Sektorübergreifend - Dezember 2022

SPOTLIGHT

Savills Research

Ausblick Immobilien-markt Deutschland

savills

Während 2022 vom Zinsschock geprägt war, dürften 2023 die Vermietungsmärkte in den Vordergrund rücken. Die Konjunkturdelle wird die Flächennachfrage an den Gewerbeimmobilienmärkten dämpfen und die Leerstände werden zumeist steigen. Folglich nimmt der Abwärtsdruck auf die Mieten zu. Wegen gestiegener Ansprüche und hoher Inflation bleiben die Flächen für die Nutzer trotzdem knapp und teuer. Für Wohnungen gilt das erst recht.

Text: Matthias Pink und Matti Schenk (Abschnitt Wohnungsmärkte)

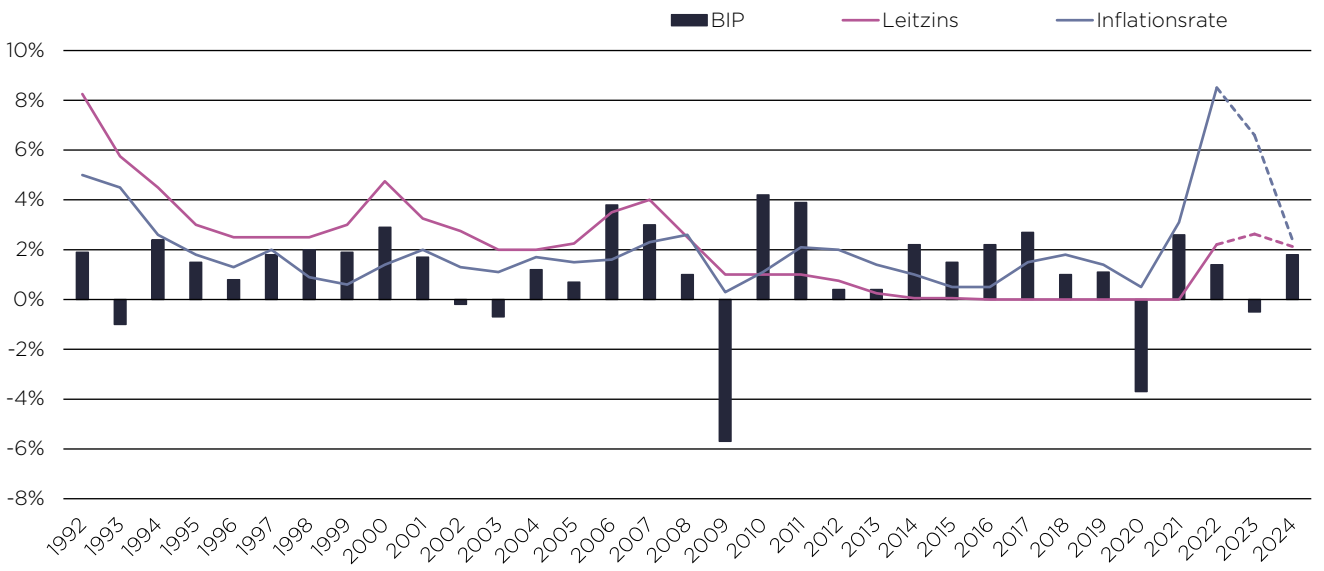
Einführung

"Wir müssen darauf gefasst sein, in einer Zukunft zu leben, in der alles anders ist als bisher". Mehr Unsicherheit geht nicht. Gesagt hat diesen Satz der Ägyptologe Jan Assmann, jemand, der sich Zeit seines Lebens mit der Menschheitsgeschichte beschäftigt hat. Sein "bisher" umspannt Jahrtausende, nicht bloß ein, zwei Immobilienzyklen, und das verleiht seiner Aussage umso mehr Gewicht. Die Zukunft scheint also außergewöhnlich offen zu sein, vielleicht offen wie nie. Für langfristige Entscheidungen, und dazu gehören Immobilienentscheidungen, ist das ein denkbar schlechtes Umfeld. Wie offen die Zukunft auch immer sein mag, für solche Entscheidungen bedarf es eines Ausblicks, der über ein "alles könnte anders sein" hinausgeht. Doch welchen Wert hat ein solcher Ausblick, wenn schon die Gegenwart – erschüttert durch Pandemie, Krieg und andere Katastrophen – kaum begreiflich ist? Nun, **gerade weil die Zukunft ungewöhnlich offen ist, bedarf es eines scharfen Blickes auf die jüngsten Entwicklungen, um diese Offenheit begrenzen zu können**. Dass alles anders sein könnte als bisher, heißt nicht, dass alles möglich ist. Ganz in diesem Sinne wollen wir hier unsere Beobachtungen zum deutschen Immobilienmarkt teilen und davon ausgehend einen Orientierungsrahmen dafür abstecken, was die Marktakteure aus unserer Sicht in den kommenden Jahren erwarten könnte.

Makroumfeld

Die allgegenwärtige Unsicherheit unter den Immobilienmarktakteuren kommt nicht von Ungefähr. **Die Märkte sind mit einem Makroumfeld konfrontiert, das in dieser Konstellation einmalig ist**. Das beginnt schon bei der Inflation, die seit den 1970er Jahren nicht mehr so hoch war wie derzeit. Vor allem aber fällt eine schwächer werdende konjunkturelle Dynamik mit steigenden Zinsen zusammen (siehe Abbildung 1). **Zwei Impulse, die negativ auf Immobilienwerte einwirken und die einander normalerweise ausgleichen, wirken damit nun parallel.** In gewisser Weise ist das die Umkehr des Post-Finanzkrisenumfelds,

