



## Einflussfaktor Politik

- Der Trend zu zunehmender Regulierung am Wohnungsmarkt wird sich fortsetzen. Droht eine Interventionsspirale?
- Einige Preisindikatoren am deutschen Wohnungsmarkt scheinen zu drehen. Ist der Boom damit vorbei?
- Mit dem Brexit ist die Unsicherheit für den britischen Immobilienmarkt nicht beseitigt. Wie geht es nun weiter?

**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

**Helaba**

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

**1 Auf einen Blick ..... 1**

**2 Ausgewählte Immobilienanalysen ..... 2**

2.1 Die Interventionsspirale dreht sich ..... 2

2.2 Ist der Boom am deutschen Wohnungsmarkt am Ende? ..... 3

2.3 Immobilienmarkt Großbritannien: Nach dem Brexit..... 4

## 1 Auf einen Blick

### Guter Jahresstart für deutsche Immobilienaktien

Aktienindizes, 1. Januar 2019 = 100



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Deutsche Immobilienaktien haben einen guten Jahresstart hingelegt. Die Betonwerte liegen bis 12. Februar 7 % im Plus, während der Leitindex DAX knapp 4 % gewinnen konnte. Sie waren in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres teilweise deutlich hinter den Blue Chips zurückgeblieben. Dabei belastete vor allem die Wohnungspolitik (S. 2) den deutschen Branchenindex, der von großen Wohnungsbestandshaltern dominiert wird. Als zuletzt die Ausbreitung des Coronavirus die Finanzmärkte belastete, outperformten die stark binnenwirtschaftlich orientierten Immobilienaktien den Gesamtmarkt. Steigende Immobilienwerte in Deutschland (S. 3) und unverändert sehr niedrige Zinsen dürften auch 2020 unterstützen – wenn nicht die Politik der Branche mal wieder einen Strich durch die Rechnung macht.

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 Die Interventionsspirale dreht sich

Der Berliner Mietendeckel ist verabschiedet. Damit setzt sich der Trend zunehmender Regulierung am deutschen Wohnungsmarkt fort. Solche starken Eingriffe in den Marktmechanismus können weitere Maßnahmen nach sich ziehen. Kommt es zur klassischen Interventionsspirale?

Wir haben wiederholt im Immobilienreport auf die Problematik der zunehmenden Regulierung des deutschen Wohnungsmarktes hingewiesen<sup>1</sup> und betont, dass stattdessen vor allem bessere Rahmenbedingungen für eine verstärkte Wohnungsbautätigkeit zu einer Überwindung der Knappheit beitragen würden. Die Politik scheint jedoch andere Schwerpunkte zu setzen. Dabei stellt sich die Frage, wie es nach der Verschärfung der Mietpreisbremse (in Deutschland) und der Einführung eines Mietendeckels (in Berlin) weitergeht. Nicht auszuschließen ist, dass der eingeschlagene Weg zu weiteren nicht-marktkonformen Eingriffen führt – ganz nach der Idee der Interventionsspirale, wie sie in der Wirtschaftswissenschaft seit langem problematisiert wird.<sup>2</sup> Die durch Volksentscheid in Berlin angestrebte Verstaatlichung größerer privater Wohnungsbestände würde gut in dieses Schema passen.

Macht das Berliner  
Beispiel Schule?

Was könnte noch alles passieren? Nicht auszuschließen ist, dass weitere Großstädte mit stark angespanntem Wohnungsmarkt wie Frankfurt oder München zu ähnlichen Instrumenten greifen wie Berlin – entsprechende Initiativen gibt es bereits. Die gewählten Maßnahmen sind nicht geeignet, um zusätzlichen Wohnraum zu schaffen. Erzwungene Mietkürzungen führen zu Einnahmeausfällen bei den Vermietern und verringern damit die Anreize, in den Mietwohnungsmarkt zu investieren. Entsprechend könnte es zu einem Rückgang der privaten Wohnungsbautätigkeit und auch der Bautätigkeit insgesamt kommen. Es wäre allerdings verfrüht, aus dem Rückgang der Wohnungsbaugenehmigungen in Berlin in den ersten elf Monaten 2019 von 9 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum bereits eindeutige Schlüsse zu ziehen.

