



Wie robust ist der deutsche Immobilienmarkt?

Deutsche Immobilien sind in der Corona-Krise ihrem Ruf als insgesamt relativ stabiler Markt gerecht geworden. Während Einzelhandelsimmobilien negativ betroffen waren, entwickelten sich Büros recht stabil und Wohnen sowie Logistik profitierten sogar. Noch ist die Pandemie nicht überstanden, schon kommt es mit dem Krieg in der Ukraine und den steigenden Zinsen zu weiteren Herausforderungen.

Rückblick 2021: Sektorale Unterschiede so groß wie selten zuvor



Dr. Stefan Mitropoulos
Leiter Capital Market
Research & Economics
Tel. 0 69/91 32-46 19

Der deutsche Immobilienmarkt hat die Corona-Krise insgesamt ohne größere Einbußen überstanden, wenn auch mit großen Unterschieden zwischen den einzelnen Nutzungsarten. Nach den von MSCI Real Estate veröffentlichten Daten lag die Gesamtrendite deutscher Immobilien im vergangenen Jahr mit 11,3 % so hoch wie noch nie seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1996. Nach der Corona-bedingten Delle mit 6,7 % im Jahr zuvor knüpfte die Performance wieder an den ähnlich guten Wert von 2019 an. Dabei zeigt sich, dass die Entwicklung der wichtigsten Segmente so weit auseinander gedriffet ist wie selten zuvor.

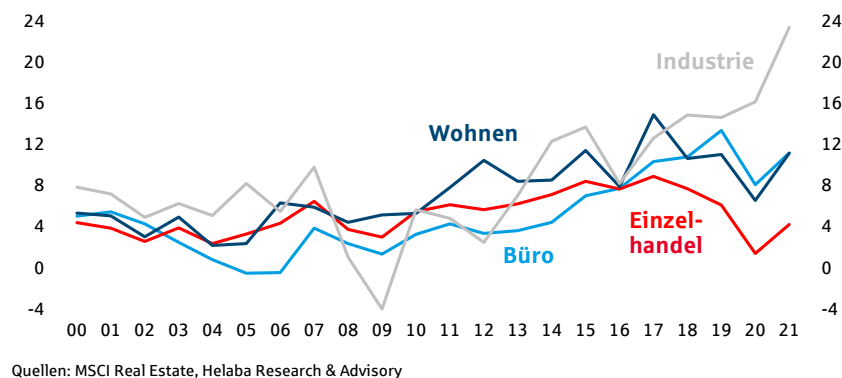
Industrieimmobilien haben mit einer sehr hohen Gesamtrendite – die sich aus der Wertentwicklung der Objekte und der Mietrendite zusammensetzt – von rund 23 % erneut am besten abgeschnitten. Büro und Wohnen erreichten mit jeweils gut 11 % ein durchschnittliches Ergebnis. Schlusslicht waren unverändert Einzelhandelsimmobilien, die wei-

terhin unter der zunehmenden Konkurrenz des Onlinehandels leiden. Immerhin gab es aber auch in diesem Segment mit 4,2 % eine Verbesserung gegenüber 2020, als die Gesamtrendite nur 1,4 % erreicht hatte.