Abb. 1: Makroökonomisches Umfeld



Quelle Bundesbank, Focus Economics, Statistisches Bundesamt

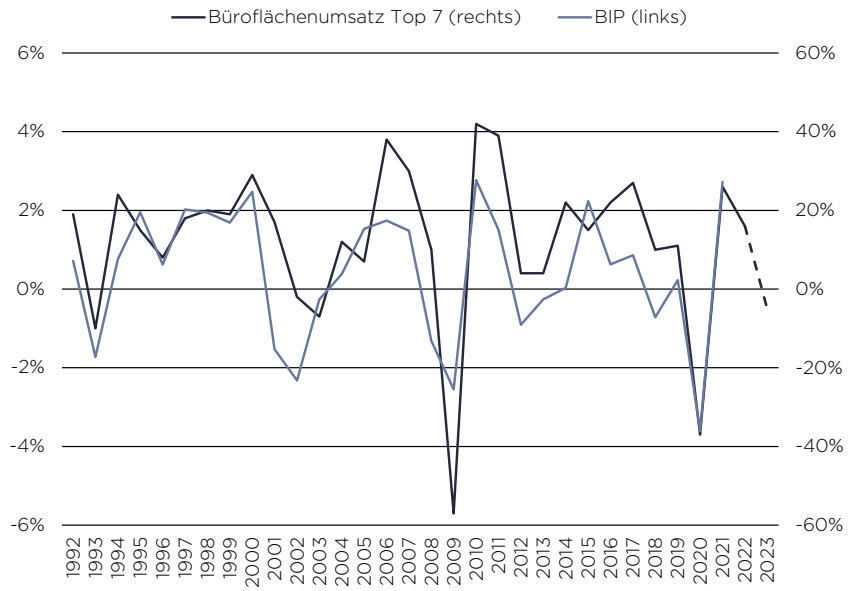
> **Deglobalisierung und Dekarbonisierung könnten im Zusammenspiel dafür sorgen, dass die Inflation für längere Zeit über dem Zielniveau bleibt.**

das sich durch geringe Inflation, fallende Zinsen und zumeist hohe wirtschaftliche Dynamik auszeichnete. **Die gute Nachricht: Eine solche Gemengelage ist ihrer Natur nach nur von begrenzter Dauer.** In unserem Basisszenario, das die Grundlage für alle unsere folgenden Ausführungen zu den Immobilienmärkten bildet, gehen wir davon aus, dass Deutschland im Winter eine milde Rezession durchmacht und anschließend wieder moderat wächst. Das Beschäftigungsniveau bleibt hoch und die Arbeitslosigkeit nimmt nur geringfügig zu. Allerdings überwiegen in diesem Szenario unserer Einschätzung nach die Abwärtsrisiken, nicht zuletzt mit Blick auf den Winter 2023/24, in dem ein erneuter Gasmangel drohen könnte. Auch die Inflationsprognose unterliegt dieser Unsicherheit, weil sie überwiegend von den Energiepreisen getrieben ist. Wir unterstellen hier, dass die Inflationsdynamik schon im nächsten Jahr deutlich nachlässt und das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank von 2 % im Jahr 2024 zumindest wieder in Sichtweite gerät. Damit geht einher, dass der Zinsgipfel fast erreicht ist und die Leitzinsen mittelfristig bei etwa 2 % liegen werden. Auch hier ist in unseren Augen ein ungünstigerer Verlauf sehr viel wahrscheinlicher als ein günstigerer Entwicklungspfad. So ist zum Beispiel denkbar, dass die zu beobachtenden Deglobalisierungstendenzen ebenso wie die begonnene Dekarbonisierung der Wirtschaft dafür sorgen, dass die Inflation für längere Zeit über dem Zielniveau bleibt. **So oder so ist Deutschland dieses Mal kein Krisengewinner.** Im Gegenteil: Wegen ihrer Export- und Energieabhängigkeit leidet die deutsche Volkswirtschaft besonders unter dem aktuellen Makroumfeld und es könnte sogar sein, dass das bisherige Geschäftsmodell der Industrie- und Exportnation grundsätzlich bedroht ist und einer Transformation bedarf.

Büromärkte

Ausnahmslos alle Rezessionen der letzten dreißig Jahre gingen mit einem Rückgang des Flächenumsatzes an den großen Büromärkten einher (siehe Abbildung 2). Davon gehen wir auch für 2023 aus. **Schon jetzt beobachten wir unverkennbare Indizien einer sinkenden Flächennachfrage**, zum Beispiel in Form eines steigenden Angebots an Untermietflächen sowie einer geringeren Zahl an Mietanfragen. **In der Konsequenz wird sich der Leerstandsanstieg der letzten Jahre fortsetzen** und womöglich noch beschleunigen.

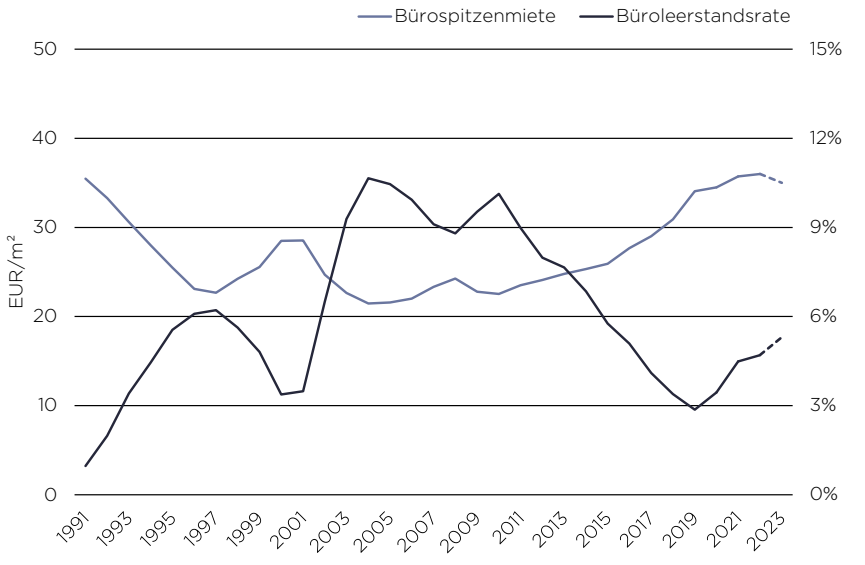
Abb. 2: Konjunktur und Büroflächenumsatz



Quelle Bulwiengesa, Focus Economics, Statistisches Bundesamt

Bis zum Beginn der Pandemie waren steigende Leerstände gleichbedeutend mit sinkenden Mieten. Seitdem gilt dieser Zusammenhang nicht mehr und die Mieten stiegen trotz zunehmenden Leerstands weiter (siehe Abbildung 3). Wir glauben, dass dies vor allem den sich plötzlich verschiebenden Nachfragepräferenzen hin zu höherwertigen Büroflächen geschuldet ist. Diese qualitativ veränderte Nachfrage traf und trifft auf ein kurzfristig starres Angebot. Dadurch entspricht ein Teil des Flächenbestands, der bisher noch marktgängig war, nicht mehr den Nutzerbedürfnissen und ist leer gefallen. Alle anderen Flächen sind knapper und damit teurer geworden, weil die gesamte Nachfrage nun auf sie trifft.

