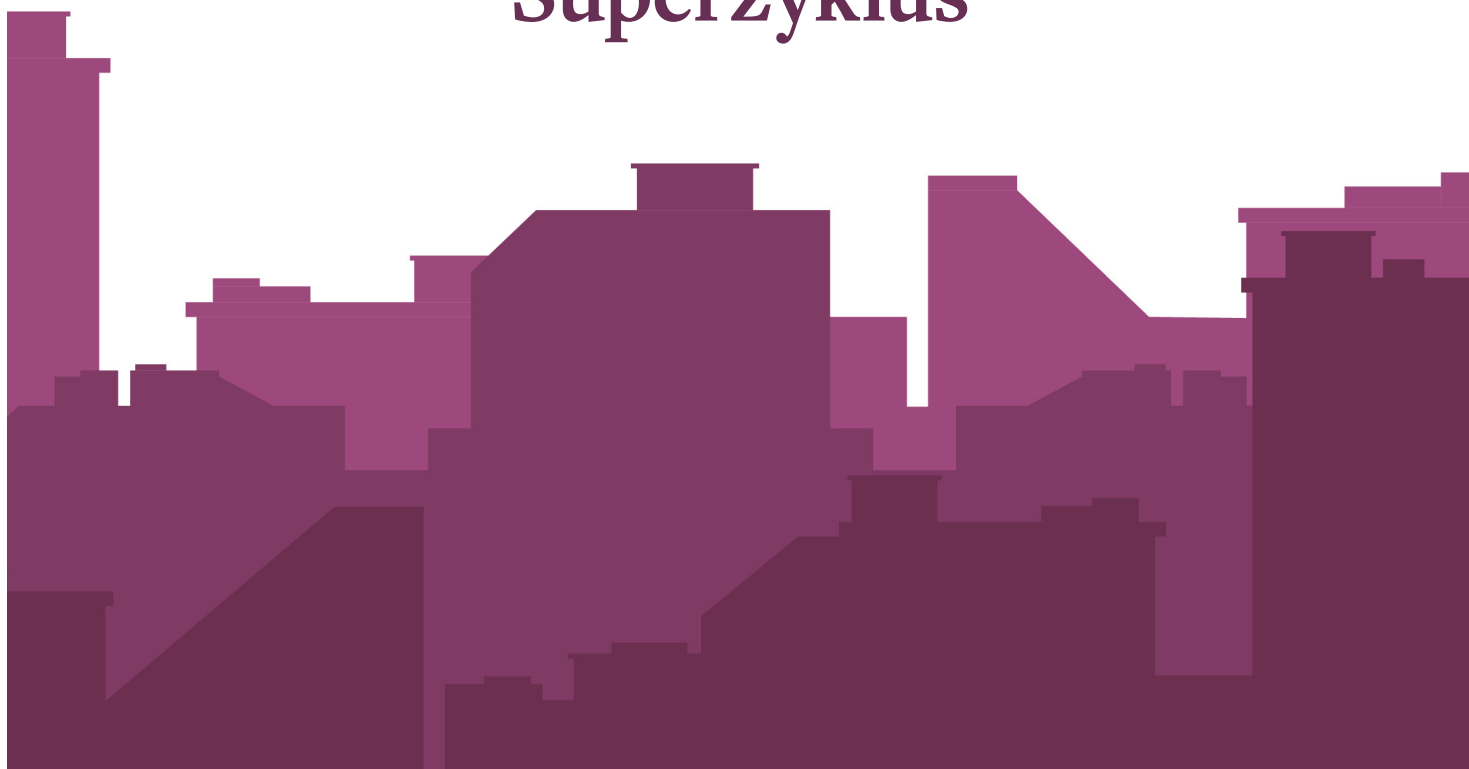




Und ewig läuft der Superzyklus



Renditen fallen weiter • Mieten wachsen langsamer • Wohnungen bleiben knapp

Im Spannungsfeld zwischen abgesagter Zinswende und konjunkturellen Dämpfern sind wir bullish für den deutschen Immobilien-Investmentmarkt und verhalten optimistisch für die Vermietungsmärkte. Am Wohnungsmarkt trübt die Regulierung den fundamentalen Glanz. Der Superzyklus überspringt die ihm gestellten Hürden auch 2020 – und läuft möglicherweise weit darüber hinaus.