Investoren suchen den  
Exit oder modernisieren  
nicht mehr

Für vom Mietendeckel betroffene Investoren sind zwei Handlungsoptionen naheliegend: Sie könnten versuchen, ganz aus diesem regionalen Markt auszusteigen und ihre Aktivitäten in attraktivere Segmente verlagern. Erste Indikationen hierfür gibt es bereits: So meldete der Onlinemarktplatz ImmoScout24 Anfang Februar, dass seit Mitte 2019 deutlich mehr Eigentumswohnungen in Berlin auf dem Portal angeboten wurden. Dabei handele es sich fast ausschließlich um Wohnungen, deren Mieten über den künftig geltenden Grenzwerten liegen. Eine mögliche Reaktion der Politik darauf wäre, als nächstes die Umwandlung von Mietwohnungen in Eigentumswohnungen zu erschweren. Zum anderen könnten die Wohnungseigentümer künftig ihre Investitionen in den Bestand zurückfahren. Unterlassene Modernisierungen würden langfristig zu einer Vernachlässigung des Wohnungsbestands führen und wären ein falsches Signal gerade in Zeiten des Klimawandels, in denen verstärkte Anstrengungen zur energetischen Sanierung von Altbauten erforderlich sind.

Mehr öffentlicher  
Wohnungsbau und -besitz

Für einen Rückzug privater Investoren aus dem Wohnungsmarkt bedarf es gar nicht extremer Maßnahmen wie der Enteignung von Wohnungsbeständen. Der Staat wäre dann aufgefordert, die entstehenden Lücken zumindest teilweise zu füllen. Neben dem Aufkauf von Wohnungen z.B. durch die verstärkte Nutzung von Vorkaufsrechten in Milieuschutzgebieten kann dies durch mehr öffentlichen Wohnungsbau erfolgen, der – wenn eine nennenswerte Wirkung angestrebt ist – mit sehr hohen Kosten verbunden wäre. Selbst wenn sich herausstellt, dass einige der wohnungspolitischen Eingriffe nicht verfassungskonform sind und diese letztlich von den Gerichten einkassiert werden, bedeutet dies im Vorfeld oft jahrelange Unsicherheit, die bestenfalls mit Attentismus der privaten Akteure einhergeht.

<sup>1</sup> Zuletzt im [Immobilienreport vom 15. Januar 2020](#): Zur Problematik staatlich festgesetzter Höchstmieten, S. 2.

<sup>2</sup> Diese Überlegungen gehen zurück auf Vertreter der sog. ordoliberalen Schule wie Walter Eucken und Ludwig von Mises. Sie sind auch unter dem Begriff „Ölflecktheorie“ bekannt.

## 2.2 Ist der Boom am deutschen Wohnungsmarkt am Ende?

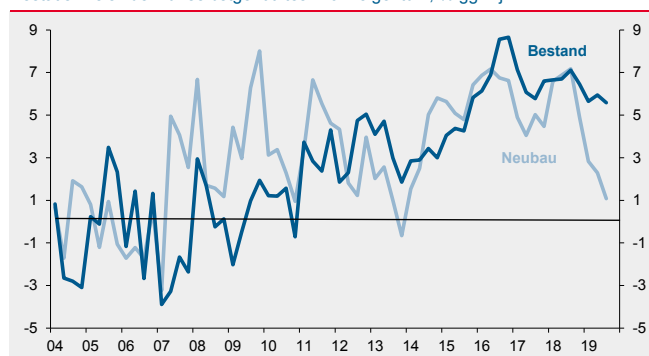
Die Meldungen über schwächere Daten vom deutschen Wohnungsmarkt haben zugenommen. Geht dem Aufschwung im elften Jahr die Puste aus?

Schwächere Rahmenbedingungen können Wohnungsmarkt belasten

Der Aufschwung am deutschen Wohnungsmarkt begann 2010 und dauert inzwischen – gemessen an früheren Zyklen – überdurchschnittlich lange. Wie wir wiederholt betont haben, sterben jedoch Immobilienzyklen nicht an Altersschwäche, sondern sie werden in der Regel durch exogene Störungen beendet. Seit dem Beginn belastbarer Datenreihen in den 70er Jahren fiel dies stets mit einer gesamtwirtschaftlichen Rezession zusammen. Entsprechend sehen manche Beobachter die zuletzt schwächeren Daten vom Wohnungsmarkt zusammen mit den bescheidenen Konjunkturindikatoren als Indiz für ein Ende des Immobilienbooms. Handelsstreit und Brexit belasteten die deutsche Industrie im vergangenen Jahr. Auch die Gesamtwirtschaft hat mit einem jahresdurchschnittlichen Wachstum von 0,6 % nicht geblüht. Die Schwäche der Industrie griff aber bisher kaum auf den Dienstleistungssektor über und der Arbeitsmarkt befindet sich nach wie vor in guter Verfassung. Was bedeutet dies für die Preisentwicklung bei Wohnimmobilien? Hierzu gibt es eine ganze Reihe von Indikatoren, die sich in ihrer Methodik und Abgrenzung voneinander unterscheiden. Deshalb ist es wenig überraschend, dass diese manchmal widersprüchliche Signale aussenden. Eine vermeintliche Trendwende in einer der Datenreihen, die womöglich nur auf einen Einzelwert abstellt, sollte daher nicht überinterpretiert werden. Dies gilt umso mehr, als die Daten teilweise eine erhebliche Volatilität aufweisen.

