

(UN)BEGRÜNDETE SORGE UM PREISBLASEN?

Erklärungsansätze für das aktuelle Wachstum der Immobilienpreise

WAS SIE AUF DIESEN SEITEN ERWARTET...

Die Gefahr von Immobilienpreisblasen in Deutschland erfährt in der Öffentlichkeit und in der Presse aktuell eine große Aufmerksamkeit (IZ 2012). Im Mittelpunkt der Diskussionen stehen die deutlichen Kaufpreisanstiege, die im vergangenen Jahr in einigen regionalen Wohnungsmärkten in einem Tempo zunahmen, das die Deutschen seit Längerem nicht mehr gewohnt sind. Unsanierte Mehrfamilienhäuser in dynamischen Standorten wie München und Hamburg werden bisweilen zum über 20-fachen der Jahresmiete an Privatanleger verkauft. Diese Preisspirale nährt die Sorge um spekulative Übertreibungen. Laut einer Umfrage des Meinungsinstitutes TNS Infratest erachtet bereits jeder dritte Deutsche eine Immobilienpreisblase inklusive eines anschließenden Preisverfalls für möglich.

Der vorliegende Quantum Fokus möchte einen Beitrag zur Versachlichung und Fundierung der Debatte um Preisblasen leisten. Verlaufen etwa die aktuellen Kaufpreisentwicklungen noch im Einklang mit den fundamentalen Marktdaten oder ist bereits eine Überhitzung des deutschen Wohnimmobilienmarktes erkennbar? Welche Wohnungsteilmärkte sind besonders von steigenden Kaufpreisen betroffen? Welche Prozesse liegen diesen Preisentwicklungen zugrunde? Dazu liefert der Beitrag neben geläufigen Erklärungsansätzen für Preisverzerrungen eine Reihe von Kennzahlenanalysen, bei denen die Immobilienpreise in Relation zu fundamentalen Einflussfaktoren wie Mieten, Inflation, Einwohner, Bautätigkeit und Transaktionsvolumen gesetzt und analysiert werden. Zusätzlich wird die Kreditvergabe daraufhin geprüft, inwieweit sie zur Erklärung möglicher Überhitzungstendenzen auf deutschen Wohnungsmärkten beitragen kann. Neben einer Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse für die Wohnungsmärkte bietet die Studie abschließend einen kurzen Exkurs über mögliche Gefahren von Preisblasen auf den gewerblichen Immobilienmärkten.

1.

Preisblasen – Definitionen, Ursachen und Ausprägungen

Wann spricht man von Preisblasen?

Mangels einer einheitlichen Definition werden Preisblasen häufig mit Hilfe des bekannten Boom-Bust-Kursverlaufsmusters beschrieben. Demzufolge folgt einem starken, in kurzer Zeit auftretendem Preisanstieg (Boom) ein abrupter und starker Preistrückgang (Bust). Eine Preisblase gleicht einem instabilen, seifenblasenartigen Gebilde, das sich immer weiter aufbläht, bis es schließlich derart instabil wird, dass es platzt.

Allein starke Preisbewegungen sind allerdings nicht hinreichend, um bereits von einer Blasenbildung zu sprechen. So kann ein Preisanstieg auch aus einer Veränderung des fundamentalen Marktumfeldes, beispielsweise durch Bevölkerungswachstum oder Zinsentwicklungen resultieren. Diese Unterscheidung ist jedoch keineswegs trivial (Rehkugler/Rombach 2011). Eine echte Blase liegt demzufolge nur dann vor, wenn der Wert von Immobilien maßgeblich auf Einschätzungen zukünftiger Entwicklungen basiert: „If the reason that the price is high today is *only* because investors believe that the selling price will be high tomorrow – when „fundamental“ factors do not seem to justify such a price – then a bubble exists“ (Stiglitz 1990, 13). In dieser Sichtweise weichen die Erwartungen der Marktakteure hinsichtlich der Entwicklung fundamentaler Daten immer stärker von der tatsächlichen Datenlage ab. Realisieren sie schließlich, dass ihre Einschätzungen zu optimistisch waren, kommt es zu Verkaufswellen. Die Preise werden dann sukzessive nach unten korrigiert, bis die Blase implodiert.

Erklärungsansätze für Immobilienpreisblasen

Im Folgenden werden im Überblick einige Hintergründe diskutiert, die für Preisblasen auf Immobilienmärkten verantwortlich gemacht werden (Rehkugler/Rombach 2011). Eine zentrale Bedeutung bei der Preisblasenbildung wird beispielsweise der monetären Expansion und der Ausweitung der Kreditvergabe beigemessen. Eine lockere Geldpolitik durch die Zentralbanken kann etwa durch einen Überschuss an Liquidität auf den Weltfinanzmärkten zu einer übertriebenen Immobiliennachfrage führen und damit die Gefahr von Preisblasen erhöhen. Ebenso wird eine deutliche Ausweitung oder Verbilligung des Angebots an Krediten als mögliche Ursache für das Entstehen von Immobilienpreisblasen beurteilt.

Institutionelle Erklärungsansätze wiederum führen das Entstehen von Preisblasen auf ineffiziente staatliche wie auch privatwirtschaftliche Organisationsstrukturen zurück. So verschärft sich durch die Liberalisierung der nationalen Finanzmärkte und den Markteintritt ausländischer Institute der Wettbewerb im inländischen Bankensektor. Dies hat sinkende Finanzierungskosten zur Folge, die zu einer Ausweitung der Kreditvergabe und steigenden Immobilieninvestitionen führen können. Um den Verlust

an inländischen Geschäftskunden zu kompensieren, weiten inländische Banken zudem ihr Geschäftsfeld auf den Immobilienbereich aus. Gleichermaßen wirkte sich die zunehmende Deregulierung der Hypothekmärkte insofern auf die Immobilienmärkte aus, dass sich das Kreditvolumen durch den Markteintritt neuer Banken in das Geschäft mit der Vergabe von Hypothekenkrediten erhöhte und die Finanzierungskosten abnahmen. Geringere Vergabestandards für Hypothekenkredite erhöhen das Risiko, dass zu viele Kredite an Schuldner mit schlechter Bonität vergeben werden, wodurch es zu übertriebenen Hauspreissteigerungen und hieraus resultierenden Instabilitäten für das gesamte Finanzsystem kommen kann. In diesem Zusammenhang gilt auch der Anstieg des Beleihungsauslaufs als mögliche Antriebskraft für Immobilienpreisblasen. Während zu Beginn einer spekulativen Aufblähung die Investitionen durch eine abgesicherte Finanzierung erfolgen, wird dieser sichere Pfad bei optimistischen Erwartungen über steigende Immobilienpreise verlassen. So gehen die meisten Immobilienpreisblasen mit einer Absenkung der Kreditvergabestandards einher, wobei die laxe Kreditvergabe mit dem Hinweis auf zukünftig erwartete Immobilienpreissteigerungen gerechtfertigt wird (IWP 2010). Weitere Diskussionen zu möglichen institutionellen Ursachen von Immobilienpreisblasen konzentrieren sich insbesondere auf die Verbriefung von Hypothekenkrediten und fiskalinduzierte Verzerrungen durch staatliche Eingriffe (z.B. Sonderabschreibung Ost).