Investmentmarkt – Abgesagte Zinswende verleiht dem Superzyklus neuen Schwung

Text: Matthias Pink

Das Ereignis, das unserer Meinung nach den Immobilien-Investmentmarkt im kommenden Jahr wohl am meisten beeinflussen wird, ist eigentlich ein Nicht-Ereignis: Die lange erwartete Zinswende ist ausgeblieben. Doch nicht nur das. Die Europäische Zentralbank und andere Notenbanken haben ihre Geldpolitik sogar wieder gelockert und für die Eurozone gilt eine Leitzinserhöhung vor dem Jahr 2022 als nahezu ausgeschlossen. Nie war der Zinserwartungspfad in der Post-Weltfinanzkrisen-Ära flacher.

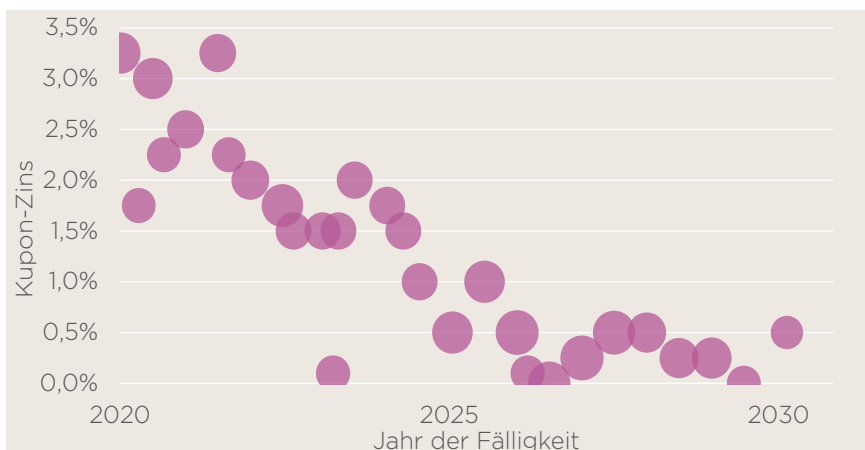
Die beinahe eine Dekade währenden Niedrigzinsen werden also auf unbestimmte

Zeit fortbestehen. In der Folge wandeln sich Anleihen von festverzinslichen zu unverzinslichen Wertpapieren, wie ein exemplarischer Blick auf die Kupons der derzeit umlaufenden 10-jährigen Bundesanleihen zeigt (Abb. 1). Die Sekundärmarktrenditen vieler Investment-Grade-Anleihen sind weltweit ohnehin negativ. Vor diesem Hintergrund dürften Investoren mit Fokus auf laufende Erträge nicht umhinkommen, ihre Anleihequote zugunsten von Immobilien und anderen ertragreicheren Anlageklassen zu reduzieren. **Folglich gehen wir davon aus, dass künftig weltweit noch mehr Geld für Immobilieninvestitionen bereitsteht.**

Da die Risikoaversion hoch bleibt, wird dieses Geld auch weiterhin vornehmlich nach Deutschland und in andere etablierte Märkte fließen. **Die deutsche Volkswirtschaft mag langsamer wachsen als in den letzten Jahren, das Stabilitätsversprechen gilt jedoch weiterhin. Der Superzyklus läuft also auch 2020 weiter.** Lediglich eine tiefe Rezession könnte ihn beenden, aber eine solche ist nicht in Sicht (siehe Abschnitt „Gewerbevermietungsmärkte“). **Wir halten es sogar für möglich, dass das Ende des Zyklus zumindest finanzmarktseitig noch lange nicht erreicht ist.** Die Zinswende ist in weite Ferne gerückt und es erscheint realistisch, dass die Welt noch für Jahrzehnte von Zinsen geprägt ist, die weit unterhalb des Niveaus liegen, das vor der globalen Finanzkrise normal war. Ein substanzieller Bedeutungsgewinn von Immobilien in den Portfolios von Investoren läge dann nicht bereits hinter uns, sondern stünde erst noch aus. Und in Anbetracht des globalen Anleihemarktvolumens von etwa 100 Bio. USD würde selbst ein geringfügiges Umschichten von Anleihen in Immobilien zu enormer zusätzlicher Liquidität an den Immobilienmärkten führen.