Abb. 3: Bürospitzenmiete und -leerstand in den Top 7



Quelle Bulwiengesa, Savills (Prognose)

43 %
Fast die Hälfte der von uns befragten europäischen Logistiknutzer rechnet damit, in den kommenden drei Jahren mehr Logistikfläche zu benötigen.

Dieser Prozess ist noch nicht abgeschlossen, er dürfte sich jedoch abschwächen und zunehmend überlagert werden. Aus unserer Sicht kommen hier drei Aspekte zum Tragen. *Erstens* wird das Flächenfertigstellungsvolumen zumindest in den kommenden beiden Jahren vergleichsweise hoch ausfallen und für ein größeres Angebot an modernen Büroflächen sorgen. *Zweitens* wird der konjunkturelle Abschwung die Kostenseite zumindest vorrübergehend wieder stärker in den Blick der Unternehmen rücken – das wird auch deren Zahlungsbereitschaft für Büroflächen beeinflussen. *Drittens*, und das ist mutmaßlich der stärkste Effekt, steht den gestiegenen Ansprüchen an die Büroflächenqualität ein geringerer quantitativer Bedarf gegenüber. Zumindest die meisten Großnutzer wollen nach unserem Eindruck vor dem Hintergrund der sich etablierenden Hybridarbeitswelt ihren Pro-Kopf-Büroflächenfußabdruck nennenswert verringern. Dass dies von einer steigenden Bürobeschäftigtenzahl kompensiert wird, halten wir für unwahrscheinlich. Kurzfristig steht dem die konjunkturelle Entwicklung im Wege und langfristig die Demographie.

Angesichts dieser Gemengelage dürfte der Abwärtsdruck auf die Mieten zunehmen. Abseits des Spitzensegments gehen wir im kommenden Jahr von sinkenden Mieten aus. **Möglicherweise kann sich das Top-Segment dieser Entwicklung vor dem Hintergrund der ESG-Thematik entziehen.** Da einige Nutzer nur noch Flächen anmieten, die ESG-konform sind, stehen diese nicht im Wettbewerb mit anderen Flächen. Die Mieten moderner Flächen könnten sich folglich vom Rest des Marktes abkoppeln. Für eine solche Entwicklung erscheint uns die Zahl der Nutzer, die ausschließlich auf ESG-konforme Flächen setzen, zu gering. **In unserem Hauptszenario gehen wir daher auch in der Spitze für das kommende Jahr von leicht sinkenden Mieten aus.**

Auch im Jahr 2024 überwiegt bei den Mieten angesichts weiter steigender Leerstände aus unserer Sicht das Abwärtsrisiko die Wachstumschancen. Ändern könnte sich das ab 2025, weil das heutige Umfeld aus hohen Finanzierungs- und Baukosten dazu führt, dass deutlich weniger Projektentwicklungen begonnen werden. Zumindest an Neubauflächen könnte es dann fehlen und im Spitzensegment für steigende Mieten sorgen.

Logistikmärkte

Unter dem derzeitigen und absehbaren makroökonomischen Umfeld leiden die privaten Haushalte und die Industrie besonders. Erstere sehen sich wegen der hohen Inflation mit einem massiven realen Kaufkraftverlust konfrontiert und werden ihren Konsum reduzieren müssen. Letztere werden von steigenden Energiekosten und geringerer weltweiter Nachfrage in die Zange genommen. Wenn sowohl weniger Güter gekauft als auch hergestellt werden, belastet das die Logistikflächennachfrage gleich doppelt. **Nachdem der Flächenumsatz bis zuletzt auf Rekordhöhe angestiegen war, dürfte er im Jahr 2023 sinken. Eine steigende Zahl von Insolvenzen vor allem bei Klein- und Mittelständlern könnte zudem für höhere Leerstände im kleinflächigen Segment sorgen.**

Hinzu kommt, dass der Online-Handel, der vor allem in den letzten beiden Jahren ein massiver Nachfragetreiber war, einen Rücksetzer erfährt. Das war nach dem pandemiebedingten Boom ohnehin zu erwarten. Verstärkt wird er nun noch durch die hohe Inflation. Auch im Hinblick auf die Lagerbestände könnte ein solcher Effekt zu beobachten sein. Als Reaktion auf die pandemie- und kriegsbedingt gestörten Lieferketten hat die Mehrheit der Industrieunternehmen ihren Lagerbestand deutlich erhöht und dafür auch zusätzliche Fläche angemietet. Aus ‘Just in time’ wurde ‘Just in case’. Auch viele Einzelhändler haben so agiert – teils ebenfalls als Maßnahme gegen Lieferprobleme, teils in Erwartung eines Post-Pandemie-Konsum-Booms. Wegen der Nachfrageschwäche reichen die Lagerbestände nun wohl vielfach deutlich länger als gedacht und weitere Lagerfläche wird zunächst nicht benötigt.

Viel spricht aus unserer Sicht also dafür, dass die Logistikflächennachfrage im kommenden Jahr und vielleicht auch etwas darüber hinaus geringer ausfällt als in den letzten Jahren. **Allerdings gehen wir davon aus, dass sie das Angebot an modernen Flächen weiterhin übersteigt und der Leerstand im restriktiven Bereich bleibt. Zumindest die Spitzenmieten dürften, wenngleich zunächst langsamer, unverändert steigen**. Nach überstandener Konjunkturdelle gilt das erst recht. Fast die Hälfte der von uns befragten europäischen Logistiknutzer rechnet damit, in den kommenden drei Jahren mehr Logistikfläche zu benötigen und Deutschland ist ihr Expansionsziel Nummer 2. Nur jeder zehnte Nutzer plant mit einer Flächenreduktion. Auch der Online-Handel wird früher oder später wieder in den Wachstumsmodus wechseln, wenngleich er an das Tempo früherer Jahre wohl nicht wird anknüpfen können. Dennoch erhöht ein steigender Online-Anteil an den Einzelhandelsumsätzen den Lagerflächenbedarf. Wir rechnen damit, dass diese strukturellen Nachfragetreiber mittelfristig wieder die Oberhand über nachfragedämpfende Effekte gewinnen. Da der angebotsseitige ‘Flaschenhals’ die Verfügbarkeit geeigneter Grundstücke ist und sich dieser Hals noch verengen dürfte, bleibt die Flächenknappheit bestehen. **Sollte der Leerstand kurzfristig tatsächlich steigen, eröffnen sich für Eigentümer und Investoren Chancen, diese Flächen zu modernisieren und anschließend bei wieder anziehender Nachfrage an den Markt zu bringen.**