Verhaltensbasierte Erklärungsansätze sehen vor allem im irrationalen Verhalten der Marktakteure mögliche Gründe für Immobilienpreisblasen. Im Mittelpunkt steht die Theorie des positiven Feedbacks. Die Anleger lassen sich von vorangegangenen Preissteigerungen, positiven Stimmungen unter den anderen Marktakteuren, Gerüchten oder übertriebenen Erwartungen über die zukünftige Preisentwicklung zu irrationalen Investitionsentscheidungen verleiten. In der Folge verstärkt sich der Preisanstieg, was wiederum die Immobiliennachfrage weiter stimuliert. Die Einschätzungen der Marktteilnehmer stehen zunehmend nicht mehr im Einklang mit den Werten, die aufgrund der ökonomischen Fundamentalvariablen gerechtfertigt wären. Starke Preisanstiege werden unreflektiert in die Zukunft fortgeschrieben und Wachstumsraten erwartet, die weit über dem historischen Trendverlauf liegen. Immobilienakteure gewöhnen sich in diesem Fall an zweistellige Kaufpreisanstiege pro Jahr und richten ihr Handeln darauf aus, dass die Preise auch künftig im gleichen Tempo zulegen. Eine häufige Ausprägung der positiven Feedbackschleife ist das sogenannte Herdenverhalten, bei dem die Anleger unreflektiert den Anlageentscheidungen anderer Investoren folgen.

Identifikation von Preisblasen

In der Realität ist die Entstehung von Preisblasen ein komplexer und vielschichtiger Prozess und stets das Resultat einer Kombination verschiedener Ursachen. Dazu gehören u.a. Kapital- und Kreditmärkte, Konjunktur, Politik, Bautätigkeit, Demographie, Qualität und Preisstabilität des Mietsektors, kulturelle Faktoren und eine Vielzahl weiterer Faktoren, die sich in einzelnen

Wohnungsmärkten jeweils unterschiedlich darstellen. Ein theoretischer Zusammenhang zwischen einzelnen Ereignissen und Preisblasen lässt sich daher nur bedingt modellieren (Lind 2009).

Die am häufigsten verwendete Methode, um die Gefahr von Preisblasen zu erkennen, ist die fundamentale Sichtweise, die auch in diesem Beitrag die Grundlage für die weiteren Analysen bildet. Im Mittelpunkt steht die Kennzahlenanalyse, bei der die Immobilienpreise in Relation zu fundamentalen Einflussfaktoren wie Mieten, Inflation, Einkommen, Einwohner, Bautätigkeit und Transaktionsvolumen gesetzt werden. Weicht eine Kennzahl signifikant von ihrem langfristigen Trend ab, ohne dass ein struktureller Bruch auf dem jeweiligen Markt erkennbar wäre, kann dies als Anzeichen für Überhitzungen gewertet werden. Zusätzlich wird das Thema der Kreditvergabe als wichtige Prüfgröße für mögliche Überhitzungsgefahren aufgegriffen.

2.

Wohnungsmärkte: Preisblasen oder nur vereinzelte Überhitzungen?

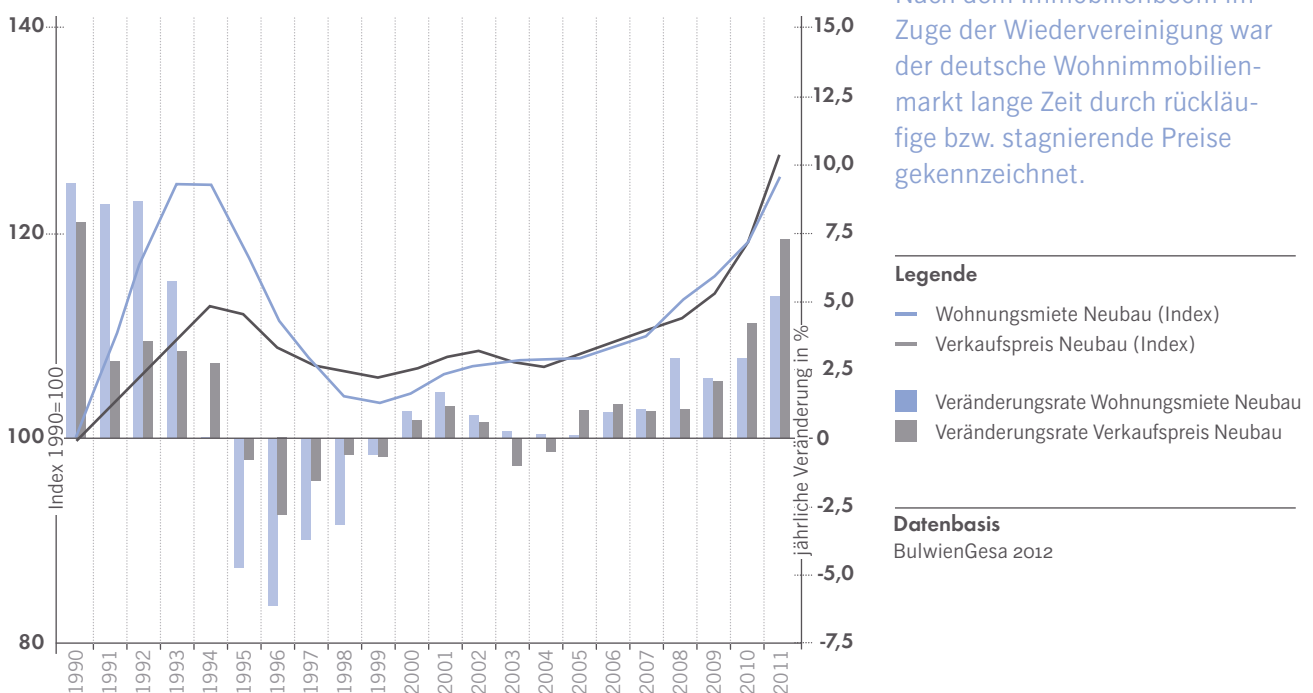
Nach mehr als einer Dekade sind die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland in den Jahren 2010 und 2011 wieder flächendeckend real gestiegen. Zweistellige jährliche Preisanstiege in einigen regionalen Wohnungsmärkten eröffnen aktuell Diskussionen über mögliche Preisblasen. In deren Mittelpunkt stehen zum einen neue Luxusquartiere in ausgewählten Großstädten. Durch die Presse ging beispielsweise das Neubauprojekt „The Seven“ im Münchner Glockenbachviertel. Auf einem ehemaligen Heizkraftwerkgelände werden rund 80 Wohneinheiten im Luxussegment realisiert. Bei Wohnungsgrößen von 400 bis 700 qm und Quadratmeterpreisen von rund 20.000 € wird allerdings deutlich, dass es sich hierbei um ein marginales Marktsegment handelt. Zum anderen konzentrieren sich die Debatten auf Wohnungsmärkte mit besonders dynamisch steigenden Kaufpreisen. Die Begeisterung etwa für Berliner Wohnungen seitens in- und ausländischer Kapitalanleger ließ die Preise für Bestandswohnungen von 2007 bis 2012 um über 20 % steigen, jene für Neubauwohnungen um rund 28 %. In begehrten Innenstadtlagen liegen die Preissteigerungen sogar deutlich über diesen Durchschnittswerten.