Die Aussicht auf noch für lange Zeit niedrige Zinsen und Renditen erhöht allerdings nicht nur die Nachfrage von Investoren nach Immobilien, sie mindert zugleich den Anreiz für Immobilieneigentümer, sich von ihren Objekten zu trennen. Ohnehin befinden sich immer mehr Immobilien in den Händen

Abb. 1 Kupons von 10-jährigen Bundesanleihen auf Talfahrt



Datenquelle: Finanzagentur Deutschland

115

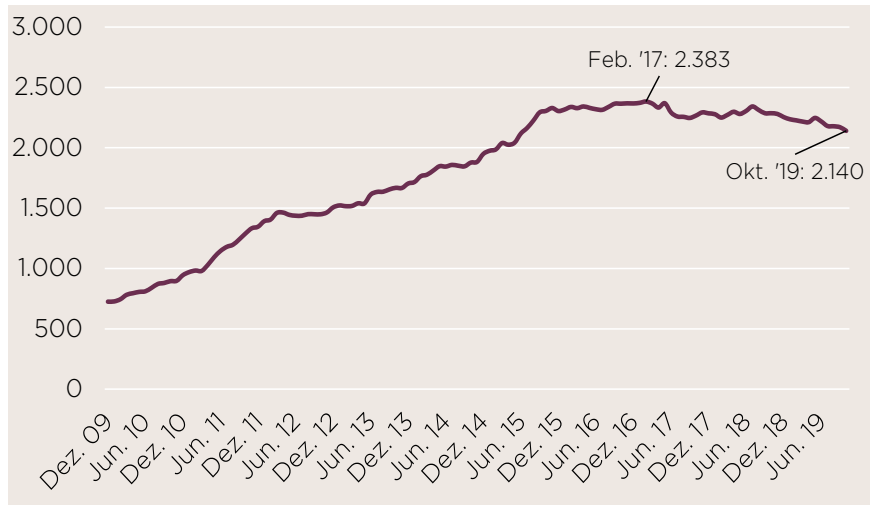
Allein im Jahr 2020 laufen Bundesanleihen im Wert von ca. 115 Mrd. Euro aus. Ein Teil dieses Geldes dürfte in den deutschen Immobilienmarkt fließen.

von Langfristinvestoren. Folglich steigt die durchschnittliche Haltedauer und das führt zwangsläufig zu einer sinkenden Zahl von Transaktionen. Genau das passiert bereits seit Anfang 2017 (Abb. 2) und wir erwarten, dass sich diese Entwicklung fortsetzt. **Da der geringeren Verkaufsbereitschaft eine steigende Nachfrage gegenübersteht, bleiben die Anfangsrenditen unter Druck. In Märkten mit günstigen Fundamentaldaten halten wir eine ähnlich ausgeprägte Renditekompression wie in den letzten Jahren für realistisch.**

Nach wie vor befindet sich die Risikoprämie gegenüber Anleihen auf historisch sehr hohem Niveau (Abb. 3). Möglicherweise ist das auch deshalb der Fall, weil die Investoren in den vergangenen Jahren stets aufs Neue mit einer Zinswende gerechnet haben. Jetzt, da dieses Szenario vom Tisch ist, könnte die Prämie zu schmelzen beginnen. Das eröffnet sogar opportunistischen Akteuren ein Einstiegsfenster in den deutschen Markt.

Deutschland bleibt jedoch in erster Linie Core-Land und die risikoaversen Investoren werden das Transaktionsgeschehen auch im kommenden Jahr dominieren. Für sie gilt in der Tendenz: weniger (Anfangs-)