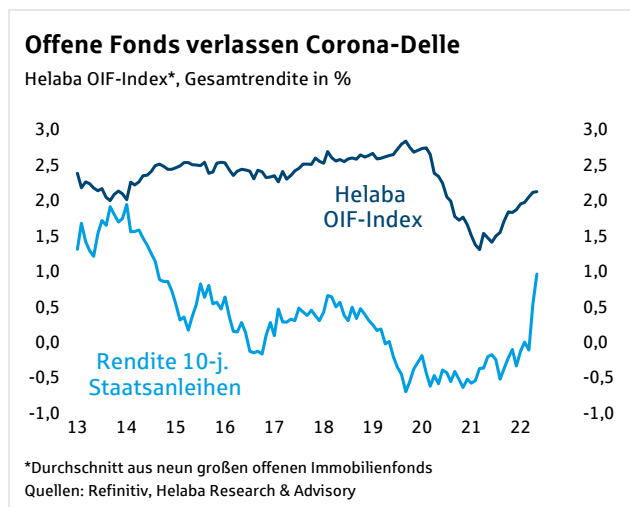
Diese Entwicklung spiegelt auch die Performance der in Deutschland beliebten offenen Immobilienpublikumsfonds wider. Sie investieren vor allem in gewerbliche Immobilien in Deutschland und im überwiegend europäischen Ausland. Gemessen am Helaba OIF-Index, der die durchschnittliche Performance von neun offenen Immobilienfonds der vier großen Anbieter umfasst, lag die Gesamtrendite in den Jahren vor der Corona-Krise in einem recht engen Band zwischen 2 % und 3 % (vgl. Chart S. 2). Unmittelbar vor Beginn der Pandemie wurden noch 2,7 % erreicht. Im Zuge der Lockdowns kam es dann vereinzelt zu größeren Abwertungen bei besonders betroffenen Objekten aus dem Hotel- und Einzelhandelssegment, die die durchschnittliche Performance bis auf 1,3 % im März 2021 drückten. Beide Nutzungsarten standen immerhin für fast ein Drittel der Portfolios.

Immobiliensegmente entwickeln sich sehr unterschiedlich

Immobilienindex MSCI Deutschland, Gesamtrendite, % gg. Vj.



Stabilisierend wirkte dagegen der hohe Anteil von Büroimmobilien von fast 55 %, bei denen Mieten und Objektwerte trotz der tiefen Rezession und des verstärkten Arbeitens im Homeoffice nicht nennenswert nachgegeben hatten – und dies bis zuletzt auch nicht tun.



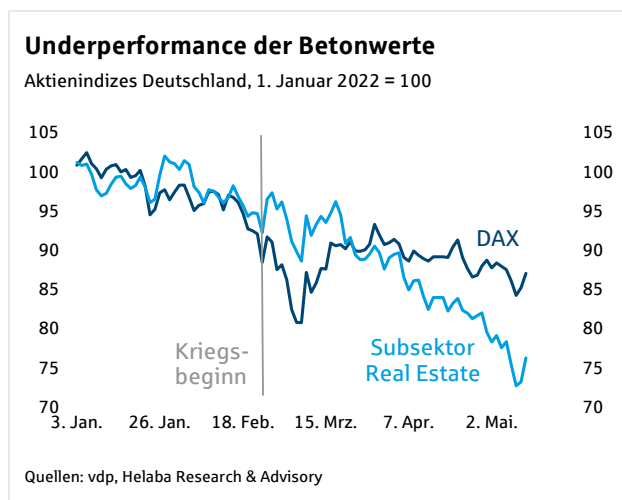
Profiteure in der Corona-Krise waren Logistik- und Wohnimmobilien, wovon die offenen Immobilienfonds nur wenig partizipieren konnten. Denn beide Nutzungsarten spielen mit einem Anteil von rund 5 % und unter 3 % an den Portfolien damals und bis heute nur eine geringe Rolle für die Fondskategorie.

Da auf die erste Runde Corona-bedingter Abwertungen, die sich auf einen einzelnen Fonds konzentrierten, keine weiteren folgten und diese inzwischen aus der Jahresrechnung herausgefallen sind, konnte sich die Performance des OIF-Index insgesamt auf mittlerweile 2,1 % verbessern. Damit ist nun wieder der untere Rand der Bandbreite der letzten Jahre erreicht.

Wie reagieren Immobilien auf die Ukraine-Krise?