> **Während die Innenstädte nicht mehr in Gänze vom Einzelhandel bespielt werden können, geraten Quartierslagen zunehmend in den Blick.**

Einzelhandelsmärkte

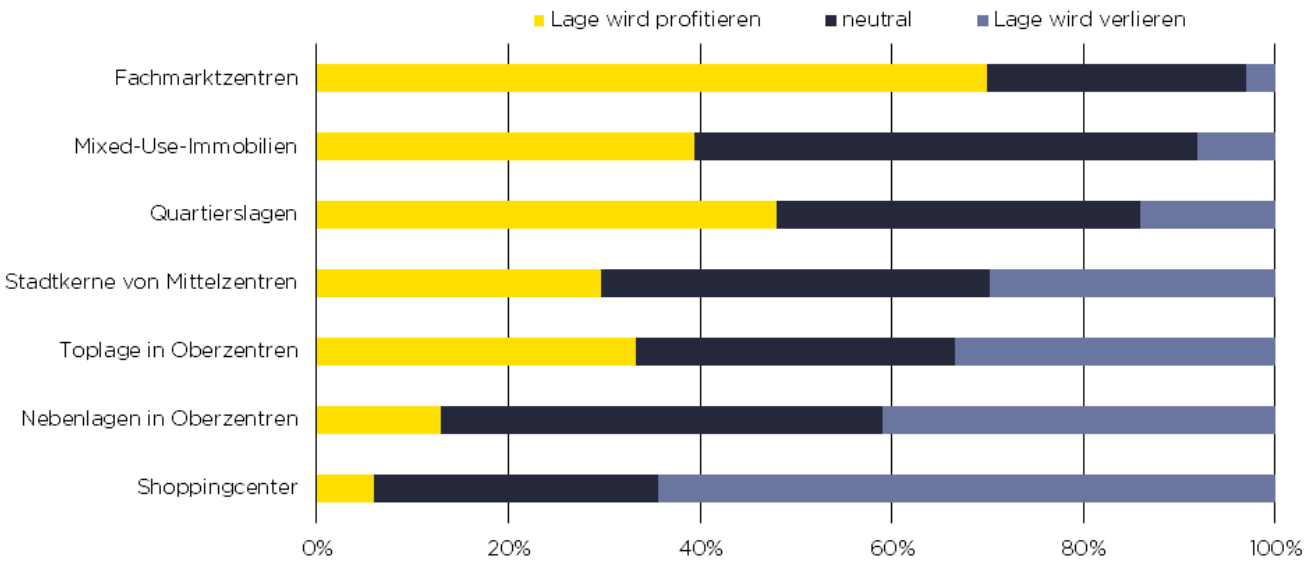
Auch mehr als zweieinhalb Jahre nach Beginn der COVID-19-Pandemie liegen die Umsätze im stationären Einzelhandel noch unter dem zuvor erreichten Niveau. Angesichts des massiven realen Kaufkraftverlusts der privaten Haushalte dürfte sich daran auch im Jahr 2023 nichts ändern. Den geringeren Umsätzen stehen höhere Kosten gegenüber, so dass sich der ohnehin schon hohe Druck auf die Einzelhändler noch erhöht hat. Die Zahl der Insolvenzen stieg zuletzt bereits an und diese Entwicklung dürfte sich im kommenden Jahr fortsetzen. Steigende Leerstands- und Mietausfallrisiken sind die Folge. **Vor diesem Hintergrund rechnen wir abseits des Nahversorgungssegments mit weiter sinkenden Mieten.** Lediglich die Top-Einkaufslagen in den Metropolen könnten sich dieser Entwicklung entziehen. Solche Lagen sind allerdings stark zusammengeschrumpft und das Mietgefälle zu angrenzenden Lagen wird steiler.

Auch über das kommende Jahr hinaus bleibt der nicht nahversorgungsorientierte Einzelhandel von Konsolidierung geprägt. Dazu trägt bei, dass ein Teil der gestiegenen Kosten, insbesondere für Personal, struktureller Natur ist. Folglich dürfte der Flächenbedarf im Trend weiter schrumpfen. **Ausnahmen bestätigen die Regel und davon gibt es durchaus zahlreiche.** Zu ihnen zählen das ohnehin krisenfeste Luxussegment, aber auch viele Sneaker- und Young-Fashion-Marken sowie die nach wie vor expandierenden E-Auto-Hersteller. In den gefragten Lagen finden sich für leer fallende Flächen also auch weiterhin neue Nutzer. Teilweise kann die Miete bei einer Neuvermietung sogar deutlich höher ausfallen als zuvor. Voraussetzung ist allerdings häufig eine Modernisierung der Fläche, denn die Ansprüche der Händler an die Flächen steigen.

Der Lebensmitteleinzelhandel und andere Nahversorger bleiben Stabilitätsanker, zumal sie von der hohen Zuwanderung überproportional profitieren. Hier eröffnen sich sogar Expansionschancen, weil durch das vermehrte Arbeiten von zu Hause Kaufkraft aus den Bürolagen in die Wohnviertel gewandert ist. **Ohnehin sprechen das mobile Arbeiten, verändertes Mobilitätsverhalten und auch der demographische Wandel für eine dezentralere Struktur im Einzelhandel.**

Während die Innenstädte nicht mehr in Gänze vom Einzelhandel bespielt werden können, geraten Quartierslagen zunehmend in den Blick (siehe Abbildung 4). **Umwidmungen werden damit zum Gebot der Stunde.** In Lagen mit einem Überhang an Einzelhandelsflächen – hierzu zählen auch immer mehr Shopping-Center – bedarf es alternativer Nutzungen und an anderen Stellen müssen für den Einzelhandel geeignete Flächen geschaffen werden. Beides erfordert in den meisten Fällen bauliche Eingriffe, auf jeden Fall aber Investitionen. Stabile Cashflows mögen am Einzelhandelsimmobilienmarkt seltener werden, für Projektentwickler und andere wertsteigerungsorientierte Investoren ist die Spielwiese groß.

Abb. 4: Einschätzungen von Einzelhändlern für unterschiedliche Lage-/ Objekttypen



Quelle EHI, Hahn

84 Millionen
Erstmals leben mehr als 84 Millionen Menschen in Deutschland und in den kommenden Jahren dürften es noch mehr werden.