Abb. 2 Zahl der Transaktionen* am Gewerbeimmobilien-Investmentmarkt sinkt stetig

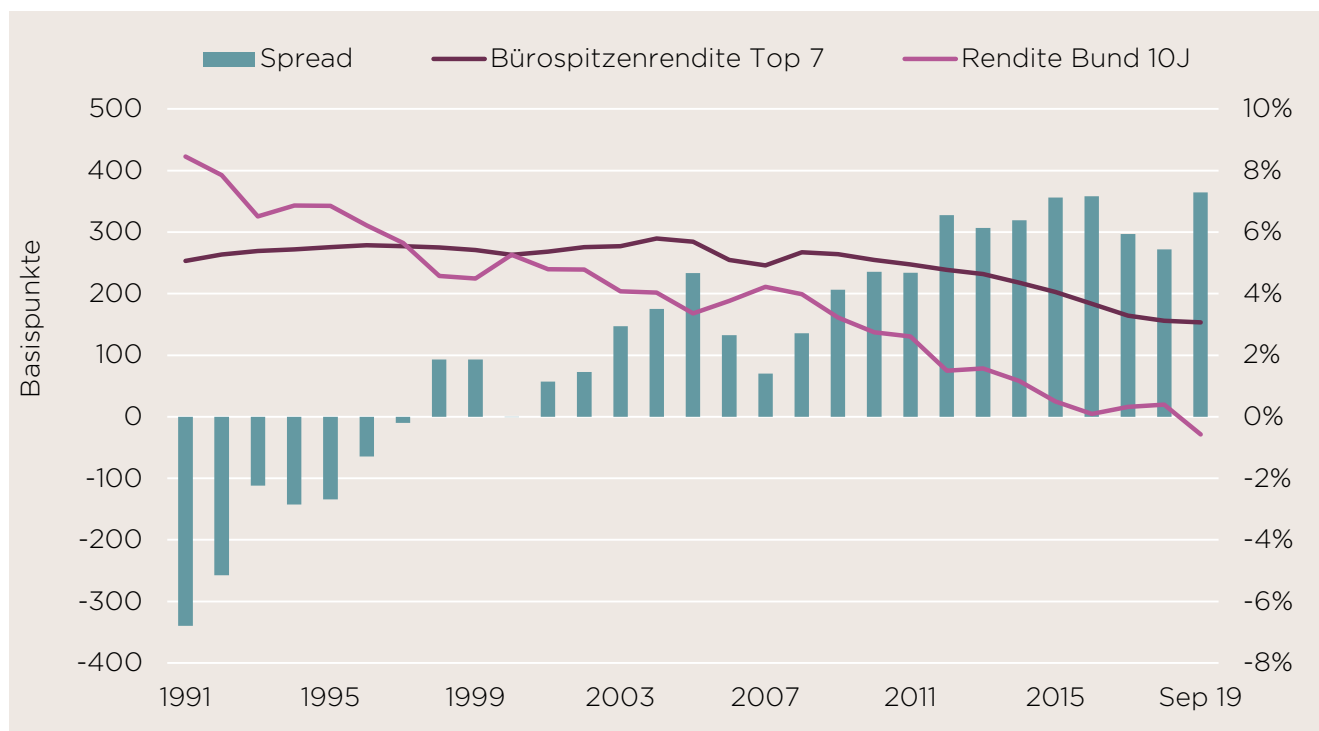


Datenquelle: Savills / * zwölf Monate rollierend

Rendite bei gleichem Risiko. Angesichts der hohen Risikoaversion, die sich aufgrund des schwächer werdenden Mietwachstums eventuell noch verstärken könnte (siehe Abschnitt „Gewerbevermietungsmärkte“), bleiben Top-Objekte in den Top- und

Perspektivlagen der Top-Standorte im Fokus. Büroimmobilien sind auch künftig erste Wahl. Zudem rechnen wir mit einer fortgesetzten Diversifikation in alles, was stabile Cashflows in Aussicht stellt.

Abb. 3 Risikoprämie für Immobilien immer noch historisch hoch



Datenquelle: Bulwiengesa, Deutsche Bundesbank

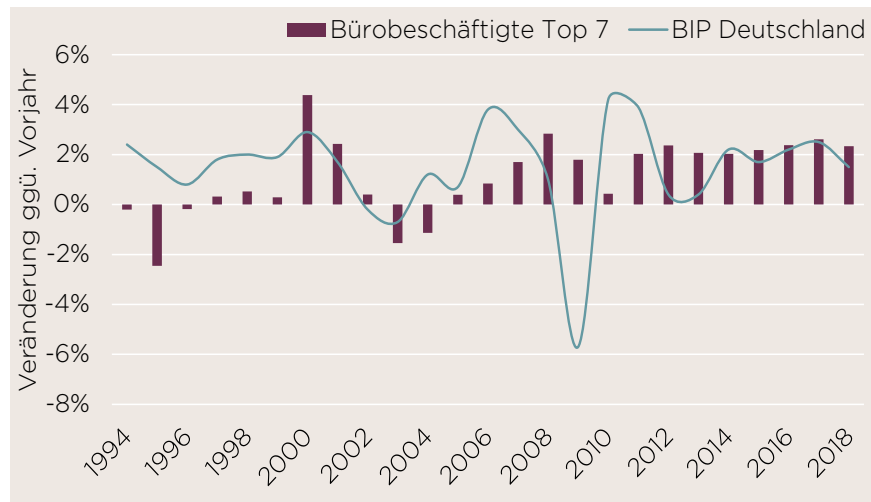
Gewerbevermietungs­märkte – Flächennachfrage wächst in schwächerem Wirtschaftsumfeld langsamer

