen

Eingriff in Preis-
mechanismus
kontraproduktiv

2.2 Wie erschwinglich sind Wohnimmobilien?

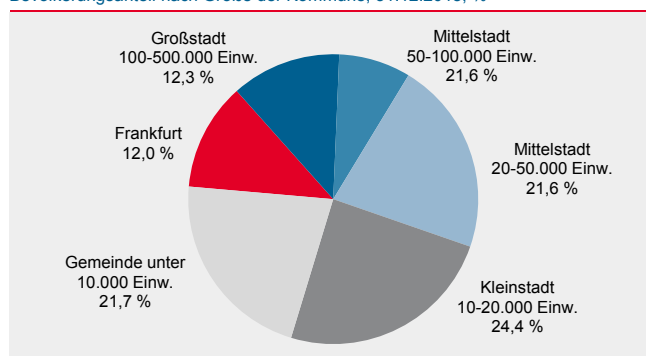
Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland steigen seit Jahren. Der Wohneigentumserwerb rückt dadurch für viele private Haushalte in weite Ferne. Aber gilt diese Aussage generell? Wir beurteilen die aktuelle Lage auf Basis des Erschwinglichkeitsindex des Immobilienverbandes IVD am Beispiel Hessens.

Kaufpreise nur ein Faktor für Erschwinglichkeit

Wohnimmobilien sind in weiten Teilen Deutschlands 2019 nochmals deutlich teurer geworden. Dies gilt vor allem für die großen und größten Städte der Republik, wo die jährlichen Preissteigerungen teilweise bis zu doppelt so stark ausfallen wie im Landesdurchschnitt. Doch die Erschwinglichkeit einer Wohnimmobilie hängt nicht nur vom Kaufpreis ab. Zwar sind die Hauspreise in Deutschland seit 2010 im Aufwärtstrend. Dafür sind aber in diesem Zeitraum auch die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte gestiegen und mit den Hypothekenzinsen haben sich die Finanzierungskosten für den Erwerb von Wohnimmobilien erheblich verbilligt. So sind die verfügbaren Einkommen der Haushalte in Deutschland heute im Schnitt mehr als 30 % höher als Anfang 2010. Gleichzeitig ist der Hauspreisindex des Statistischen Bundesamtes um etwa 50 % gestiegen. Die von der Bundesbank ausgewiesenen Zinsen für Wohnungshypotheken mit fünf- bis zehnjähriger Laufzeit lagen zu Beginn des letzten Jahrzehnts noch über 4 % und sind seitdem bis auf rund 1 % gefallen. Je nachdem, wie sich die drei Einflussfaktoren Immobilienpreis, Kaufkraft und Finanzierungskosten entwickelt haben, kann sich im konkreten Einzelfall die Erschwinglichkeit von Wohneigentum in den letzten Jahren verschlechtert oder sogar verbessert haben.

Nur ein Viertel aller Hessen lebt in der Großstadt

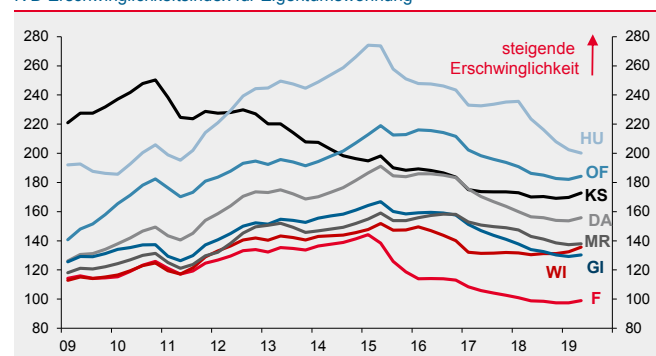
Bevölkerungsanteil nach Größe der Kommune, 31.12.2018, %



Quellen: Statistik.Hessen, Helaba Volkswirtschaft/Research

Erschwinglichkeit in hessischen Städten

IVD Erschwinglichkeitsindex für Eigentumswohnung*



*guter Wohnwert ohne Baukindergeld, drei Zimmer, ca. 80m² Wohnfläche
100 = Belastung für Zins und Tilgung beträgt 25 % des verfügbaren Einkommens
Quellen: IVD, Helaba Volkswirtschaft/Research

