



# Analyse

## Ausblick Immobilienmarkt Deutschland

Dezember 2017

Immer mehr endzyklische Phänomene sorgen zwar für zunehmende Störgefühle, mit Blick auf die Fakten erkennen wir aber noch kein Ende des Zyklus. Was oberflächlich betrachtet nach einem „Weiter so“ aussieht, offenbart auf den zweiten Blick Details, die mittelfristig vieles ändern könnten.

### Warten auf den Schwarzen Schwan

Die Stimmungslage im zu Ende gehenden Immobilienjahr 2017 erscheint seltsam ambivalent. Die meisten Marktteilnehmer kommen mit Blick auf die Fakten zu dem Schluss, dass sich die gute Immobilienkonjunktur in Deutschland zunächst fortsetzen wird und es mithin keinen Anlass zur Sorge gibt. Einerseits. Andererseits scheinen sie nicht recht an ein „Weiter so“ zu glauben und suchen nach Anhaltspunkten für eine nahende Wende. Sie finden in der Regel nichts und bemühen dann den „Schwarzen Schwan“, also eines jener unwahrscheinlichen Ereignisse, das unerwartet eintritt und den Aufwärtstrend plötzlich kippen lässt. Eine nüchterne Analyse der Fakten legt aber auch aus unserer Sicht nahe, dass die übergeordneten Entwicklungen der letzten Jahre anhalten und ein „Weiter so“ aus heutiger Sicht das Szenario mit der höchsten Eintrittswahrscheinlichkeit darstellt. Unsere erste Kernbotschaft dieser Analyse haben wir damit bereits formuliert: **Die Störgefühle mögen zunehmen, fundamental ändern wird sich wohl wenig.** Das faktenbasierte Gesamtbild, das sich für das Immobilienjahr 2018 skizzieren lässt, sieht jenem der Vorjahre also zum Verwechseln ähnlich. In diesem Bild den Schwarzen Schwan finden zu wollen, halten wir für aussichtslos.

Deshalb werfen wir einen Blick auf die aus unserer Sicht interessantesten Bilddetails. Dass sich eines dieser Details im Nachhinein als Schwarzer Schwan entpuppt, wollen wir freilich nicht ausschließen.

### Nicht nur das Werben um Talente spielt Coworking Spaces in die Karten

An den Bürovermietungsmärkten stärken noch höhere Mieten und ein noch geringeres Angebot die Verhandlungsposition von Vermietern weiter und stellen Unternehmen auf der Suche nach Büroflächen vor echte Herausforderungen. Auch Bestandsmieter mit auslaufenden Mietverträgen werden bei den Verhandlungen um eine Mietvertragsverlängerung mit deutlich höheren Mieten konfrontiert. Unternehmen, die diese höheren Flächenkosten nicht schultern können, bleibt dann nur die Anmietung von Büroflächen geringerer Qualität oder in schlechterer Lage. Das wiederum schwächt ihre Position im Bemühen um gute Mitarbeiter. Im schlimmsten Fall ist das existenzbedrohend. Denn die Knappheit an qualifizierten Mitarbeitern ist für viele Unternehmen das drängendere Problem als die Knappheit an Büroflächen. Deshalb richten sie ihre Standortstrategie trotz hoher Flächenkosten an der Verfügbarkeit von qualifizierten