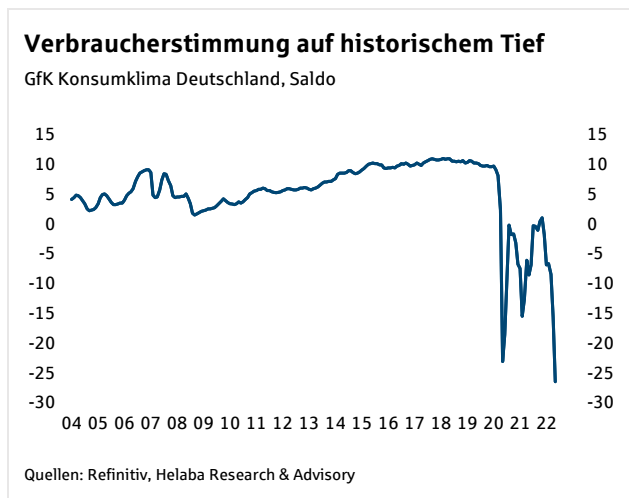
Wie aber reagieren Immobilien nun auf den Ukraine-Krieg? Der Blick auf die börsennotierten deutschen Immobilienwerte spricht zumindest für größere Belastungen: Sie haben nach dem Angriff Russlands nur kurzfristig weniger nachgegeben als der von exportstarken Unternehmen dominierte Leitindex DAX. Infolge der zunehmenden Inflations- und Zinserhöhungsängste hatten die „Betonwerte“ schon zuvor schlechter als der Gesamtmarkt abgeschnitten. Der DAX erreichte 2021 ein Plus von fast 16 %, während der Branchenindex das Jahr mit einem Rückgang von 7 % abschloss. Seit Jahresbeginn haben Immobilienaktien bisher fast 24 % verloren, der Leitindex etwa 13 % (Stand: 11. Mai).

Die Entwicklung von Immobilien ist üblicherweise eng mit der Gesamtwirtschaft verbunden. Vor allem durch die Krise in der Ukraine, aber auch durch neue Lockdown-Maßnahmen in China, haben sich die wirtschaftlichen Perspektiven seit Jahresbeginn deutlich eingetrübt. Unsere Prognose für das reale Wirtschaftswachstum 2022 in Deutschland hat sich seitdem auf rund 2 % halbiert. In diesem Szenario ist kein plötzlicher und vollständiger Lieferstopp russischer Energie unterstellt. Während die Substitution von Steinkohle und Rohöl aus Russland in Deutschland bereits weit fortgeschritten ist und für die Wirtschaft ohne größere Probleme verkraftbar erscheint, könnte eine Unterbrechung der Erdgasversorgung zu erheblichen Produktionsunterbrechungen führen und die Lieferkettenproblematik massiv verschärfen. In diesem Fall würde die deutsche Volkswirtschaft vermutlich in eine Rezession geraten.



Das niedrigere Wirtschaftswachstum könnte zwar in einzelnen Immobiliensegmenten zu einer geringeren Nachfrage führen. So würde eine schwächere Beschäftigungsentwicklung den Bedarf an **Büroimmobilien** senken. Allerdings ist die Ukraine-Krise bisher nicht am deutschen Arbeitsmarkt angekommen. Vielmehr stieg die Beschäftigung bis zuletzt und die Zahl der Erwerbstätigen hat wieder den Stand vor der Corona-Pandemie erreicht. Von den jüngsten Stellenzuwächsen profitierten auch büroaffine Branchen im Dienstleistungssektor und in der öffentlichen Verwaltung, während die stärker belastete Industrie einen eher niedrigen Bürobeschäftigtenanteil aufweist. Nur für den Fall einer Rezession wäre mit spürbarem Personalabbau und entsprechenden Auswirkungen auch auf

den Büromarkt zu rechnen. In Zeiten des zunehmenden Fachkräftemangels werden jedoch selbst dann viele Unternehmen versuchen, qualifizierte Mitarbeiter möglichst zu halten.