Bundesweit relativ stabile Preisentwicklung...

Wie entwickeln sich nun aber die Wohnimmobilienpreise und -mieten in Deutschland insgesamt? Im historischen Vergleich zeigt sich eine relativ stabile Entwicklung (Abb. 1). Im Vergleich aller OECD-Mitgliedsstaaten wiesen die deutschen Wohnimmobilienpreise die geringsten Schwankungen auf (BMVBS 2012).

→ Abbildung 1

Miet- und Kaufpreisentwicklung in Deutschland 1990 - 2011



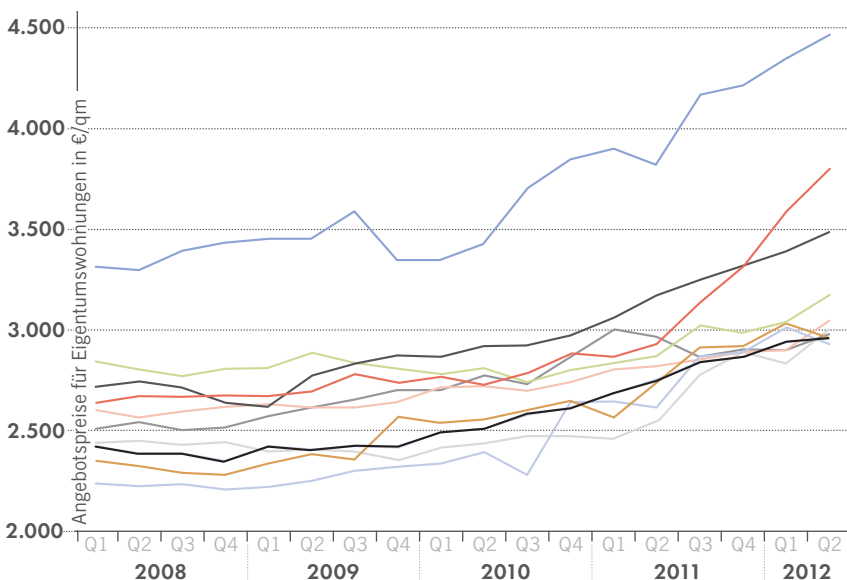
Dabei verlief die Entwicklung des deutschen Wohnimmobilienmarktes seit 1990 fast spiegelbildlich zu den Märkten in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Während die Wohnungspreise in Europa und den USA Anfang der 1990er Jahre stagnierten bzw. fielen, erlebte der deutsche Immobilienmarkt im Zuge der Wiedervereinigung und der Sonderabschreibung Ost einen Immobilienboom. Insbesondere der Mietwohnungsmarkt erlebte Wachstumsraten von über 7,5 % p.a. Überinvestitionen im Wohnungsbau ließen bis Mitte der 1990er Jahre eine Immobilienpreisblase anwachsen, deren Platzen zu rückläufigen bzw. stagnierenden Preisen und Mieten führte (Dreger/Kholodilin 2011). Erst seit 2008 zeichnet sich wieder ein deutlicher Anstieg ab, der aktuell insbesondere beim Preis Höchststände erzielt. Damit nimmt der deutsche Immobilienmarkt in Europa wieder eine Sonderrolle ein. Während in anderen Ländern im Zuge der Finanzmarkt- und Euroschuldenkrise Abwertungen registriert und weiter erwartet werden, ziehen die Immobilienpreise in Deutschland deutlich an.

...aber mit deutlichen Preissprüngen in ausgewählten Städten

Ein regional differenzierter Blick verdeutlicht, dass die Stadtkreise klar die Treiber des derzeitigen Preiswachstums sind. Hier steigerten sich die inserierten Angebotspreise für neuere Eigentumswohnungen Anfang 2012 deutlich und liegen 6,1 % über dem Niveau des Vorjahresquartals. In Landkreisen sind die Preise im selben Zeitraum nur um 2,3 % gestiegen (empirica 2012). Vor allem auf den Wohnungsmärkten mit bereits hohem Preisniveau, z.B. München, Freiburg, Hamburg, Stuttgart und Frankfurt, prallt die Nachfrage nach Wohnimmobilien auf ein begrenztes Angebot, wodurch dort die Preise seit 2008 um bis zu 40 % sprunghaft anstiegen (Abb. 2).

→ Abbildung 2

Preisentwicklung für Eigentumswohnungen in den teuersten Wohnungsmärkten



*Angaben für Baujahre ab 2000, 60 - 80 qm Wohnfläche und höherwertige Ausstattung

Besonders in prosperierenden Kernstädten ziehen die Kaufpreise für Eigentumswohnungen seit 2008 deutlich an.

Legende

- München
- Freiburg
- Hamburg
- Regensburg
- Erlangen
- Bamberg
- Stuttgart
- Ingostadt
- Frankfurt a.M.
- Ulm

Datenbasis
empirica 2012

Dieser enorme Preisanstieg betrifft darüber hinaus Märkte jenseits der teuersten Wohnstandorte. Besonders auffällig ist hierbei die Bundeshauptstadt Berlin. Jüngste Preissteigerungen sind ein Indiz dafür, dass auch dort das verfügbare Objektangebot immer kleiner wird und die Nachfrage deutlich steigt. Dazu trägt unter anderem die hohe Beliebtheit Berliner Immobilien bei institutionellen wie auch privaten Investoren bei. Selbst einige ostdeutsche Wohnungsmärkte steigen im Kurs und zeigen aktuell eine leichte Aufwärtsbewegung bei den Preisen (u.a. Erfurt, Jena und Rostock).