Mitarbeitern und nicht an der Verfügbarkeit günstiger Bürofläche aus, sofern sie sich das leisten können. Um die Flächenkosten trotzdem zu begrenzen, beinhaltet diese Strategie bei größeren Unternehmen oft das Aufteilen der Mitarbeiter auf mehrere Standorte. Anders als früher werden bei dieser Mehr-Standorte-Strategie aber nicht Back-Office-Tätigkeiten an periphere Standorte ausgelagert, sondern es werden hochwertige Flächen in bester Lage für die Wissensarbeiter angemietet. Immer häufiger handelt es sich hierbei um Coworking Spaces und Serviced Offices (im Folgenden schreiben wir nur von Coworking Spaces, meinen aber beides). Diese richten sich längst nicht mehr nur an Freiberufler und Startups, auch große Unternehmen bilden inzwischen eine wichtige Kundengruppe. So ist beispielsweise ein Fünftel aller WeWork-Mitglieder in Unternehmen mit mindestens 500 Mitarbeitern beschäftigt. **Im Sog der Büroflächenknappheit entwickeln sich die Anbieter von Coworking Spaces zu bedeutenden Spielern an den Büromärkten.** Wir beobachten ein rasantes Wachstum sowohl von Angebot als auch Nachfrage und dieser Bedeutungszuwachs dürfte nicht ohne Folgen für die Anbieter von klassischen Büroflächen bleiben. Die Nutzer von Coworking Spaces, egal ob sie für ein Startup oder den großen Konzernen tätig sind, gewöhnen sich an die dort gebotenen

Annehmlichkeiten und das wird wohl auch ihre Ansprüche an jede andere Form von Bürofläche steigen lassen. Ihre Arbeitgeber wiederum lernen die zeitliche und räumliche Flexibilität von Coworking Spaces zu schätzen und stellen entsprechende Forderungen auch an ihre Vermieter im klassischen Bürosegment. Konkret könnte das beispielsweise bedeuten, dass Büroflächen ohne Fahrradstellplätze, Duschen und vielleicht sogar einen Fitness-Bereich künftig erheblich schwieriger zu vermieten sind und dass die Mietvertragslaufzeiten tendenziell kürzer werden. Letzteres wird allerdings erst dann Thema, wenn die Mieter wieder in einer stärkeren Verhandlungsposition sind, womit wir frühestens ab 2020 rechnen.

## **Einziges Risiko für Büroinvestoren: Überoptimismus**

Angesichts der zunächst weiter steigenden Knappheit und dem daraus resultierenden Mietwachstumspotenzial bleiben Büroimmobilien für Investoren ausgesprochen attraktiv. Entsprechend kompetitiv bleibt aber auch der Wettbewerb um Büroimmobilien. Der Druck auf die Anfangsrenditen hält folglich an, vor allem im Core-Plus-Segment. Die hohen Ankaufsfaktoren lassen sich aber mit Verweis auf die anhaltend niedrige Verzinsung am Geld- bzw. Anleihemarkt und die hohen Chancen für Mietwachstum rechtfertigen. **Die Gemengelage aus extrem hohem Anlagedruck und steigender Flächenknappheit an den Bürovermietungsmärkten könnte die Investoren allerdings zu überschießenden Mietwachstumserwartungen verleiten.** Kurzfristig besteht aus unserer Sicht kein Zweifel an einer Fortsetzung des kräftigen Mietwachstums, für die längere Frist lassen sich dagegen vier Faktoren anführen, die dieses Wachstum zumindest bremsen könnten. Erstens, und am offensichtlichsten: Die Projektentwicklungsaktivität steigt. Schon 2019 wird das Flächenfertigstellungsvolumen in den Top 6 deutlich höher ausfallen als zuletzt und wohl auch in den Folgejahren nicht unter dieses Niveau fallen. Umgekehrt wird zweitens die Zahl der Bürobeschäftigten in den Top 6 in den kommenden Jahren

# **Unsere Thesen vom letzten Jahr**

## **Im Einzelfall zu vorsichtig, im Ganzen zutreffend**

**These 1:** *Der Flächenumsatz an den **Büromärkten** geht knappheitsbedingt zurück. Unternehmen müssen vermehrt auf periphere Lagen und das Umland ausweichen. Das Mietwachstum setzt sich folglich fort.*

Knappheit schützt vor Umsatz nicht: Obwohl die Leerstandsquote wie von uns prognostiziert im Durchschnitt der Top 6 auf ca. 5 % fiel, stieg der Umsatz im Vergleich zum Vorjahr um voraussichtlich knapp 10 %. Ein Grund: Der Anteil der Projektanmietungen stieg deutlich. Die Mieten stiegen in der Spitze um ca. 3 %, das mittlere Mietniveau sogar um knapp 5 % - auch ein Ausdruck des Ausweichens der Nutzer auf B- und C-Lagen.