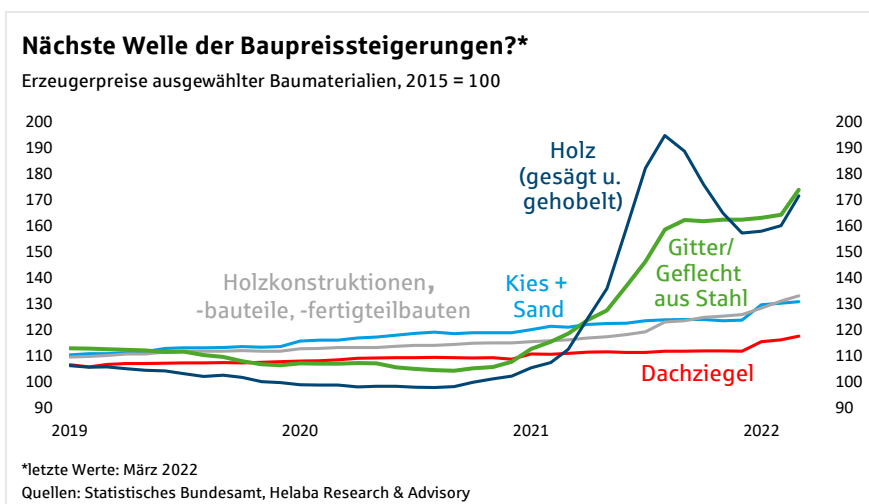
Vor allem der **Einzelhandel** leidet unter der krisenbedingt weiter gestiegenen Inflation. Sie führt bei den privaten Verbrauchern zu einem kräftigen Kaufkraftentzug und damit sinkenden (realen) Einzelhandelsumsätzen. Die Ukraine-Krise und die hohe Inflation haben die Hoffnungen auf eine Verbesserung in der Branche im Zuge der Corona-Lockerungen zunichtegemacht. Die Umfrage der GfK zur Verbraucherstimmung ist im April sogar auf ein historisches Tief gesunken. Dies dürfte den Markt für Einzelhandelsimmobilien belasten, wo die Mieten und Immobilienwerte in einigen Teilsegmenten ohnehin durch die wachsende Bedeutung des Onlinehandels und die Belastungen der Corona-Krise unter Druck stehen.

Logistikimmobilien. Auf der einen Seite dürfte die Nachfrage nach Lagerflächen durch die gestiegene Bedeutung des E-Commerce hoch bleiben. Auch könnte aus den Erfahrungen der Unternehmen in der Corona- und Ukraine-Krise ein künftig höherer Bedarf an Lagerhaltung und damit mehr Nachfrage nach Logistikimmobilien resultieren. Auf der anderen Seite sind aber auch angesichts der aktuellen Schwierigkeiten in einigen Bereichen des Verarbeitenden Gewerbes Kosteneinsparungen und Personalabbau nicht auszuschließen, was die Nachfrage nach Lagerflächen dämpfen könnten.

Auf den ersten Blick wenig betroffen durch die aktuelle Krise sind **Wohnimmobilien**. Die Nachfrage nach Wohnraum bleibt hoch und nimmt durch den Zuzug von hunderttausenden Flüchtlingen aus der Ukraine noch zu – vorausgesetzt, der Großteil dieser Zuwanderer sieht seine Zukunft dauerhaft hierzulande. Deutlicher könnten die Auswirkungen auf der Angebotsseite des Wohnungsmarktes sein: Durch den Krieg in der Ukraine haben sich die Materialengpässe auf dem Bau noch verschärft, wie Umfragen unter den Bauunternehmen bestätigen. So waren nach Angaben des ifo Instituts im April 54 % der Unternehmen im Hochbau von Lieferengpässen betroffen, im Monat zuvor klagten nur 37 % darüber.

Zusätzliche Lieferprobleme durch den Ukraine-Konflikt könnten z.B. bei Baustahl und Bitumen auftreten. Auch ist die Herstellung vieler Baumaterialien (z.B. Zement, Fliesen/Keramik) sehr energieintensiv, so dass es durch die drastisch gestiegenen Energiepreise hier zu einer starken Verteuerung

kommt. Diese Probleme auf der Angebotsseite können zu Verzögerungen auf den Baustellen und damit im laufenden Jahr zu weniger Wohnungsfertigstellungen als den bisher von uns erwarteten rund 325.000 Einheiten führen. Das Ziel der Bundesregierung, jährlich 400.000 Wohnungen bereitzustellen, erscheint damit noch unrealistischer als zuvor.