### Wohnimmobilien im Neubau zuletzt schwächer

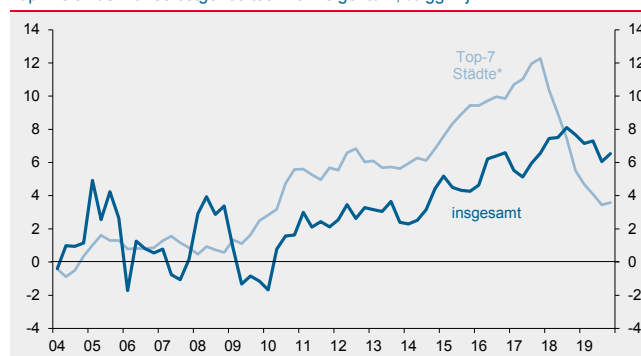
Destatis Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Verlangsamter Preisanstieg in den Top-Standorten

vdp Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum, % gg. Vj.



\*Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf

Quellen: vdp, Helaba Volkswirtschaft/Research

Normalisierung, aber noch keine Trendwende

Wie sieht die Lage bei unseren bevorzugten Immobilienindizes aus? Für den Hauspreisindex des Statistischen Bundesamtes liegen die letzten verfügbaren Werte für das 3. Quartal 2019 rund 5 % über dem Vorjahr – allerdings haben sich hier Bestand und Neubau am aktuellen Rand unterschiedlich entwickelt. Während die Preise für Bestandsimmobilien in den vergangenen Quartalen noch rund 6 % über dem Vorjahresniveau lagen, hat sich die Rate im Neubau zuletzt von bis zu 7 % auf nur noch 1 bis 2 % verlangsamt. Eine Normalisierung zeigen auch die Daten des Verbands der deutschen Pfandbriefbanken (vdp). Während dessen Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum im Schlussquartal 2019 noch mehr als 6 % über dem Vorjahrsstand notierte, hat sich die Entwicklung in den sieben Top-Städten deutlich abgekühlt (auf 3,6 % gg. Vj.) – ein Prozess, der sich schon seit mehr als zwei Jahren vollzieht. Alles in allem sind die Daten u.E. weit weniger spektakulär, als sie teilweise in der Öffentlichkeit dargestellt werden. Vermutlich sind die Preise in den Zentren der Großstädte inzwischen weitgehend ausgereizt, so dass sich die Nachfrage stärker in andere Lagen verlagert. Insgesamt werden jedoch die Hauspreise 2020 weiter steigen, wenn auch auf dem erreichten hohen Niveau und angesichts des schwächeren wirtschaftlichen Umfelds weniger stark als in den Vorjahren. Unverändert sehr niedrige Zinsen, eine weiterhin solide Nachfrage nach Wohnraum vor allem in den Ballungszentren sowie eine überschaubare Bautätigkeit sind die Garanten, dass der Aufwärtstrend am deutschen Wohnungsmarkt noch nicht endet.

## 2.3 Immobilienmarkt Großbritannien: Nach dem Brexit

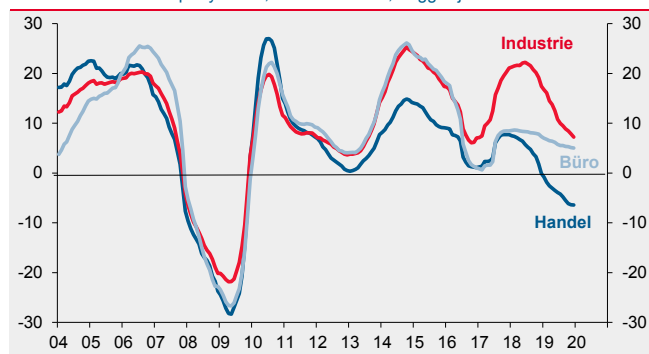
Der Brexit wurde Ende Januar vollzogen. Die mehr als dreijährige Hängepartie hat dem britischen Immobilienmarkt viel weniger geschadet als vielfach befürchtet wurde. In welchem Zustand befindet sich dieser wichtige Markt zu Beginn der Übergangsphase und wie geht es weiter?