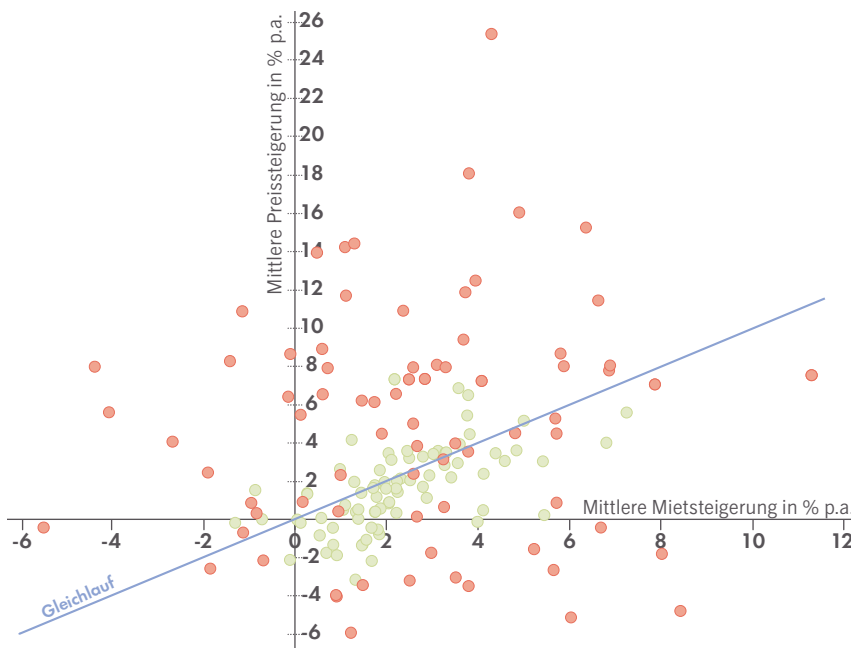
Miet- und Preisentwicklung (noch) im Einklang

Ein Indikator, um mögliche Preisblasen zu identifizieren, ist das Verhältnis zwischen Kauf- und Mietpreisentwicklung. Der fundamentale Preis einer Immobilie sollte sich nicht stark vom diskontierten Strom der zukünftigen Mieten unterscheiden. D.h. steigen die Kaufpreise deutlich schneller als die Mieten, spekulieren die Käufer explizit oder implizit auf weiter steigende Mieten und nehmen dafür eine sinkende Mietrendite in Kauf. Folgen die Mieten der Preisentwicklung dauerhaft nicht, wären Immobilien überbewertet.

Der relativ starke Gleichlauf der Preis- und Mietentwicklungen zwischen den Jahren 2007 und 2012 (Korrelation: 0,60) deutet für die meisten großen Wohnungsmärkte in Deutschland auf einen tragfähigen Aufschwung mit stabilen Renditen hin (Abb. 3). Etwas größere Abweichungen zeigen lediglich München und Freiburg mit rund 3,3 % bzw. 5,2 % p.a. In den USA betrug der Unterschied zwischen Preis- und Mietentwicklung zwischen 2000 und 2006 rund 6,6 % p.a., in Großbritannien waren es sogar 11 % p.a. Aus den Miet- und Kaufpreisverläufen lassen sich damit für die größten deutschen Wohnungsmärkte in den letzten fünf Jahren keine Übertreibungen ableiten, zumal ein etwas schnelleres Wachstum der Preise gegenüber den Mieten aufgrund der Zinssenkungen, die die Kosten der Selbstnutzung im Vergleich zu den Mietkosten reduziert haben, konsistent ist.

→ Abbildung 3

Entwicklung der Preis-/Mietrelation auf den 80 größten deutschen Wohnungsmärkten



*Angabe für Baujahre ab 2000, 60 - 80 qm Wohnfläche und höherwertige Ausstattung in 80 Städten

Die Kaufpreise für Eigentumswohnungen sind im vergangenen Jahr deutlich stärker gestiegen als die Mieten.

Legende

- Preis-/Mietrelation 2007-2012 p.a.
- Preis-/Mietrelation 2011-2012 p.a.
- Gleichlauf

Datenbasis
empirica 2012

Ein anderes Bild ergibt sich bei einem kurzfristigen Betrachtungshorizont. Die Kaufpreise stiegen seit 2011 in einigen Städten zuletzt deutlich stärker als die Mieten. Die Korrelation zwischen Miet- und Preisentwicklung (0,18) ist entsprechend gering ausgeprägt. Besonders auffällig ist die Situation u.a. in Freiburg, Erlangen, Mainz, Hamburg, Hannover, München, Ulm und Würzburg. Dort übersteigt die Preisentwicklung für Eigentumswohnungen mit zweistelligen Wachstumsraten deutlich die der Mietwohnungen. Insbesondere in den guten Lagen trifft dort ein hoher Nachfragedruck auf ein schrumpfendes Angebot an Kaufobjekten, was die Kaufpreise massiv nach oben treibt. Mit dieser hohen Dynamik halten die Mieten vor Ort nicht mehr Schritt. Wengleich die gesetzlichen Bestimmungen im Bereich des Mietrechts die Interpretation der Preis-Miet-Relation erschweren, muss die Entwicklung auf diesen Wohnungsmärkten weiterhin wachsam beobachtet werden. Ein weiteres Auseinanderdriften der Kaufpreis- und Mietentwicklung würde dort die Gefahr vor Überhitzungen und Preisblasen erhöhen.

(Noch) keine Abkoppelung der Preisentwicklung

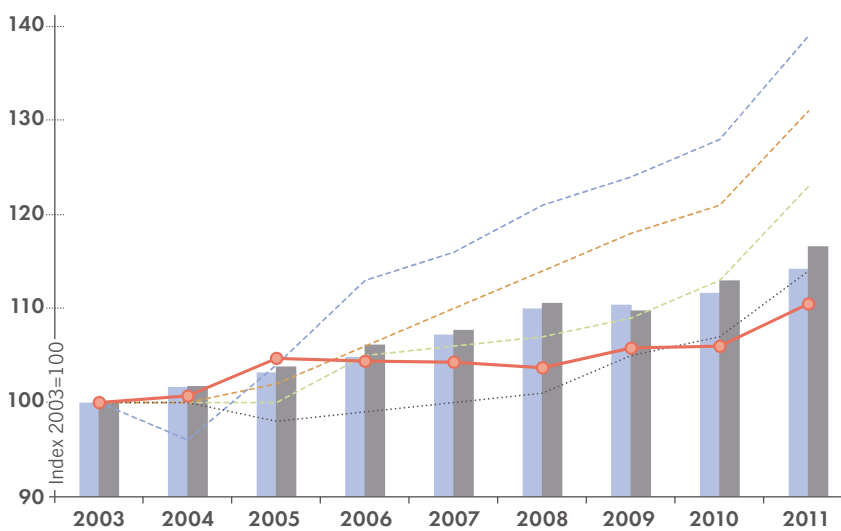
Ein weiterer Hinweis auf Marktübertreibungen ist die Abkoppelung der Kaufpreisentwicklungen von der Einkommensentwicklung und/oder den Verbraucherpreisen. Die Transaktionsdatenbank der vom Verband deutscher Pfandbriefbanken und seinen Mitgliedsinstituten finanzierten und damit tatsächlich gehandelten Eigentumswohnungen liefern hierzu eine gute Analysebasis. In über der Hälfte der insgesamt 412 deutschen Kreise lagen die Preissteigerungsraten für Eigentumswohnungen im vergangenen Jahr zwischen 1% und 3 % (vdp 2012). Angesichts eines Anstiegs der Verbraucherpreise von 2,3 % im gleichen Zeitraum ist diese Zunahme moderat. Partiiell kann auch die positive Einkommensentwicklung die Teuerung auf dem deutschen Wohnungsmarkt begründen. Sowohl die Verbraucherpreise als auch das verfügbare Einkommen sind seit 2003 stärker angestiegen als der bundesweite auf den aktuellen Transaktionsdaten basierende vdp-Preisindex für Eigentumswohnungen (Abb. 4).