Die deutsche Wirtschaft blickt auf einen ungewöhnlich langen Aufschwung zurück, von dem auch die Vermietungsmärkte in Form anhaltend hoher Flächennachfrage profitiert haben. Das wirtschaftliche Wachstum hat zuletzt allerdings kräftig an Dynamik verloren und neuer Schwung ist nicht in Sicht. In diesem und im kommenden Jahr wird mit einem BIP-Wachstum von jeweils etwa 0,5 % gerechnet – im Durchschnitt der vergangenen drei Jahre waren es noch 2 %. **Die Konjunkturdelle ist in erster Linie einer Industrie-Rezession geschuldet und insofern dürfte sie die Flächennachfrage zuerst und am spürbarsten in Deutschlands Industrieregionen und dort vor allem an den stark von Eigennutzern geprägten Produktions- und industrienahen Logistikimmobilienmärkten dämpfen.**

Die Bürovermietungsmärkte der Top 7 werden sich dem schwächeren Wirtschaftsumfeld ebenfalls nicht entziehen können, wobei auch hier Städte mit hohem Industrieanteil an der Bruttowertschöpfung stärker betroffen sein dürften. Hierzu zählen Stuttgart (30 %) und München (20 %), während alle anderen Städte einen Anteil zwischen 9 % und 13 % aufweisen. **Für alle sieben Büromärkte rechnen wir im Vergleich zu den Vorjahren mit einer geringeren zusätzlichen Flächennachfrage. Zugleich gehen wir davon aus, dass die Bürobeschäftigtenzahl und damit der Büroflächenbedarf auch im kommenden Jahr steigen.** Dafür sehen wir drei Gründe:

1. Die deutsche Wirtschaft wächst künftig weniger stark als in den letzten Jahren, aber sie schrumpft aller Voraussicht nach nicht.
2. Die Unternehmen haben angesichts der Knappheit qualifizierter Mitarbeiter

Abb. 4 Bürobeschäftigung in den Top 7 wächst seit 2005



Datenquelle: Bulwiengesa, Statistisches Bundesamt

einen hohen Anreiz, auch dann an ihren Mitarbeitern festzuhalten, wenn diese vorübergehend nicht voll ausgelastet sind.

3. Selbst in der tiefen Post-Finanzkrisen-Rezession ist die Zahl der Bürobeschäftigten in den Top 7 weiterhin gestiegen (Abb. 4).

Der Büroflächenbedarf wächst also langsamer, schrumpft jedoch nicht. Dieser langsamer wachsende Bedarf trifft im kommenden Jahr auf ein schneller wachsendes Angebot. Für die Top-7-Städte insgesamt rechnen wir mit einem Bürobeschäftigtenwachstum von ca. 1,5 % (2019: 2,0 %), der Büroflächenbestand dürfte um etwa 2,0 % wachsen (2019: 1,1 %). Damit wird im nächsten Jahr erstmals seit 2010 wieder bedarfsdeckend gebaut und für 2021 zeichnet sich ein

ähnliches Bild ab (Abb. 5). Einzige Ausnahme ist Köln, wo das zu erwartende Neubauvolumen wohl auch in den kommenden beiden Jahren knapp unter dem voraussichtlichen Zusatzbedarf bleibt. In Berlin hingegen dürfte die extrem niedrige Leerstandsrate von lediglich etwa 1 % moderat steigen, da dort der Büroflächenbestand voraussichtlich etwa doppelt so stark wachsen wird wie die Bürobeschäftigtenzahl. **Die einzelnen Märkte sind also im Zyklus unterschiedlich weit, steuern aber allesamt auf ein langsames Mietwachstum zu.** Das konkrete Ausmaß hängt neben den jeweiligen lokalen Rahmenbedingungen auch von Parametern ab, die sich schwer quantifizieren lassen. So ist zu vermuten, dass sich in den letzten Jahren ein „Nachfragestau“ in Form überbelegter Büroflächen aufgebaut hat,

1,9

Nächstes Jahr werden in den Top-7-Märkten voraussichtlich 1,9 Mio m² Bürofläche fertiggestellt. Soviel war es zuletzt im Jahr 2003.