**These 2:** *Im **Einzelhandel** sind zunehmend kleinere Flächen gefragt, der Verkaufsflächenbedarf sinkt. Die Zahl der von Mietrückgängen und Leerständen betroffenen Standorte steigt, mit Mietwachstum ist höchstens noch in einigen wenigen 1a-Lagen zu rechnen.*

Steigende Mieten gab es nur noch punktuell, selbst in den meisten 1a-Lagen der Metropolen stagnierten die Mieten bestenfalls. Mehrere Projektentwicklungen - zum Beispiel die Mall of Ku'damm - wurden zurückgezogen, was auf eine nachlassende Flächennachfrage hindeutet, die sich auch in rückläufigen Flächenumsätzen niederschlägt. Zahlreiche Einzelhändler sind mit verkleinerten Ladenkonzepten an den Start gegangen oder haben diesen angekündigt (Ikea, Decathlon). Auch Flächenvergrößerungen waren zu beobachten, dann aber meist verbunden mit einer Reduzierung der Filialzahl (z. B. Zara in Köln oder im Lebensmitteleinzelhandel).

**These 3:** *Die **Logistikflächenexpansion** setzt sich fort und dringt dabei immer stärker in die Städte vor, weil die so genannte 'Letzte Meile' zum entscheidenden Faktor wird. In den Städten werden die Mieten deshalb steigen, außerhalb dieser bleiben ca. 6,50 EUR/m<sup>2</sup> die Obergrenze.*

Die 'City-Logistik' hat sich zum dominierenden Schlagwort in den Debatten um Logistikimmobilien entwickelt - bislang ist in den Städten aber vor allem die Zahl der Zustellfahrzeuge gestiegen, weniger jene der Logistikimmobilien. Gleichwohl gibt es Beispiele, deren prominente Vertreter von Amazon Fresh bzw. Prime Now in Berlin und München genutzt werden. Der gesamte Logistikflächenbestand in Deutschland wuchs im Jahr 2017 um mehr als 5 Mio. m<sup>2</sup> und damit stärker als je zuvor.

**These 4:** *Obwohl die Gesamterträge am **Gewerbeinvestmentmarkt** sinken, bleibt die Nachfrage mindestens auf dem Niveau des Vorjahres. Die Renditen sinken deshalb nochmals leicht, B-Standorte und Nischensegmente rücken noch stärker in den Fokus.*

Gestiegene Nachfrage + gestiegene Verkaufsbereitschaft = 60 Mrd. Euro Transaktionsvolumen. So lässt sich das Jahr 2017 am Gewerbeinvestmentmarkt zusammenfassen. Vom Umsatzanstieg profitierten im Grunde alle Städte- und Lagekategorien, wobei die Städte der dritten und vierten Reihe sowie das Umland der A-Städte überproportional zulegten. Die Anfangsrenditen sind je nach Segment im Jahresverlauf um erstaunliche 20 bis 50 Basispunkte gefallen, am stärksten im Core-Plus-Segment.