Regional hat sich der deutsche Wohnungsmarkt 2011 allerdings weiter ausdifferenziert. So reflektieren Preisanstiege von über 4% gegenüber 2010 in rund 15 % der deutschen Kreise die enorme Nachfrage nach Eigentumswohnungen. Vor allem München (8,8 %), Berlin (8,6 %), Hamburg (8,1%) und Frankfurt (6,5 %) sind durch einen besonders deutlichen Preisanstieg gekennzeichnet. Während sich die Preise für Eigentumswohnungen in Berlin und Hamburg bereits 2005/2006 von den Fundamentaldaten abkoppelt haben, zeigen 2011 alle vier Metropolen überproportionale Zuwächse. Vor dem Hintergrund der lange Zeit zu geringen Bautätigkeit und überdurchschnittlicher Einkommenszuwächse in den vier Metropolen haben auch diese Veränderungsdaten noch ein tragfähiges Fundament. Hinzu kommt, dass die Anzahl der Erwerbstätigen in den dargestellten Großstädten kräftiger zunahm als im Bundesdurchschnitt. Ein robuster Arbeitsmarkt erhöht die

Planungssicherheit der Haushalte und damit i.d.R. die Bereitschaft zum Immobilienkauf. Für Berlin wird zusätzlich häufig das vergleichsweise geringe Preisniveau angeführt, wobei die dortige geringe Kaufkraft dieses Argument etwas relativiert.

→ Abbildung 4

Preise für Eigentumswohnungen, verfügbares Einkommen und Inflation



Die enorme Nachfrage nach Eigentumswohnungen in den Metropolen Berlin, Hamburg, München und Frankfurt bildet sich in einem deutlichen Preisanstieg ab.

Legende

- Verbraucherpreisindex
- Verfügbares Einkommen
- - - vdp-Index München
- - - vdp-Index Hamburg
- - - vdp-Index Berlin
- vdp-Index Frankfurt
- vdp-Index Deutschland

Datenbasis

vdp 2012
Statistisches Bundesamt 2012

Es bleibt festzuhalten, dass trotz der relativ geringen Zahl der Wohnungsmärkte, die starke Preissteigerungen aufweisen, diese aufgrund ihrer absoluten Größe einen erheblichen Anteil am gesamten Marktgeschehen in Deutschland präsentieren. Sollten aus den gegenwertigen Preiszuwächsen naive Erwartungen bezüglich einer weiteren Preisrallye abgeleitet werden, könnten dort Preisblasen entstehen, die sich auch auf die Gesamtwirtschaft auswirken würden. Die anhaltende Aufwärtsbewegung des vdp-Index für Eigentumswohnungen in Deutschland spiegelt im zweiten Quartal 2012 (auf 114 Punkte) die ungebrochen hohe Nachfrage wider, die sich ebenfalls in der wachsenden Zahl von Transaktionen abbildet.

Transaktionsvolumen nimmt wieder zu

Wenn die Immobilien in Erwartung weiter steigender Preise häufiger die Besitzer wechseln, erhöht sich die Gefahr spekulativer Preisblasen. Vor dem Hintergrund der Staatsschuldenkrise in Europa und der weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen erfährt die Nachfrage von institutionellen und privaten Käufern nach Wohnimmobilien eine starke Zunahme. Nach Angaben von Jones Lang LaSalle übertrafen die Investitionen am deutschen Wohnimmobilienmarkt im ersten Halbjahr 2012 mit rund 6,4 Mrd. € bereits das gesamte Transaktionsvolumen im Jahr 2011.

Schon im Jahr 2011 gewannen die Transaktionen von größeren Mietwohnungsbeständen nach relativ niedrigem Transaktionsumfang in den beiden Vorjahren deutlich an Fahrt. Die Anzahl der in größeren Portfolios und in kleineren Paketen gehandelten Wohnungen (ab 800 Wohneinheiten) hat sich gegenüber 2010 fast verdreifacht. Insbesondere großvolumige Transaktionen haben dazu beigetragen, dass bereits im ersten Halbjahr 2012 mit 120 Tsd. gehandelten Wohneinheiten die Jahresvolumina von 2009 bis 2011 deutlich überschritten wurden. Das erhöhte Transaktionsvolumen wird begleitet von einer zunehmenden Wiederverkaufsrate. Über 80 % der auf dem Markt gehandelten Portfolios wurden zwischen 1999 und 2011 bereits mehrfach verkauft (BBSR 2012b). Generell können erhöhte Transaktionsvolumina und Wiederverkaufsrate ein Indiz für spekulative Entwicklungen sein. Während sicherheitsorientierte Investoren ihre Immobilien bei den ersten kräftigen Preisanstiegen verkaufen und Gewinne realisieren, steigen kontinuierlich neue Investoren ein und setzen auf weiter steigende Preise. Insgesamt liegen die Verkaufszahlen allerdings noch deutlich unter den Transaktionsvolumina in den Boomjahren 2004 bis 2007.

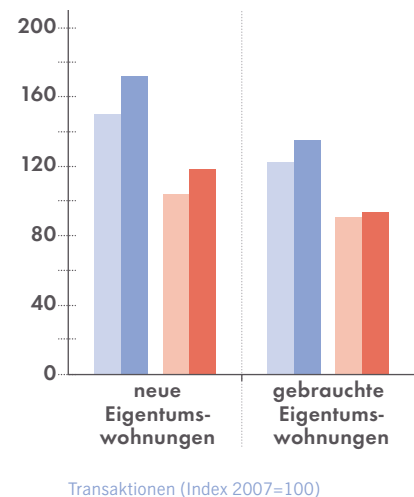
Parallel zu den Verkaufszahlen großer Wohnungsbestände belegt die Erhebung der Gutachterausschüsse (BBSR 2012), dass auch bei privaten Kleinanlegern die Transaktionstätigkeit für Eigentumswohnungen in den deutschen Großstädten 2011 deutlich zugenommen hat. Im Neubausegment stieg die Zahl der veräußerten Eigentumswohnungen seit 2007 um rund 70 %, im Bestand um etwa 35 % (Abb. 5). 2008 erfassten die Gutachterausschüsse in den deutschen Großstädten 2,5 Transaktionen pro 1.000 Einwohner, 2011 waren es bereits 4,8 gehandelte Einheiten. Die Deutschen kaufen und verkaufen damit fast doppelt so viele Wohnungen wie 2008. Im Transaktionsschub spiegeln sich neben den Bevölkerungszuwächsen und den geringen Zinsen auch die Angst vor Inflation und Euroschuldenkrise in der Bevölkerung wider, die den Trend zur Immobilienanlage auch bei privaten Anleger befeuern.