Wohnungsmärkte

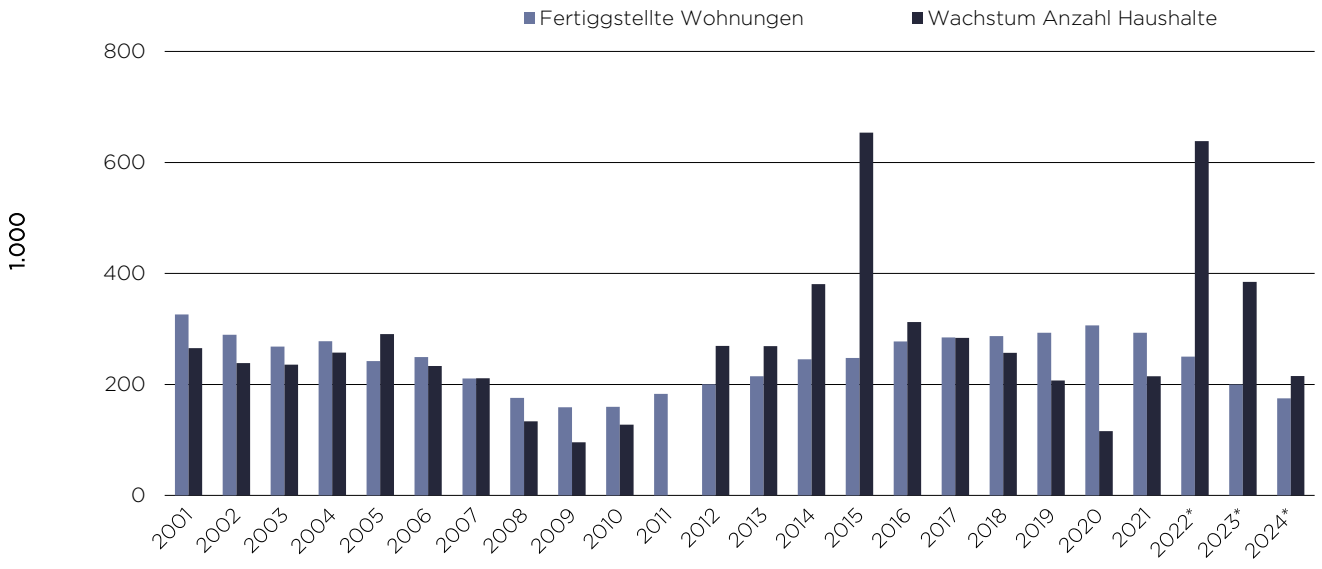
An den Wohnungsmärkten hat das neue Makroumfeld den Ausblick wohl am gravierendsten verändert. Die Nachfrage nach Mietwohnungen hat sich mitnichten abgeschwächt, wie noch zu Beginn des Jahres absehbar schien. Aufgrund des Zuzugs ukrainischer Geflüchteter ist Deutschlands Bevölkerungszahl erstmals auf über 84 Mio. Menschen gestiegen. Zudem gehen aktuelle Bevölkerungsprognosen, etwa von der Deutschen Bank, auch zukünftig von einer hohen Zuwanderungsquote und somit von einer weiterhin steigenden Wohnraumnachfrage aus. Wegen der stark gestiegenen Finanzierungskosten können sich zudem viele Haushalte den Erwerb eines Eigenheims nicht mehr leisten und bleiben Mieter.

Während die Nachfrage nach Mietwohnungen unerwartet hoch ist, muss umgekehrt von sinkenden statt steigenden Baufertigstellungszahlen ausgegangen werden. Die höheren Zinsen und Baukosten haben Projekte massiv verteuert. Die erwartbaren Verkaufspreise sind hingegen gesunken. Das hat zu einem Stopp vieler Bauprojekte geführt. Statt, wie von der Bundesregierung angestrebt, 400.000 fertiggestellten Wohnungen pro Jahr geht beispielsweise der GdW von nur noch 200.000 neuen Wohnungen im Jahr 2023 aus. Im Jahr 2024 dürften es noch weniger sein. **Die Angebots-Nachfrage-Relation gerät somit so stark aus dem Gleichgewicht wie selten zuvor** (siehe Abbildung 5). In den nächsten Jahren gehen wir daher davon aus, dass die ohnehin schon sehr niedrigen Leerstandsquoten an den meisten Mietwohnungsmärkten weiter fallen und die Mieten steigen. **Aus Sicht von Vermietern bleiben die fundamentalen Rahmenbedingungen nicht nur vorteilhaft, der Ausblick hat sich gegenüber letztem Jahr sogar verbessert.**

Allerdings wird die gesellschaftliche Brisanz dieser Entwicklungen wahrscheinlich die Politik auf den Plan rufen. Jüngst beschlossen wurde bereits eine Anhebung der linearen Afa von 2 % auf 3 %. Für Mietwohnungsneubauten, die den EH-40-Standard und die Anforderungen des Qualitätssiegels Nachhaltiges Gebäude (QNG) erfüllen, lassen sich zukünftig über vier Jahre sogar jeweils 5 % der Baukosten abschreiben. Diese und möglicherweise noch anstehende Beschlüsse werden zwar kurzfristig keinen Effekt auf die Zahl der Fertigstellungen haben, mittelfristig könnten sie die Bautätigkeit im Mietwohnungsbau aber deutlich ankurbeln. **Wir halten es für denkbar, dass in der nächsten Legislaturperiode tatsächlich 400.000 Wohnungen pro Jahr fertiggestellt werden.** Doch selbst dann würde es noch Jahre dauern, um den aufgelaufenen Nachfrageüberhang abzubauen. Kurzfristig könnte die Politik daher die Mietregulierung weiter verschärfen, um zumindest die Symptome des Wohnungsmangels zu lindern. So gab es beispielsweise Ende November seitens Hamburgs einen Gesetzesantrag zur Einführung einer Kappungsgrenze bei Indexmieten. Weil derzeit mehr Vermieter auf solche Indexmieten setzen, ist deren stärkere Regulierung unserer Einschätzung nach ein Szenario, auf das sich Vermieter einstellen sollten.