**These 5:** *Am **Wohnungsmarkt** zieht die Bauaktivität deutlich an und schafft Investitionsmöglichkeiten. Im Bestand bleibt das Angebot extrem knapp. Die Anfangsrenditen sinken dennoch nicht - auch weil eine strengere Regulierung absehbar ist.*

Mehr als 3 Mrd. Euro wurden im Jahr 2017 mit dem Verkauf von Wohnprojekten umgesetzt - ein Anstieg von mehr als 20 % gegenüber dem Vorjahr und vier Mal mehr als im Durchschnitt der letzten fünf Jahre. Umgekehrt stagnierte das Transaktionsvolumen im Bestand bei ca. 10 Mrd. Euro. In der Spitze war bei den Anfangsrenditen kaum noch Bewegung zu beobachten, in der Breite dagegen sehr wohl. Obwohl im Laufe des Bundestagswahlkampfes zahlreiche wohnungspolitische Regulierungsvorschläge auf den Tisch kamen, ist deren Umsetzungswahrscheinlichkeit als gering einzuschätzen.

höchstwahrscheinlich sehr viel langsamer wachsen als in der jüngeren Vergangenheit, weil den betreffenden Städten und ihrem Umland der (bezahlbare) Wohnraum ausgeht. Schneller wachsendes Angebot und langsamer wachsende Nachfrage können zu keinem anderen Ergebnis als geringerem Mietwachstum führen. Bei den beiden anderen Faktoren wechseln wir in den Konjunktiv. Da wäre drittens das bereits thematisierte Wachstum der Coworking Spaces: Wenn deren Arbeitsplätze besser ausgelastet werden könnten als das in der „alten“ Bürowelt der Fall ist (und unter anderem darauf basiert ihr Geschäftsmodell), dann würde jeder Coworking-Space-Arbeitsplatz auf lange Sicht 1 plus X klassische Büroarbeitsplätze ersetzen. Bei gleicher Nachfrage bräuchte es dann weniger Angebot – was Druck auf die Büromieten ausüben würde. Viertens dürfte bei sinkendem Büroleerstand und zugleich anhaltend hoher Nachfrage der Zeitraum zwischen Mietvertragsabschluss und Mietvertragsbeginn immer länger werden – allein schon deshalb, weil der Anteil der Projektanmietungen am gesamten Büroflächenumsatz mangels freien Flächen im Bestand ansteigt. So müssen Unternehmen auf der Suche nach mindestens 3.000 m<sup>2</sup> zusammenhängender Bürofläche schon heute eine Vorlaufzeit von 30 bis 36 Monaten einplanen. Wenn eine so lange Wartezeit zum Regelfall würde, so hieße das: Ein immer größerer Teil des heute gemessenen Flächenumsatzes beruht auf Business-Plänen von gestern und schlägt sich erst übermorgen in realer Flächenabsorption nieder. Allzu optimistische Investoren sollten sich dann fragen: Was würde eigentlich passieren, wenn die Wirtschaft morgen nicht mehr so stark wächst wie gestern noch angenommen?

## Einzelhandel: Pop-up-Stores statt 10-Jahres-Verträge

Bei den Einzelhandelsmieten sind Abwärtsrisiken wesentlich leichter zu entdecken. Von Ausnahmen abgesehen ist der Markt für Einzelhandelsflächen inzwischen ein Mietermarkt. Die Machtverschiebung wird zum Beispiel daran deutlich, dass H&M öffentlich sein Interesse

an Mietverträgen mit einer Laufzeit von maximal drei Jahren bekundet. Nicht nur die Vertragslaufzeiten, auch die Flächennachfrage schätzen wir als rückläufig ein. Denn zum einen lässt der Expansionsdrang der Einzelhandelsketten deutlich nach und zum anderen kommen ihre Ladenkonzepte mit weniger Fläche aus. Ausnahmen bestätigen hier die Regel. **Eine stabile Nachfrage nach Ladenflächen erwarten wir nur noch in den besten, das heißt am höchsten frequentierten Lagen – und zwar im internationalen Maßstab.** Hier treten sogar immer mehr neue Akteure, beispielsweise Markenhersteller wie Tesla und Dyson, als Nachfrager auf. Außerhalb dieser Spitzenlagen ist mit schrumpfender Verkaufsfläche zu rechnen. Am Beispiel des geplanten Einzugs von WeWork in das Kaufhof-Objekt auf der Frankfurter Zeil werden in diesem Kontext zwei Dinge deutlich. Erstens: Fast alle Lagen sind „außerhalb dieser Spitzenlagen“. Zweitens: Nur weil diese Lagen als Einzelhandelslagen weniger gefragt sind, heißt das nicht, dass sie auch für andere Nutzungen unattraktiv sind. Ihre Suche nach attraktiven Geschäftslagen beginnen übrigens immer weniger Einzelhändler mit einem 10-jährigen Mietvertrag. Und auch nicht mit einem 3-Jahres-Vertrag. Sie beginnen sie mit einem Pop-up-Store und testen, ob sich der Betrieb eines dauerhaften Ladengeschäfts an dieser Stelle tragen kann.