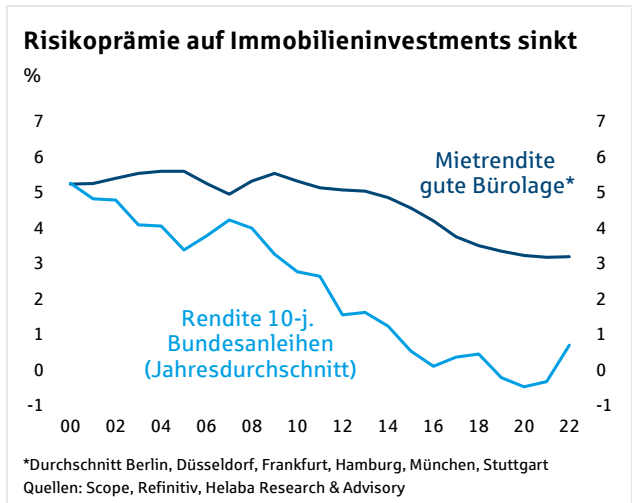
Nächste Herausforderung: Zinswende

Als größte Belastung für die Immobilienwirtschaft könnte sich die Zinswende erweisen. Viele Marktteilnehmer konnten sich nach vielen Jahren mit Null- oder sogar Negativzinsen gar nicht mehr vorstellen, dass sich an diesem Finanzierungsumfeld etwas ändert. Viele Notenbanken haben bereits auf die drastisch gestiegene Inflation reagiert, allem voran die wichtige US-Notenbank und die Bank of England, aber auch die Zentralbanken in den zentralosteuropäischen Staaten und in Schweden. Inzwischen hat selbst die zögerliche EZB angekündigt, die Anleihekäufe bald zu beenden und vermutlich im Sommer die Leitzinsen erstmals zu erhöhen. Im Zuge der rasch gestiegenen Zinserwartungen hat die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen, die noch zu Jahresbeginn im negativen Terrain lag, zwischenzeitlich die 1 %-Marke überschritten. Damit wurde das höchste Zinsniveau seit 2014 erreicht.

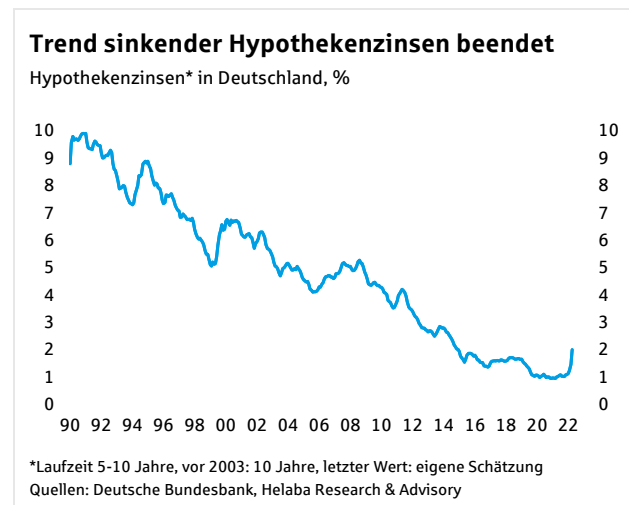
Die großzügige Bereitstellung von Liquidität durch die Notenbanken hat in den vergangenen Jahren – neben fundamentalen Gründen – maßgeblich dazu beigetragen, die Immobilienpreise in die Höhe zu treiben. Folgerichtig sollte die sich nun vollziehende Zinswende ebenfalls eine Wirkung entfalten. Dabei ist das Zinsniveau für Immobilien vor allem in zweifacher Hinsicht bedeutend: Für die Finanzierung und damit als wichtiger Kostenfaktor sowie als Determinante für die relative Attraktivität der Assetklasse insbesondere gegenüber festverzinslichen Kapitalanlagen.

Der Abstand zwischen den Mietrenditen am Immobilienmarkt mit den jeweiligen Renditen 10-jähriger Staatsanleihen kann als Indikator für die relative Attraktivität bzw. als Risikoprämie der Immobilieninvestments angesehen werden.