Bevölkerungszuwachs in prosperierenden Metropolregionen

Bei einem zumindest kurzfristig unterstellten starren Wohnungsangebot bestätigen empirische Studien, dass vorwiegend die demographische Entwicklung – neben anderen Bestimmungsgrößen, z.B. Marktfähigkeit des Wohnungsbestands – einen signifikanten Einfluss auf das regionale Gefüge der Wohnimmobilienpreise in Deutschland ausübt (u.a. Pomogajko/Voigtländer 2012). Wachsende Haushaltszahlen generieren unmittelbar eine zusätzliche Wohnungsnachfrage, die lokal zu Miet- und Kaufpreissteigerungen führen kann. Die Bevölkerungsentwicklung in den größten 80 Städten Deutschlands korreliert sichtlich mit deren Kaufpreisentwicklung. Je stärker die Einwohnerzahl zwischen 2007 und 2011 gewachsen ist, desto stärker sind die Kaufpreise in diesen Wohnungsmärkten angestiegen (Abb. 6). Aus Investorensicht riskant erscheinen die Märkte, deren Kaufpreisentwicklungen trotz schrumpfender Bevölkerungszahl momentan einen deutlichen Anstieg verzeichnen.

→ Abbildung 5

Transaktionen und Kaufpreise von Eigentumswohnungen in Großstädten



Legende

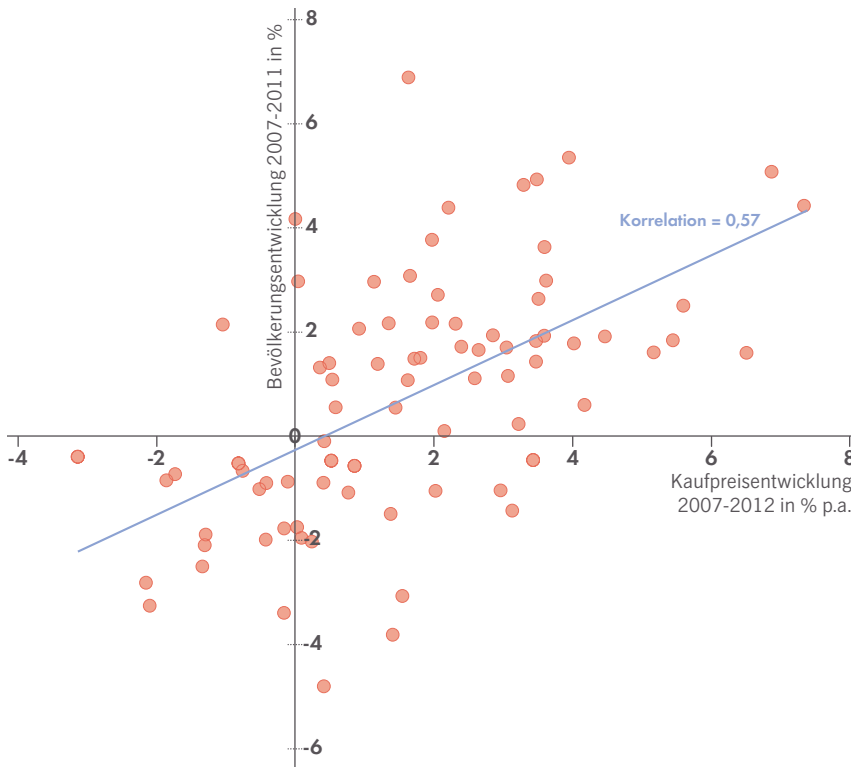
- Transaktionen 2010
- Transaktionen 2011
- Kaufpreise 2010
- Kaufpreise 2011

Datenbasis

BBSR 2012

→ Abbildung 6

Bevölkerungsentwicklung als Preistreiber



Die demographische Entwicklung übt einen signifikanten Einfluss auf das regionale Kaufpreisgefüge aus.

Datenbasis

Statistisches Bundesamt 2012; empirica 2012

*Angabe für Baujahre ab 2000, 60 - 80 qm Wohnfläche und höherwertige Ausstattung in 80 Städten

Die deutlichen Preissteigerungen im vergangenen Jahr sind eine Folge der jüngsten positiven demographischen Entwicklung. Ursache für das Bevölkerungsplus von insgesamt 50 Tsd. Personen sind die hohen Wanderungsgewinne gegenüber dem Ausland (240 Tsd. Zuwanderer), die mitunter auf die Einführung der vollständigen Arbeitnehmerfreizügigkeit der im Jahr 2004 beigetretenen EU-Länder zurückzuführen ist. Binnen- und Außenwanderungsgewinne machen sich hauptsächlich in den Metropolen bemerkbar. Entsprechend ist die Einwohnerzahl in den sieben größten Städten Deutschlands im vergangenen Jahr insgesamt um über 133 Tsd. gegenüber 2010 gestiegen. Besonders in diesen wachsenden Städten baut sich seit 2006 eine deutliche Kluft zwischen Wohnungsfertigstellungen und demographiebedingter Wohnungsnachfrage auf. So wiesen im Zeitraum 2001 bis 2010 lediglich 10 % der bundesdeutschen Kreise mit steigenden Haushaltszahlen auch zunehmende Neubauzahlen auf. Vorwiegend in Wohnungsmärkten mit rückläufigen Fertigstellungen und parallel steigenden Haushaltszahlen ist zukünftig weiterhin mit steigenden Mieten und Preisen zu rechnen. Insbesondere ländliche Regionen müssen hingegen mit zum

Teil erheblichen – auch abwanderungsbedingten – Bevölkerungsrückgängen und ergo sinkenden Wohnungsmieten sowie -preisen rechnen. Da sich das Wohnungsangebot in Deutschland durch den langen Zeitraum geringer Neubauaktivität an den Bedarf angeglichen hat und sich nur verzögert an Nachfrageänderungen anpassen kann, lösen aktuell bereits überschaubare Nachfragebelebungen sichtbare Preisreaktionen aus. Somit können Wohnungsmärkte auch ohne spekulative Erwartungsbildung starken Schwankungen unterworfen sein.