## Sinkende Nachfrage nach Einzelhandelsflächen fordert Investoren heraus

**Wenn sich Warenhäuser zu Geschäftshäusern XXL wandeln und aus 10-Jahres-Verträgen Pop-up-Stores werden, dann verlangt das den Eigentümern ein hohes Maß an Anpassungsfähigkeit ab.** Für Investoren, die Einzelhandelsimmobilien einst deshalb ins Portfolio aufgenommen haben, um langfristig stabile Mieterträge zu erzielen, ist das ein großer Sprung. Zusammen mit einem insgesamt ungünstigen Ausblick für die Kapitalwerte dürfte dies die Verkaufsneigung erhöhen und wir rechnen damit, dass dies schon ab 2018 zu im Trend steigenden Anfangsrenditen führt. Lediglich in einzelnen, eng

begrenzten Marktsegmenten könnten die Preise noch steigen (z. B. bei Geschäftshäusern in Spitzenlagen oder etablierten Nahversorgungsobjekten ohne Wettbewerber im Einzugsgebiet). Denn wenn eines der raren Top-Objekte an den Markt kommt, dann stehen die Bieter Schlange. Die sinkende Flächennachfrage spüren aber nicht nur die Investoren von Einzelhandelsimmobilien. Auch Projektentwickler und Eigentümer von zum Beispiel Büroimmobilien sind zunehmend damit konfrontiert, weil sich die Erdgeschossflächen in ihren Objekten nur noch in wenigen Lagen mit Einzelhandelsflächen bespielen lassen und auch die Nachfrage nach Gastronomieflächen endlich ist.

## Logistik zieht in die Städte ein, aber nicht in neue Gebäude

Gemessen an der Intensität, mit der das Thema City-Logistik diskutiert wird, ließen sich mit Logistikflächen nicht nur leer stehende Erdgeschossflächen, sondern ganze Städte bespielen. Und weil die Nachfrage nach innerstädtischen Logistikflächen von Amazon, Kaufland und Zalando tatsächlich steigt, werden Blaupausen für die ideale City-Logistikimmobilie skizziert. **Ein neuer Typ innerstädtischer Logistikimmobilie könnte sich jedoch als Fata Morgana erweisen.** Schon in den heutigen Strukturen können den Großstädtern ihre bestellten Waren oft problemlos am Tag nach der Bestellung zugestellt werden. Für eine Same-day- oder gar Same-hour-Lieferung ist das logistische Netz in den Städten sicherlich noch nicht dicht genug, aber bei den Knotenpunkten dieses Netzes handelt es sich um maximal wenige tausend Quadratmeter große Logistikflächen. Wir halten es deshalb für wahrscheinlich, dass der steigende Logistikflächenbedarf in innerstädtischen Lagen im Wesentlichen in der bestehenden Gebäudesubstanz und nicht in einer neuen Form innerstädtischer Logistikimmobilie befriedigt wird, wobei auch hier zum Teil hohe Hürden (Planungsrecht, Lärmschutz etc.) zu überspringen sind. Damit ist die innerstädtische Logistik eher kein Thema für Logistikimmobilienentwickler und -investoren, aber für alle anderen.