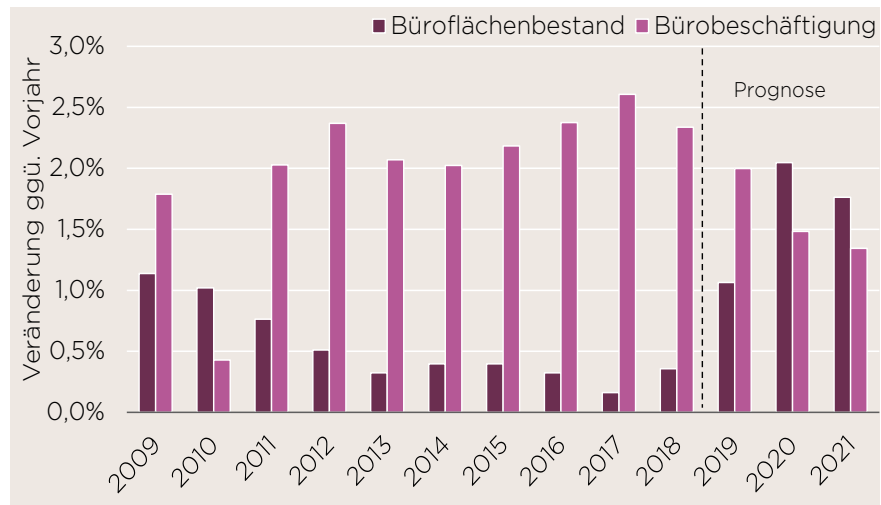
der sich mit steigendem Angebot auflöst. Weitere Puffereffekte sind von längerfristigen Entwicklungen zu erwarten, die den zyklischen entgegen wirken. Hierzu zählt die anhaltende Expansion der Flexible Workspaces.

Am Logistikmarkt ist ein geringeres Mietwachstum noch nicht abzusehen.

Vor allem in den großen Ballungsräumen, wo der Bedarf vor dem Hintergrund des weiterhin rasch wachsenden Online-Handels steigt, nimmt die Knappheit zu. Zwar ist davon auszugehen, dass die Nachfrage aus der Produktionslogistik konjunkturell bedingt nachlässt, das dürfte jedoch von der einzelhandelsbezogenen Nachfrage mehr als kompensiert werden. Ohnehin hat der Bedeutungsgewinn des E-Commerce dazu geführt, dass die Logistikflächennachfrage zunehmend weniger von der gesamt- bzw. außenwirtschaftlichen Entwicklung abhängt und viel mehr davon, wie sich der Umsatz im Einzelhandel und vor allem im E-Commerce entwickelt. Gerade Letzterer wächst weiterhin stark überdurchschnittlich (Abb. 6).

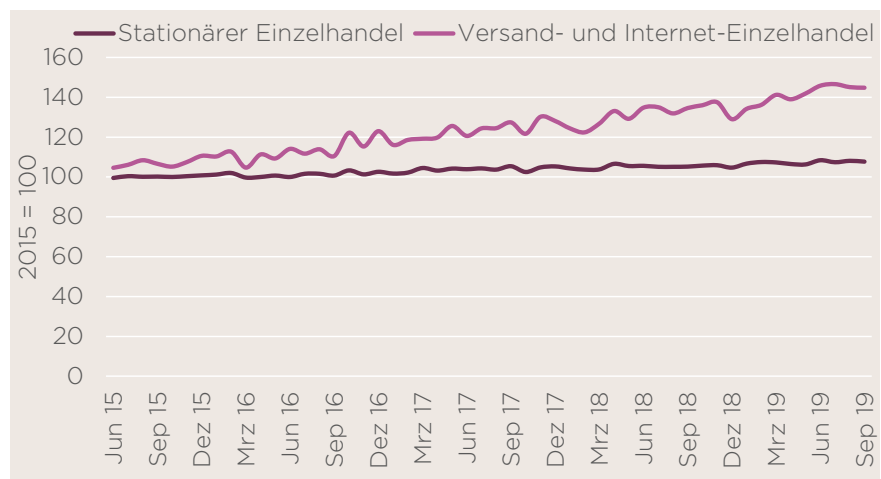
Auch der im stationären Einzelhandel erzielte Umsatz erwies sich bislang als robust (Abb. 6) und das dürfte trotz schwächeren Konjunkturmumfelds so bleiben. Denn erstens legen die aktuellen Prognosen ein anhaltend hohes Beschäftigungsniveau nahe, zweitens dürften fiskalische Maßnahmen, darunter die höhere Einkommensgrenze beim Elternunterhalt ab Januar 2020 und die teilweise Abschaffung des Solidaritätsbeitrags ab 2021, den Konsum stimulieren. **Deshalb dürfte der Einzelhandelsflächenmarkt vom schwächeren Wirtschaftswachstum auch vergleichsweise wenig betroffen sein.** Hier dominiert weiterhin das strukturelle Wachstum des Online-Handels, das in Summe zu rückläufigem Flächenbedarf bei gleichzeitiger Nachfragefokussierung auf die besten Lagen führt. Abgesehen von wenigen Top-Lagen sowie der Nahversorgung bleiben die Mieten deshalb unter Druck.