Aufatmen am  
Investmentmarkt im  
Schlussquartal 2019

Das Vereinigte Königreich hat die Europäische Union „geregelt“ verlassen. Die anhaltende Unsicherheit seit dem Brexit-Referendum Mitte 2016 hat zwar Konjunktur und Immobilienmarkt belastet, insgesamt zeigte sich aber die britische Wirtschaft überraschend robust. Das Wirtschaftswachstum hat sich spürbar verlangsamt, blieb jedoch im vergangenen Jahr mit 1,4 % weit von einer Rezession entfernt und zudem kräftiger als in Deutschland mit nur 0,6 %. Der Arbeitsmarkt ist in hervorragender Verfassung mit einer historisch niedrigen Arbeitslosenquote von unter 4 %. Zu diesem recht soliden Umfeld passt, dass auch der britische Immobilienmarkt keinen Einbruch erlebte. Am deutlichsten waren noch die Auswirkungen am Investmentmarkt zu spüren. Hier folgte auf den deutlichen Rückgang der Transaktionsvolumina unmittelbar nach dem Referendum im Jahresverlauf 2017 eine Erholung, bevor der Trend wieder abwärts gerichtet war. Insgesamt lagen die Transaktionsumsätze im vergangenen Jahr rund 15 % unter dem Vorjahresergebnis. Dies täuscht aber darüber hinweg, dass dieser Markt mit der sich abzeichnenden Einigung ein starkes Schlussquartal erlebte.

### Büromarkt recht stabil, Einzelhandel auf Talfahrt

MSCI Real Estate Property Index, Gesamttrendite, % gg. Vj.



Quellen: MSCI Real Estate, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Abschwächung am Wohnungsmarkt

Hauspreisindizes, % gg. Vj.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Weitere Wertrückgänge  
2020 wahrscheinlich

Die Hauspreisindikatoren in Großbritannien zeigen für die letzten Jahre eine kontinuierliche Abwärtsbewegung mit einer leichten Besserung im Jahresendquartal 2019, die noch nicht als Trendwende interpretiert werden kann. Dagegen spiegeln Gesamttrenditen am gewerblichen Immobilienmarkt ein ähnliches Auf und Ab wie die Investmentumsätze. Hier war zwar die Delle in der Performance schnell ausgegült – vor allem Industrieimmobilien verzeichneten 2018 wieder hohe Gesamttrenditen. Seitdem hat sich der Markt jedoch deutlich abgeschwächt. Zu Jahresende betrug die Performance bei Industrie- und Büroimmobilien 7 % bzw. 5 %, während für Handelsimmobilien im Vorjahresvergleich ein Minus von mehr als 6 % gemeldet wurde. Dies ist weniger im Zusammenhang mit dem Brexit als mit der zunehmenden Konkurrenz des stationären Einzelhandels durch das schnell wachsende Onlinegeschäft zu sehen. Im Durchschnitt über alle Nutzungsarten erwarteten die Teilnehmer der Consensus-Umfrage von Investment Property Forum im November für das Jahr 2020 nur eine Gesamttrendite von 2,5 % und damit weiter sinkende Immobilienwerte. Der Abwärtstrend würde sich demnach fortsetzen. Risiken liegen dabei vor allem im Fortgang der Verhandlungen mit der EU. Denn die Brexit-bedingte Unsicherheit ist mit dem Austritt Großbritanniens nicht verschwunden. Die Übergangszeit, in der die künftigen Beziehungen zu klären sind, ist bis Ende des Jahres ausgesprochen knapp bemessen. Kommt es hier nicht zu einer einvernehmlichen Klärung der wichtigsten Fragen, ist eine „harte Grenze“ nicht auszuschließen. Die Unternehmen wären zwar in diesem Fall besser vorbereitet als bei einem „No Deal“-Brexit vor einigen Monaten. Negative Folgen für die britische Wirtschaft könnten dann allerdings auch zu einem stärkeren Rückgang der Immobilienwerte führen. ■