Da eine stärkere Regulierung als Markteintrittsbarriere wirkt, festigen solche und ähnliche regulatorische Eingriffe den defensiven Anlagecharakter von Wohnimmobilien. Sie kappen das Mietwachstumspotenzial, wirken aber gerade dadurch angebotsverknappend und sorgen so für sehr sichere und stabile Erträge. **Für risikoaverse Investoren bleibt der Markt damit prinzipiell attraktiv.** Vor dem Hintergrund der anvisierten Klimaziele für den deutschen Gebäudebestand, die bislang deutlich verfehlt werden, könnte aber auch hier der regulatorische Druck wachsen. Von Sanierungsanreizen bis hin zu Nutzungsverboten, wie es sie in anderen europäischen Ländern bereits gibt, ist hier eine Reihe an Maßnahmen denkbar. Diese betreffen nicht mehr nur die Ertrags-, sondern auch die Kostenseite und stellen damit eine völlig andere Art von Risiko dar.

Abb. 5: Haushaltswachstum und Wohnungsfertigstellungen



Quelle Deutsche Bank, GdW, Statistisches Bundesamt, Savills / * Prognose

> **Ein stabiles Zinsniveau vorausgesetzt, dürfte sich im Laufe des Jahres 2023 ein belastbares Preisniveau herausbilden.**

Eliminieren lässt sich dieses Risiko nur mit dem Kauf von Neubauten oder energetisch sanierten Bestandsgebäuden, so dass risikoaverse Investoren noch stärker auf diesen Teil des Marktes setzen dürften. **Sollten tatsächlich regulatorische Eingriffe erfolgen, die die Eigentümer älterer Bestände zur Sanierung zwingen, wären mit dem damit einhergehenden bürokratischen und finanziellen Aufwand mutmaßlich vor allem kleinere Eigentümer überfordert. Viele von ihnen könnten sich dann zugunsten größerer Bestandshalter aus dem Markt zurückziehen und einen Konsolidierungsprozess in Gang setzen.**

Investmentmärkte

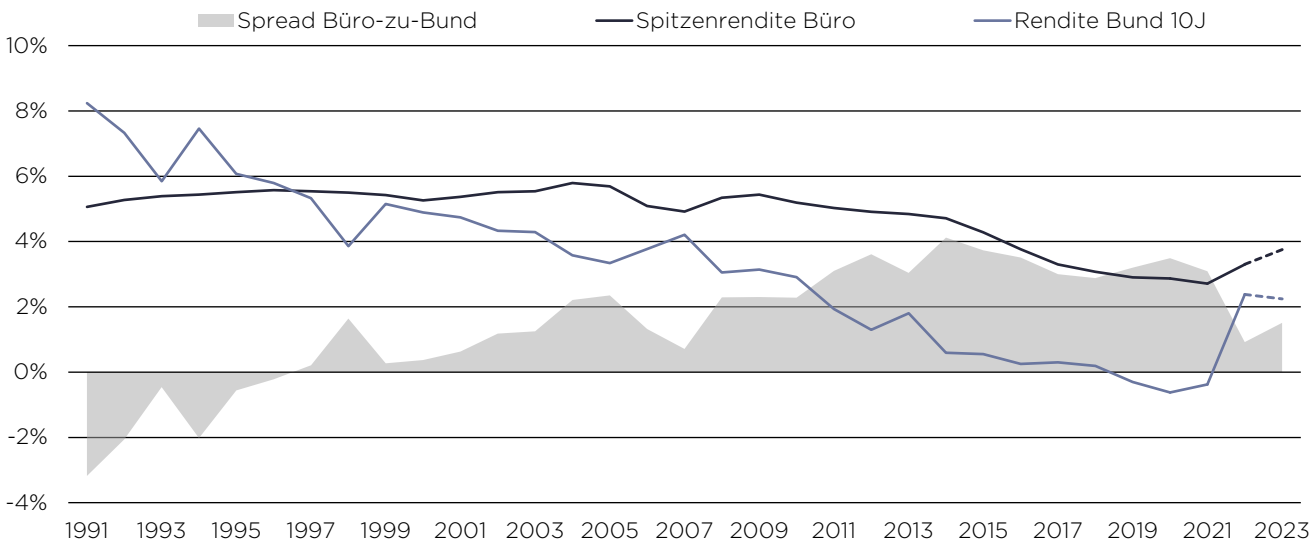
Im Rückblick auf das Jahr 2022 war der Immobilieninvestmentmarkt vor allem vom Zinsschock geprägt. Die steile Zinswende hat ab dem Frühjahr eine Preiskorrektur an den Immobilienmärkten ausgelöst, wobei die Unklarheit über das Ausmaß und die Dauer der Korrektur dazu geführt hat, dass sich viele Investoren vorrübergehend vom Markt zurückgezogen haben. **Die Zinswende scheint nun weitgehend abgeschlossen zu sein und auf dieser Basis dürfte sich nach unserer Einschätzung im Laufe des Jahres 2023, womöglich schon bis zum Frühjahr, wieder ein belastbares Preisniveau an den Immobilienmärkten herausbilden.**

Auf welchem Niveau Käufer und Verkäufer zusammenfinden, bleibt offen. **Wir sind davon überzeugt, dass sich der 200 bis 250 Basispunkte umfassende Zinsanstieg nicht eins-zu-eins in die Immobilienanfangsrenditen übersetzen wird.** Schaut man sich die Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und der Spitzenrendite für Büroimmobilien über einen sehr langen Zeitraum an (Büroimmobilien stehen hierbei stellvertretend für Immobilien als Anlageklasse), so stechen die letzten Jahre deutlich heraus (siehe Abbildung 6). Im Durchschnitt lag die Bürorendite zwischen 2008 und 2021 mehr als 300 Basispunkte über der Anleiherendite. Bis Ende 2022 schmolz sie dann auf etwa 100 Basispunkte zusammen. Mit Blick auf die letzten zehn Jahre mag dieser Puffer gering erscheinen, nicht jedoch im Vergleich zu den Dekaden vor der Finanzkrise. Zwischen 1991 und 2007 betrug er durchschnittlich nur etwa 20 Basispunkte. Vor diesem Hintergrund **deuten wir die hohe Differenz zwischen Immobilienrenditen und risikolosem Zins, die sich nach der Finanzkrise ausgebildet hat, als historische Anomalie.** Sie ist nach unserer Einschätzung hauptsächlich durch die ultralockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und insbesondere ihr aktives Eingreifen an den Anleihemärkten zu erklären. Spätestens ab dem Jahr 2015, als die EZB mit umfangreichen Staatsanleihekäufen begann, wurde die Bundesanleiherendite künstlich niedrig gehalten. Die Differenz zu den Immobilienanfangsrenditen war dadurch verzerrt. Mit der nun begonnenen Normalisierung der Geldpolitik dürfte sich dieser Zustand auflösen und der Anstieg der Immobilienrenditen flacher ausfallen als jener des risikolosen Zinses.