Abb. 5 Bedarfsdeckendes Angebotswachstum in den Top 7 ab 2020?



Datenquelle: Oxford Economics und Savills

Abb. 6 Einzelhandelsumsätze steigen – stationär stetig, online rasant



Datenquelle: Statistisches Bundesamt

Wohnungsmarkt – Regulierung verschärft Knappheit zusätzlich

Wenn am Gewerbeimmobilienmarkt vom Superzyklus die Rede ist, so gilt dieser Begriff für den Wohnungsmarkt erst recht. Zum fünfzehnten Mal in Folge werden in diesem Jahr die Wohnungsmieten steigen – und eine Trendwende ist nicht zu erkennen. Zwar liegt die Zahl der genehmigten Wohnungen im fünften Jahr in Folge im Korridor zwischen 300.000 und 400.000 und damit auf einem Niveau, das den meisten Schätzungen zufolge bedarfsdeckend ist, die Fertigstellungszahlen haben diese Größenordnung jedoch noch nicht erreicht (Abb. 7). In diesem Jahr könnte es erstmals so weit sein, allerdings legt die seit 2017 negative Dynamik der Genehmigungen nahe, dass der Gipfel damit bereits erreicht ist. Ein weiterer Anstieg erscheint angesichts der ausgelasteten Kapazitäten in der Bauwirtschaft jedenfalls sehr unwahrscheinlich. **Daher werden die Wohnungsmieten wohl weiterhin steigen, wenngleich nicht mehr so stark wie in den letzten Jahren.**

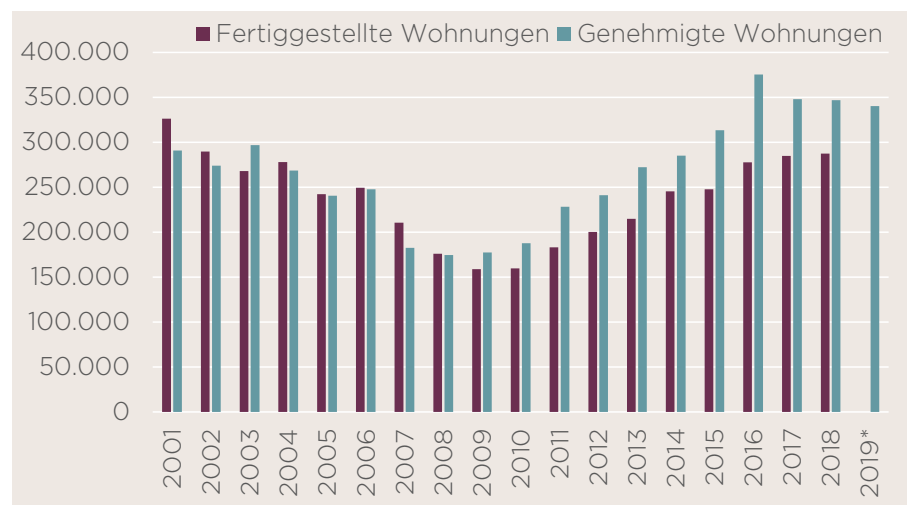
Das von der Politik vorgegebene Ziel, mehr bezahlbaren Wohnraum zu schaffen, wird ebenfalls verfehlt. Um das zu erreichen, müssten einige Jahre lang über den Bedarf hinaus Wohnungen gebaut werden. Die Realität ist davon insbesondere in den am stärksten wachsenden Städten und ihren Speckgürteln weit entfernt. Vor diesem Hintergrund muss damit gerechnet werden, dass die Regulierungsintensität am deutschen Wohnungsmarkt, in den letzten Jahren ohnehin schon stark gestiegen, auch künftig zunimmt. Wenig spricht allerdings dafür, dass die bisher getroffenen Maßnahmen die gewünschte Wirkung zeigen. Sie adressieren im Wesentlichen die Symptome der Wohnungsknappheit, nicht jedoch deren Ursachen (u. a. fehlendes Bauland und steigende Baukosten). Einige der Maßnahmen, etwa das Baukindergeld, stimulieren sogar die Nachfrage statt des Angebots und verteuern das Wohnen dadurch nur noch. **Unter dem Strich hat die derzeitige Wohnungspolitik wohl einen zyklusverlängernden Effekt.**