## Wohninvestoren wandern in B- und C-Städte, die Bevölkerung ins Umland der A-Städte

Mit dem am stärksten ausgeprägten Flächenmangel sind nach wie vor die Großstadtbewohner selbst konfrontiert, weil ihnen der (bezahlbare) Wohnraum ausgeht. Und wohin ziehen sie stattdessen? In die Mittelmark, nach Harburg oder Straubing. Es sind nicht zuletzt die Speckgürtel-Landkreise, die die höchsten relativen Wanderungsgewinne aufweisen. Und die Investoren? Kaufen Mehrfamilienhäuser in Duisburg, Halle (Saale) und Oberhausen, weichen also mangels Angebot in den A-Städten auf die Städte der zweiten und dritten Reihe aus. Die drei genannten Städte finden sich allesamt in der Liste Top-10-Standorte gemessen an der Zahl der im Jahr 2017 gehandelten Wohneinheiten. Das ist insofern bemerkenswert, als alle drei Städte in den zwanzig Jahren vor dem Höhepunkt der Flüchtlingswelle beinahe kontinuierlich geschrumpft sind und ihnen das gleiche auch für die kommenden zwanzig Jahre prognostiziert wird. Eine mögliche

Interpretation dieses Phänomens: **Der hohe Anlagedruck veranlasst die Investoren dazu, der Marktgröße einen höheren Stellenwert einzuräumen als den fundamentalen Rahmenbedingungen.** In Duisburg lassen sich 50 Mio. Euro zwar leichter investieren als in Teltow, die Wanderungsbewegungen legen jedoch deutlich günstigere Mietwachstumsperspektiven für die brandenburgische Mittelstadt nahe.

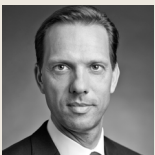
## Immer mehr Endzyklus-Phänomene, aber kein Ende des Zyklus

Die schleichend steigende Risikobereitschaft der Wohninvestoren lässt sich auch bei anderen Nutzungsarten beobachten und kommt in vielen Facetten zum Ausdruck: Kompromisse bei Makro- und Mikrolage, Ausweichen in (ehemalige) Nischen wie Logistik und Studentenwohnen, steigende Bereitschaft zu Projektankäufen usw. Anders gewendet: Die Zahl der endzyklischen Phänomene steigt – sicherlich auch ein Grund für die einleitend erwähnten Störgefühle bei vielen Akteuren. **Doch gerade die**

**Störgefühle verhindern womöglich eine sich selbst beschleunigende, euphoriegetragene Dynamik, die die Marktteilnehmer quasi unbemerkt in den Hochrisikobereich und letztlich zum abrupten Stimmungswechsel führt.** Hinzu kommt: Aus der Perspektive internationaler Investoren genießt Deutschland angesichts der zahlreichen Störfeuer andernorts vielleicht mehr denn je den Status des sicheren Anlagehafens und zieht deshalb überwiegend risikoaverses Geld an, dem Stabilität wichtiger ist als Dynamik. Zyklus ohne Ende also? Sicherlich nicht, aber noch erkennen wir das Ende nicht. Blicke nur der Schwarze Schwan...

## Kontakte

### Ihre Ansprechpartner bei Savills Deutschland



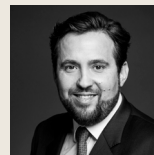
**Marcus Lemli**  
CEO / Investment  
+49 (0) 69 273 000 12  
mlemli@savills.de



**Marcus Mornhart**  
Agency  
+49 (0) 69 273 000 70  
mmornhart@savills.de



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



**Drazenko 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 Partner in Amerika, Europa, Afrika, dem asiatisch-pazifischen-Raum sowie dem Nahen Osten mit über 31.500 Mitarbeitern. In Deutschland ist Savills Immobiliendienstleister mit rund 200 Mitarbeitern in sieben Büros an den wichtigsten Immobilienstandorten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart 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 2017