Wie ein Blick in die frühen 1990er Jahre zeigt, können die Immobilienspitzenrenditen sogar unterhalb der Anleiherendite liegen. Eine solche Konstellation setzt hohe Mietwachstumserwartungen voraus. Angesichts des momentanen Makroumfeldes glauben wir, dass die Investorenerwartungen an das Mietwachstum dafür in keinem Sektor ausreichend hoch sind. Am ehesten ist das für den Logistik- und den weniger stark regulierten Teil des Wohnungsmarktes denkbar. Doch auch hier dürfte zumindest vorübergehend die Unsicherheit über die weitere Entwicklung zu groß sein.

Eine weitere relevante "Renditeunterkante" sind die Finanzierungskosten. Zum Ende des dritten Quartals 2022 lagen die Spitzenrenditen in allen großen Marktsegmenten unter den Kosten für Fremdkapital (Abbildung 7). Diese Situation könnte nur dann bestehen bleiben, wenn die Zahl der Eigenkapitalkäufer ausreichend groß

Abb. 6: Risikoloser Zins und Immobilienanfangsrendite



Quelle Bulwiegesa, Bundesbank, Focus Economics, Savills

> **Neben Refinanzierungsthemen gibt es weitere Gründe, die für eine steigende Zahl von Verkäufen sprechen.**

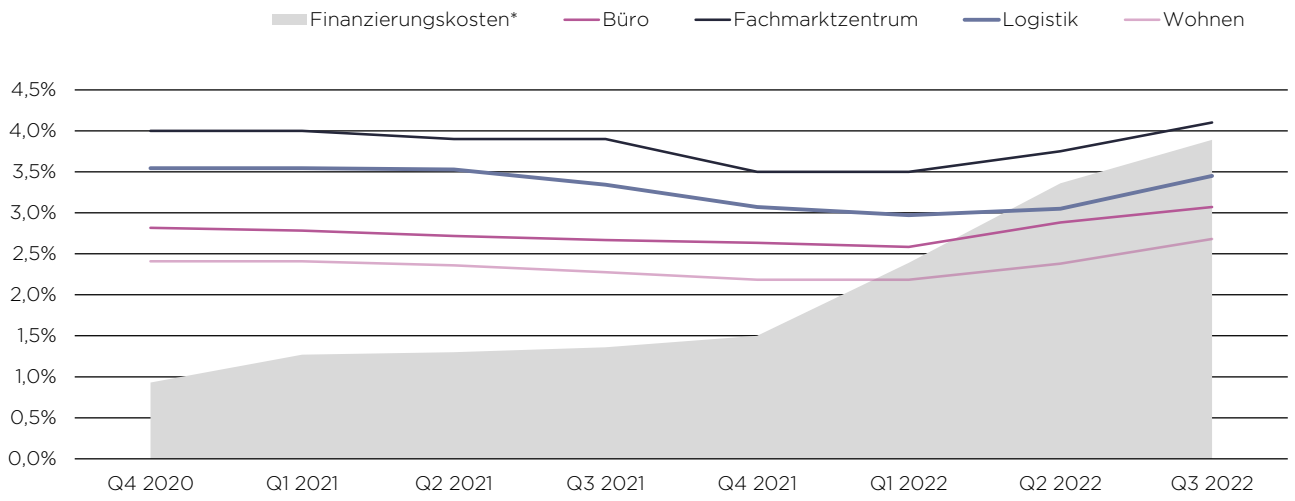
ist. Tatsächlich sind solche Investoren derzeit recht aktiv und nutzen die gesunkenen Preise für Ankäufe. **Wir halten es jedoch für unwahrscheinlich, dass das vorhandene Eigenkapitalvolumen genügt, um die Preise unterhalb der Finanzierungskosten zu verankern.**

Dass der Anstieg der Anfangsrenditen dennoch vergleichsweise flach ausfallen dürfte, liegt auch an der zumeist komfortablen Finanzierungssituation auf Seiten der Eigentümer. **Abgesehen vom Projektentwicklungssegment erwarten wir nur wenige erzwungene Verkäufe. Eine Welle notleidender Kredite wie nach der Finanzkrise schließen wir aus.** Gleichwohl dürfte der steile Zinsanstieg einzelne Eigentümer unter Stress setzen, vor allem im Value-Add- und opportunistischen Bereich, wo die Finanzierungsdauern typischerweise kurz sind. Rezessionsbedingt geringere Flächennachfrage und Mieten könnten hier die Umsetzung des Business-Plans und damit auch eine Refinanzierung gefährden. **Zu bedenken ist hierbei aus unserer Sicht, dass die Banken anders als nach der Finanzkrise kaum Anreiz haben dürften, die Verwertung notleidender Kredite hinauszuschieben.** Zwei Faktoren spielen hier eine Rolle: *Erstens* dürften die Beleihungsausläufe auch nach Berücksichtigung von Wertkorrekturen nur selten jenseits von 100 % liegen. Aus einer Verwertung entstünde einer Bank in diesem Fall kein (bilanzieller) Schaden. Hinzu kommt *zweitens*, dass Fremdkapitalgeber in einem Umfeld gestiegener Zinsen das freiwerdende Eigenkapital abgelöster Kredite für die Vergabe neuer, höher verzinslicher Darlehen nutzen können. Insofern könnte es sein, dass die Finanzierer in vielen Fällen auf eine zügige Verwertung abzielen.

Neben Refinanzierungsthemen gibt es weitere Gründe, die für eine steigende Zahl von Verkäufen sprechen. So dürfte die Abwertung von Aktien und Anleihen bei manchen Investoren dazu geführt haben, dass die Immobilienquote im Portfolio nun zu hoch ist. Das könnte Verkäufe auslösen. Auch durch Mittelabflüsse drohende Liquiditätsengpässe bei offenen Fonds könnten Verkäufe nötig machen. Vor diesem Hintergrund und aufgrund unserer Beobachtung, dass die Zahl der gestarteten Verkaufsprozesse in den letzten Wochen bereits anstieg, **erwarten wir perspektivisch wieder mehr Angebot als zuletzt. Die große Unbekannte ist, wieviel Nachfrage diesem Angebot gegenüberstehen wird.** Prinzipiell verfügen viele Investment Manager und andere Kapitalsammelstellen noch über reichlich anzulegendes Geld, und Kapitalgeber wie Versicherungen und Pensionseinrichtungen erhalten fortlaufend weitere Gelder, die sie anlegen müssen. **Der Trend der letzten Jahre, dass ein immer größerer Teil dieses Geldes in die Immobilienmärkte floss, könnte jedoch mit der Zinswende gebrochen sein.** Die künstlich niedrigen Zinsen haben den Geld- und Anleihemarkt über viele Jahre unattraktiv gemacht. Zudem haben die Zentralbanken mit ihren Wertpapierankaufsprogrammen private Investoren aus dem Markt gedrängt und sie dazu gezwungen, ihr Geld woanders – darunter in Immobilien – anzulegen. Wenn diese Periode nun zu Ende geht, könnte das einen gegenläufigen Reallokationsprozess zur Folge haben. Im Verbund mit der monetären Straffung stünde dann so lange weniger Geld für Immobilieninvestitionen zur Verfügung als zuletzt, bis der langfristige Wachstumstrend (getrieben durch wachsende Bevölkerung und Einkommen) wieder die Oberhand gewinnt.