Wohneigentumserwerb wird mit der Größe der Stadt schwieriger

Der Immobilienverband IVD berechnet für eine Vielzahl deutscher Städte einen Erschwinglichkeitsindex für Eigentumswohnungen und Eigenheime. Die Ergebnisse bestätigen, dass tendenziell die Erschwinglichkeit mit der Größe der Stadt abnimmt. So ist es wenig überraschend, dass es viel schwieriger ist, sich Wohnimmobilien in Frankfurt (mit 753.000 Einwohnern) oder in Wiesbaden (278.000 Einwohner) zu leisten als beispielsweise in Offenbach oder Hanau (129.000 bzw. 96.000). Dass die Lage in Gießen und Marburg trotz geringerer Bevölkerungszahl (89.000 bzw. 77.000) angespannt ist, könnte mit dem hohen Anteil von Studierenden zusammenhängen, der dort die Knappheitssituation am Wohnungsmarkt verschärft. Die Berechnungen des IVD zeigen aber auch, dass Eigentumswohnungen in fast allen hessischen Städten von 2009 bis 2015 zunächst sogar spürbar erschwinglicher geworden sind. Offensichtlich haben hierzu die günstigeren Finanzierungsmöglichkeiten beigetragen – ein Effekt, der dann in den folgenden Jahren zunehmend von den steigenden Wohnungspreisen überkompensiert wurde. Da sich die Zinsen nunmehr auf sehr niedrigem Niveau stabilisieren und die Immobilienpreise vermutlich weiter steigen, dürfte die Erschwinglichkeit im neuen Jahr meist weiter abnehmen. Bei der Diskussion über die Schwierigkeiten des Wohnimmobilienverkehrs sollte aber nicht übersehen werden, dass die Situation in kleineren Städten und Gemeinden weit weniger problematisch ist. Um beim Beispiel Hessen zu bleiben: Hier lebten Ende 2018 nur rund 46 % der Menschen in Städten mit mehr als 50.000 Einwohnern und immerhin fast 22 % in Gemeinden mit weniger als 10.000 Einwohnern.

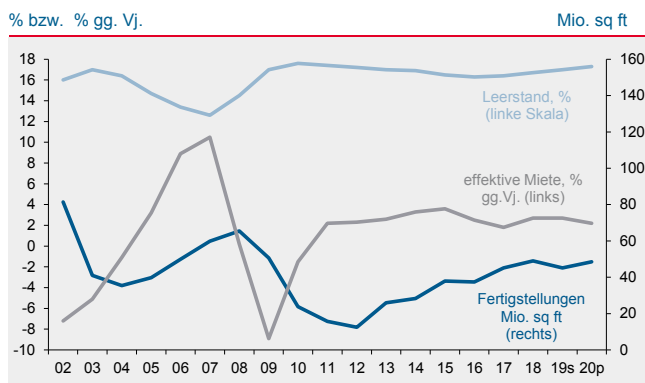
2.3 US-Büroimmobilienmarkt: Keine großen Sprünge

Der Bürovermietungsmarkt in den USA profitiert zwar von der seit Jahren steigenden Beschäftigung. Dennoch legen die Büromieten nur moderat zu und die Leerstände könnten zu Jahresende etwas höher liegen. Dem stehen kräftig steigende Immobilienwerte gegenüber.