(weitere) Investments in den deutschen Wohnungsmarkt, zum anderen nehmen Aufwand und Komplexität mit der steigenden Zahl regulatorischer Maßnahmen zu. Gerade in einer Phase, in der Mehrfamilienhäuser in den Portfolios institutioneller Investoren weltweit an Gewicht gewinnen, verschwindet Deutschland deshalb wahrscheinlich aus so manchem Investorenprofil. Dies dürfte insbesondere für Investoren gelten, die noch nicht über Expertise am deutschen Wohnungsmarkt verfügen. Das heißt aber nicht zwangsläufig, dass künftig weniger Geld für Investitionen bereitsteht. **Viele der schon am Markt aktiven Investoren dürften sich mit dem regulatorischen Rahmen arrangieren und ihre Bestände angesichts der stabilen Erträge, die sich trotz oder gerade wegen der steigenden Regulierungsintensität erzielen lassen, ausweiten.**

Anders ist die Situation in Berlin zu bewerten. Die langjährige Investmenthauptstadt wird diesen Status wegen der bevorstehenden Einführung eines Mietendeckels höchstwahrscheinlich verlieren. Gerade dieser rigide Eingriff der Berliner Politik in den Wohnungsmarkt könnte aber zur

Folge haben, dass eine neue Gruppe von Wohnungsinvestoren auf den Plan tritt: große Unternehmen, die bereits einen Standort in Berlin haben oder sich dort ansiedeln wollen. Denn die Knappheit am Mietwohnungsmarkt würde durch einen Mietendeckel noch verschärft, vor allem für Zuzügler. Für expansionswillige Unternehmen, und daran ist Berlin reich, wäre das eine zusätzliche und in einigen Fällen eventuell sogar existenzielle Hürde beim Werben um qualifizierte Mitarbeiter. Wollen sie nicht umsiedeln, können solche Unternehmen diese Hürde überwinden, indem sie sich selbst als (Werks-) Wohnungsbauer engagieren. Das kommt zweifellos nur für sehr große Unternehmen in Betracht und selbst diese würden mehrere Jahre für die Umsetzung benötigen. Bis dahin könnten sie verstärkt Serviced Apartments anmieten und für kleinere Unternehmen könnte das sogar die langfristige Lösung der Wahl sein. **Insofern könnte die schärfere Wohnungsmarktregulierung dem Markt für Serviced Apartments zu einer rasanten Expansion verhelfen – unter Umständen auch dort, wo ursprünglich Wohnungen hätten entstehen sollen.**

Abb. 7 Genehmigungsgipfel bei Wohnungen bereits überschritten



Datenquelle: Statistisches Bundesamt / * Hochrechnung auf Basis von Jan bis Sep

Für Investoren heißt das zweierlei: Zum einen sprechen die Fundamentaldaten für

Lesen Sie von uns auch:



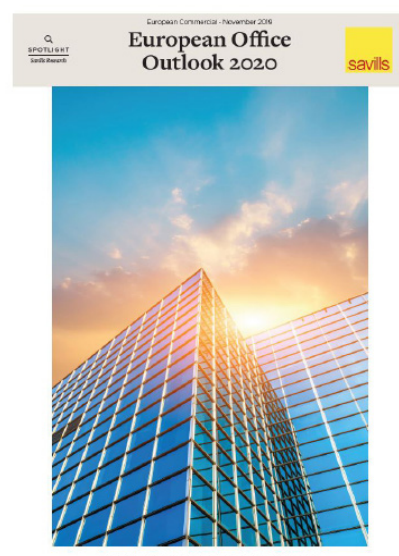
Temporäres Wohnen -
Befristet, klein und teuer?



The Evolution of Retail
Destinations



Impacts - the future of global
real estate



European Office Outlook 2020



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