Bautätigkeit seit Jahren auf niedrigem Niveau

Die Kaufpreise ergeben sich i.d.R. aus dem Wechselspiel zwischen Wohnungsnachfrage und der angebotsseitigen Entwicklung. Nach einer Phase hoher Bautätigkeit im Zuge der Wiedervereinigung wurden in Deutschland seit Mitte der 1990er Jahre immer weniger Wohnungen gebaut. Investoren und Projektentwickler verhielten sich nach dem steuerinduzierten Neubauboom infolge stagnierender und sogar rückläufiger Miet- und Kaufpreisentwicklungen im Zeitraum 1995 bis 2005 zurückhaltend. Ein besonders starker Einbruch der Neubauzahlen auf rund 50 Tsd. Neubauwohnungen p.a. zeichnete sich im Geschosswohnungsbau ab. Anders als in Deutschland stimulierten in zahlreichen europäischen Ländern kräftige Preisanstiege zwischen 2004 und 2007 das Vertrauen in weiter steigende Preise und damit den Neubau, was wiederum auch spekulative Investoren auf den Plan rief. Der spanische Wohnungsmarkt kollabierte beispielsweise nach einer Neubauschwemme von rund 600 Tsd. Wohnungen p.a., und das bei nur 40 Mio. Einwohnern (Euroconstruct 2011).

Die Folge der über Jahre zu geringen Neubautätigkeit in Deutschland ist ein stagnierendes und zuletzt sogar schrumpfendes Wohnungsangebot, das hauptsächlich in prosperierenden Metropolregionen zur momentanen Anspannung beiträgt. Derzeit reagiert der Markt auf lokale Knappheiten. So sind im Jahr 2011 die Baufertigstellungen gegenüber dem Vorjahr um mehr als 15 % auf insgesamt 161.200 Neubauwohnungen gestiegen. Auch der Wohnungsneubau in Mehrfamilienhäusern hat sich seit dem Tiefststand 2009 (52.600) mit einem Plus von 19,6 % etwas erholt. 2011 wurden rund 63 Tsd. Wohneinheiten in Mehrfamilienhäusern fertiggestellt, davon kamen etwa die Hälfte als Eigentumswohnungen auf den Wohnungsmarkt. Auch im kommenden Jahr könnte es in puncto Fertigstellungen einen weiteren Aufwärtstrend geben. So wurden 2011 insgesamt rund 200 Tsd. Wohneinheiten genehmigt.

→ Tabelle 1

Deutliches Bevölkerungszuwachs 2011 in den Top-7-Wohnungsmärkten

Der jüngste Bevölkerungszuwachs machte sich vor allem in den Großstädten bemerkbar.

Bevölkerungszuwachs 2011 absolut

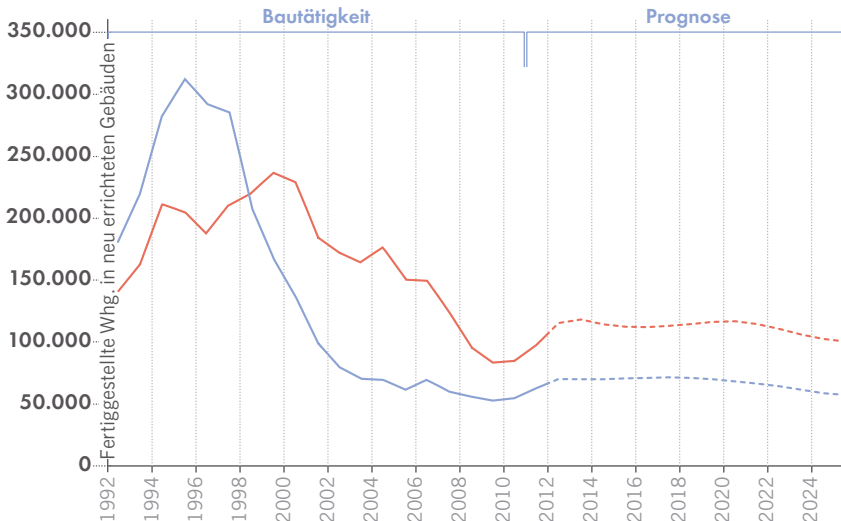
Berlin	+ 41.147
Hamburg	+ 12.696
München	+ 24.990
Köln	+ 28.998
Frankfurt a.M.	+ 18.371
Stuttgart	+ 4.814
Düsseldorf	+ 2.424

Datenbasis

Statistisches Bundesamt 2012

→ Abbildung 7

Bautätigkeit in Deutschland 1992-2005



Seit 2000 sind die Neubauzahlen vor allem im Geschosswohnungsbau stark eingebrochen.