Hoher Leerstand,
leicht steigende Mieten
und Bautätigkeit

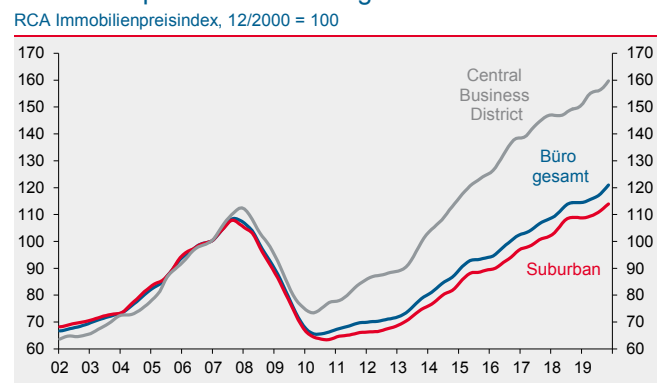
Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für den US-Büromarkt sind nach wie vor positiv. Die Konjunktur läuft rund. Trotz des schwierigen weltwirtschaftlichen Umfelds dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2019 um preisbereinigt 2,3 % zugelegt haben. Für das neue Jahr erwarten wir zumindest einen Anstieg in Höhe des Trendwachstums von 2 %. Der Arbeitsmarkt hat sich in den ersten Jahren nach der Finanzkrise zwar verglichen mit früheren Zyklen recht langsam erholt, längst ist aber mit einer Arbeitslosenrate von inzwischen unter 4 % quasi Vollbeschäftigung erreicht. Von dem seit 2011 kontinuierlichen Zuwachs von jährlich zwei bis drei Millionen Stellen (der sich mittlerweile auf 22,5 Mio. summiert) sollte auch der Büromarkt profitieren. Tatsächlich aber vollzieht sich hier die Erholung langsam. Die Bauaktivität nimmt seit dem Rekordtief der Fertigstellungen 2012 zu, bleibt aber im Vergleich zu früheren Aufschwüngen niedrig – insbesondere gegenüber den sehr hohen Fertigstellungsvolumina zu Beginn des Jahrtausends. Die Absorption von Büroflächen war jedoch in den vergangenen Jahren nicht hoch genug, um den Leerstand spürbar abzubauen. So ist die nationale Leerstandsrate seit dem Höchststand 2010 von landesdurchschnittlich 17,6 % nur um gut einen Prozentpunkt gesunken und dann 2017 in einen leichten Aufwärtstrend eingeschwenkt. Bis Ende dieses Jahres rechnen wir mit einem geringen Anstieg auf 17,3 %. Die effektiven Büromieten dürften mit durchschnittlich gut 2 % etwas weniger stark als im Vorjahr zulegen.

Immer noch recht hohe Leerstände



s=Schätzung, p=Prognose
Quellen: REIS, Helaba Volkswirtschaft/Research

Immobilienpreise weit vorausgelaufen



Quellen: RCA, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die führenden Bürozentren entwickeln sich je nach regionaler Beschäftigungsstruktur unterschiedlich, aber meist besser als der nationale Durchschnitt. So beträgt die Leerstandsrate im vom Technologiesektor geprägten San Francisco nur etwa 9 %, die Mieten können hier im laufenden Jahr um fast 3 % zulegen. Der Ballungsraum New York weist mit 8 ½ % einen noch niedrigeren Leerstand auf. Eine Ausnahme unter den größten Bürostandorten bleibt Chicago mit einem überdurchschnittlich hohen Leerstand von etwa 18 %.

Kaufpreise steigen
immer weiter

Im Gegensatz zur verhaltenen Entwicklung am Vermietungsmarkt steht die Dynamik am Investmentmarkt. Getrieben von niedrigen Zinsen sind die Büroimmobilienpreise kräftig gestiegen – seit dem Tiefstand Mitte 2010 gemessen am Immobilienindex von RCA um etwa 85 %. Dagegen legten die Büromieten nur um durchschnittlich 25 % zu. Eine Trendwende in der Preisentwicklung am Büromarkt ist derzeit nicht auszumachen, die Luft wird aber dünner. Anlagealternativen am Rentenmarkt werden erst bei Wiederaufnahme eines Zinserhöhungszyklus attraktiver, die jedoch in der US-Geldpolitik zumindest in diesem Jahr nicht auf der Agenda steht. Dies würde dann die Nachfrage nach den schon hoch bewerteten Immobilieninvestments dämpfen und könnte den Preisanstieg beenden. ■