Für das Beispiel der deutschen Top-Bürostandorte schrumpft in dieser Betrachtung die Differenz 2022 gegenüber dem Vorjahr um etwa 100 auf nunmehr 250 Basispunkte – in den Jahren 2015/2016 betrug der Abstand noch rund 400 Basispunkte.



Ähnlich fällt der Vergleich für andere führende europäische Büromärkte wie London oder Paris mit noch gut 200 Basispunkten aus. Dies dürfte weiterhin hinreichend sein für die Kompensation immobilienpezifischer Risiken. Die Assetklasse Immobilien sollte demnach für Anleger interessant bleiben, so dass größere Änderungen in der Allokation wenig wahrscheinlich sind. Die Verzinsung polnischer Staatsanleihen von zuletzt bis zu 7 % zeigt allerdings, dass diese Aussage nicht überall zutrifft. Dort ist nun keine Risikoprämie mehr vorhanden, so dass sich einige Investoren vorsichtiger positionieren könnten.



Gemeinsam mit den Zinsen am Kapitalmarkt sind die langfristigen Finanzierungszinsen in den letzten Wochen kräftig gestiegen. In langfristiger Betrachtung liegen sie zwar immer noch auf vergleichsweise niedrigem Niveau. Auch begrenzen die recht konservativen Finanzierungsmodalitäten in Deutschland (meist lange Zinsbindung, hoher Eigenkapitalanteil und Tilgungsraten) die negativen Folgen der Zinswende. Dennoch sollte die Wirkung des zuletzt heftigen Zinsanstiegs, der bereits zu einer Verdoppelung der Hypothekenzinsen bei zehnjähriger Laufzeit von rund 1 % auf über 2 % geführt hat, nicht unterschätzt werden. Dies könnte kurzfristig zu Vorzieheffekten führen, wenn sich potenzielle Wohneigentumserwerber noch günstigere Konditionen sichern möchten.

Die sinkenden Hypothekenzinsen konnten lange Zeit die steigenden Hauspreise weitgehend kompensieren, so dass Wohneigentum für viele Kaufinteressenten erschwinglich blieb. Dieser Effekt ist nun nicht nur ausgelaufen, sondern hat sich umgekehrt. Gleichzeitig sind die Wohnimmobilienpreise in Deutschland bis zuletzt weiter kräftig gestiegen. Nach Angaben des Pfandbriefverbands vdp lagen sie für selbstgenutztes Wohneigentum im ersten Quartal 2022 um 12,5 % höher als ein Jahr zuvor.

Die deutlich höheren Finanzierungskosten dürften die Nachfrage nach Wohnimmobilien insgesamt dämpfen und stärker in das preisgünstigere weitere Umland der großen Städte lenken – eine Entwicklung, die durch den Trend zum verstärkten Arbeiten im Homeoffice unterstützt wird. Damit sollte sich im weiteren Jahresverlauf der Preisanstieg am deutschen Wohnungsmarkt spürbar verlangsamen.

Auch am gewerblichen Immobilienmarkt wird sich der Anstieg der Finanzierungskosten auswirken. Manche Projektentwicklung und Immobilieninvestition, die mit den vor kurzem noch so günstigen Konditionen kalkuliert wurde, könnte sich nun nicht mehr rechnen und daher unterbleiben. Betroffen sind vermutlich vor allem Marktakteure, die mit hohem Leverage agieren. Insgesamt sprechen die steigenden Zinsen daher für eine langsamere Gangart auch am Immobilieninvestmentmarkt. In unserem Basisszenario, in dem sich der Zinsanstieg nicht in diesem Tempo fortsetzt und die deutsche Volkswirtschaft nicht in eine Rezession gerät, ist aber eine Abschwächung am hiesigen Immobilienmarkt viel wahrscheinlicher als eine Korrektur.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mütze

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/

Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Tel. 0 69/91 32-20 24

Internet: <http://www.helaba.de>

Disclaimer

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.