Aus deutscher Sicht steht eine weitere Frage im Raum: Als wie sicher wird der Anlagehafen Deutschland noch wahrgenommen? Für den Moment, so glauben wir zu beobachten, sind zumindest Übersee-Investoren zurückhaltender geworden. Hierbei spielt die konjunkturelle Schwäche ebenso eine Rolle wie der Krieg in der Ukraine. Auf der anderen Seite hat der Euro abgewertet und die Zinsdifferenz des Euro-Raums

Abb. 7: Finanzierungskosten und Spitzenrenditen im Vergleich



Quelle investing.com, Savills / * 10-Jahres-Swapsatz zzgl. 120 Bp. Marge

> **Vor allem in den großen Nutzungssegmenten Büro und Einzelhandel lassen sich die strukturellen Veränderungen in der Formel ‚Schrumpfen und Aufwerten' zusammenfassen**

des Euro-Raums gegenüber den meisten anderen Währungen ist deutlich gestiegen. Beides macht die Eurozone und damit auch Deutschland für Investoren aus Nicht-Euro-Ländern attraktiver. Der Netto-Effekt dieser Aspekte lässt sich freilich nicht bestimmen, die Belastungsfaktoren überwiegen die stützenden jedoch klar. **Wir rechnen damit, dass in den kommenden Monaten und insbesondere nach der Herausbildung eines belastbaren Preisniveaus mehr und mehr Käufer an den Markt zurückkehren. Gleichwohl wird das Nachfragevolumen erheblich niedriger bleiben als während des Gipfels zur Jahreswende 2021/22.**

Fazit

Bei aller Unsicherheit scheint eines aus unserer Sicht für das Immobilienjahr 2023 gewiss: **Es wird für alle Marktakteure herausfordernd** (**bleiben**)**.** Die Investoren werden wenigstens noch die ersten Monate damit beschäftigt sein, die Zinswende vollständig zu verdauen. Und viele Nutzer werden den konjunkturellen Abschwung zunehmend zu spüren bekommen. **Vermietungsseitige Themen rücken damit auch für die Eigentümer im Laufe des Jahres stärker in den Vordergrund.** Doch nicht nur die zyklischen, auch die strukturellen Veränderungen werden den Markt in Bewegung halten. Vor allem in den großen Nutzungssegmenten Büro und Einzelhandel lässt sich das in der Formel "Schrumpfen und Aufwerten" zusammenfassen. Das schafft Überfluss und Knappheit zugleich: Überfluss an Flächen, die nicht mehr den gestiegenen Ansprüchen entsprechen und Knappheit an jenen Flächen, die es tun. Auch die Überfluss-Flächen sind allerdings in vielen Fällen nicht grundsätzlich obsolet. Oft gilt es nur, eine geeignete Nachnutzung zu identifizieren und die Flächen dafür herzurichten. Möglichkeiten dafür gibt es zahlreiche, denn in vielen anderen Marktsegmenten bleibt das Angebot knapp. Logistik und Wohnen zählen dazu. **Aus Sicht der meisten Nutzer bleiben die Flächen also knapp und teuer**, zumal die zunächst noch hohe Inflation eventuelle Ersparnisse bei der Kaltmiete durch höhere Kosten an anderer Stelle wieder auffrisst. Angesichts dieser Dynamik dürften im Jahr 2023 vor allem risikoaffine Investoren und jene auf ihre Kosten kommen, für die Immobilien ein Investment sind, das es aktiv zu managen gilt. **Asset Management könnte zum Schlagwort des Jahres avancieren.** Mit Blick auf die großen Trends Digitalisierung und Dekarbonisierung könnte es gut sein, dass es nicht nur ein Jahr, sondern eine Ära des Asset Managements wird. Das ist aber ein Thema für einen anderen Ausblick.

Savills Team

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an

Marcus Lemli
CEO Germany
+49 (0) 69 273 000 12
mlemli@savills.de

Panajotis Aspiotis
Agency
+49 (0) 221 22 962 220
paspiotis@savills.de

Karsten Nemecek
Corp. Finance - Valuation
+49 (0) 30 726 165 138
knemecek@savills.de

Draženko Grahovac
Corp. Finance - Valuation
+49 (0) 30 726 165 140
dgrahovac@savills.de

Matthias Pink
Research
+49 (0) 30 726 165 134
mpink@savills.de

Savills ist eines der führenden, weltweit tätigen Immobiliendienstleistungs-Unternehmen mit Hauptsitz und Börsennotierung in London. Das Unternehmen wurde 1855 gegründet und blickt auf eine lange Geschichte mit überwältigendem Wachstum zurück. Savills setzt Trends statt ihnen zu folgen und verfügt heute über mehr als 700 Büros und Partnerbüros in Amerika, Europa, Afrika, dem asiatisch-pazifischen-Raum sowie dem Nahen Osten mit über 40.000 Beschäftigten. In Deutschland ist Savills mit mehr als 400 Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern in sieben Büros an den wichtigsten Immobilienstandorten präsent. Diese Publikation dient allein informativen Zwecken. Wir übernehmen keine Haftung für Verluste, Kosten oder sonstige Schäden, die aus der Verwendung der veröffentlichten Informationen resultieren. Die Informationen beruhen auf Quellen, die von uns als verlässlich eingestuft wurden, wir können jedoch nicht dafür garantieren, dass diese Informationen korrekt oder vollständig sind. Eine Vervielfältigung dieser Publikation oder von Teilen davon bedarf der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch Savills.
© Savills Dezember 2022