Legende

- Ein- und Zweifamilienhäuser
- Mehrfamilienhäuser

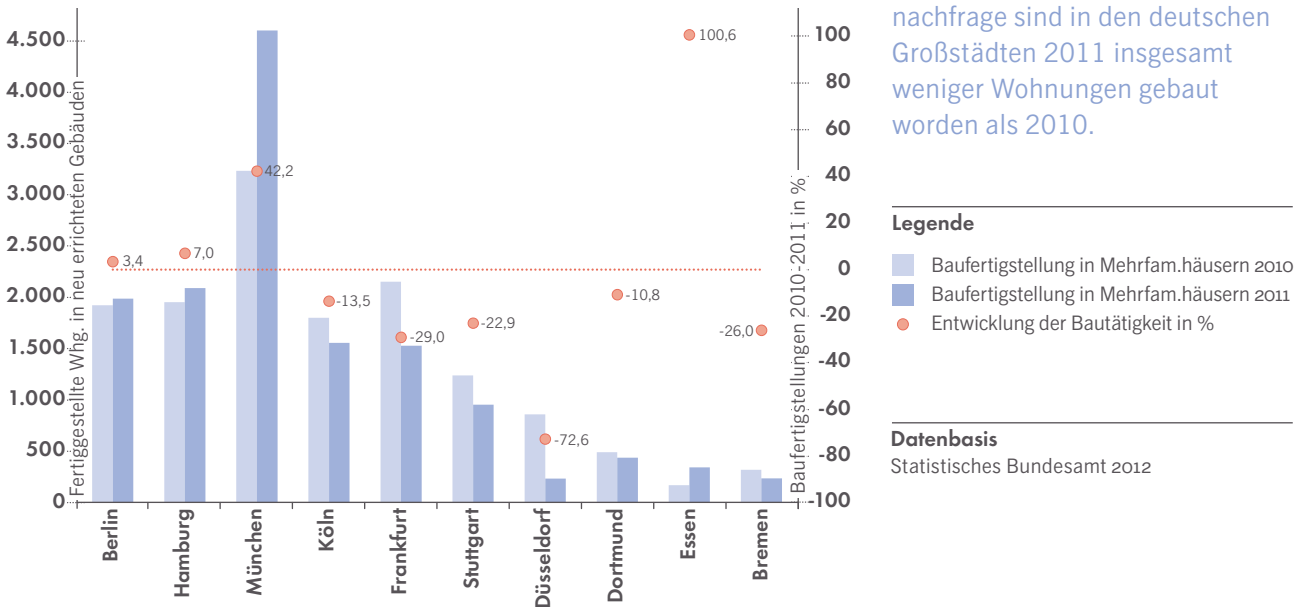
Datenbasis

Statistisches Bundesamt 2012; BBSR 2012

Wie die Erfahrungen beispielsweise aus Spanien oder Irland zeigen, können spekulativ überzeichnete Immobilienpreise die Neubautätigkeit über einen bestimmten Zeitraum hinweg stimulieren und mittel- bis langfristig zu deutlichen Angebotsüberhängen führen. In Deutschland hält trotz insgesamt leicht steigender Neubau- und Genehmigungszahlen der Nachfrageüberhang in vielen Wohnungsmärkten an. Erstens liegt die Bautätigkeit in Deutschland immer noch unter dem Niveau, welches verschiedene Forschungsinstitute (u.a. BBSR, IW, empirica) für nachhaltig erforderlich halten. Die Experten beziffern den kurz- bis mittelfristigen Bedarf allein im Mehrfamilienhaussegment auf rund 70 Tsd. bis 100 Tsd. Neubauwohnungen p.a. Zweitens wurden im vergangenen Jahr in Großstädten mit mehr als 250 Tsd. Einwohnern insgesamt sogar weniger Geschosswohnungen erstellt als 2010. Dahinter stehen heterogene Entwicklungen, die von einer deutlich gesteigerten Bautätigkeit in München (+42 %), über leichte Zuwächse in Berlin (+3 %) und Hamburg (+7%) bis zu zweistelligen Rückgangsraten in Köln (-14 %), Stuttgart (-23 %), Frankfurt (-29 %) und Düsseldorf (-73 %) reichen (Abb. 8). Drittens reagiert die Angebotsseite zeitlich verzögert auf Nachfrageentwicklungen. Neubauten umfassen mit rund 0,5 % nur einen marginalen Anteil am gesamten Gebäudebestand. Bei einer einprozentigen Nachfragesteigerung müsste die Bautätigkeit entsprechend verdoppelt werden. Dies ist kurzfristig kaum zu realisieren, woraus lange Anpassungsfristen und deutliche Preisschwankungen resultieren (IWP 2010).

→ Abbildung 8

Geschosswohnungsbau in den zehn bevölkerungsreichsten Städten (2010 - 2011)



Trotz steigender Wohnungsnachfrage sind in den deutschen Großstädten 2011 insgesamt weniger Wohnungen gebaut worden als 2010.

Legende

- Baufertigstellung in Mehrfam.häusern 2010
- Baufertigstellung in Mehrfam.häusern 2011
- Entwicklung der Bautätigkeit in %

Datenbasis

Statistisches Bundesamt 2012

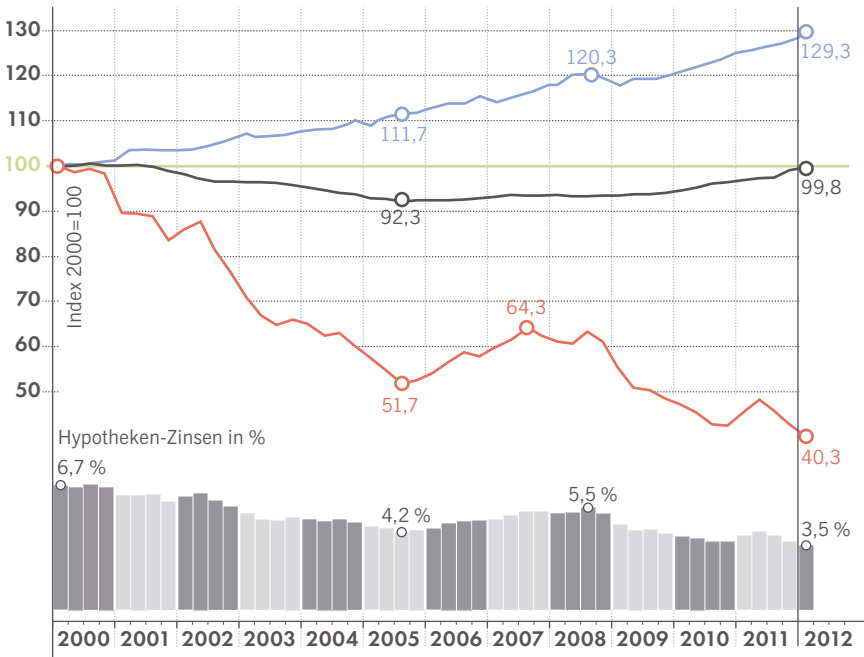
Deutsche Immobilien sind (noch) erschwinglich

Zur Identifikation von Preisverzerrungen auf Wohnungsmärkten wird häufig auch die Preisentwicklung eines bestimmten Wohnimmobilienmarktes ins Verhältnis zum verfügbaren Pro-Kopf-Einkommen gesetzt. Die Erschwinglichkeit von Immobilien ist generell durch drei Faktoren bedingt: Der Kaufpreis einer Immobilie, das verfügbare Einkommen sowie die Krediteigenschaften Laufzeit, Zinsniveau und Fremdkapitalanteil. Eine Kennzahl, die auch die Hypothekenzinsen erfasst, ist der Erschwinglichkeitsindex der Deutschen Bank. Dieser wird aus der jährlichen Zinszahlung zur Bedienung einer Hypothekenschuld und dem durchschnittlichen verfügbaren Haushaltseinkommen gebildet. Steigt der Index langfristig auf ein ungewöhnlich hohes Niveau, kann dies als Anzeichen für die Bildung einer Preisblase gewertet werden.

Die Abbildung 9 verdeutlicht, dass trotz steigender Hauspreise das Wohneigentum im langjährigen Vergleich erschwinglich bleibt. Der Anstieg der Wohnungspreise seit 2005 wird durch die positive Einkommensentwicklung und die niedrige Zinsbelastung überkompensiert, so dass der Erschwinglichkeitsindex im zweiten Quartal 2012 auf einen Wert von 40 (2000=100) gefallen ist (Deutsche Bank 2012). Wenngleich durch das aktuell günstige Finanzierungsumfeld die steigenden Immobilienpreise in der monatlichen Belastung der Haushalte kaum zu Buche schlagen, müssen regionale Unterschiede bei der Erschwinglichkeit von Wohneigentum beachtet werden. Wesentlich höhere Belastungen zeigen insbesondere Wohnungsmärkte mit überdurchschnittlich hohem Preisniveau, z.B. München.

→ Abbildung 9

Erschwinglichkeitsindex für Wohneigentum



Die steigenden Hauspreise werden durch die positive Einkommensentwicklung und die niedrigen Zinsbelastungen überkompensiert.

Legende

- Verfügbares Einkommen
- Hauspreise
- Erschwinglichkeitsindex

Datenbasis

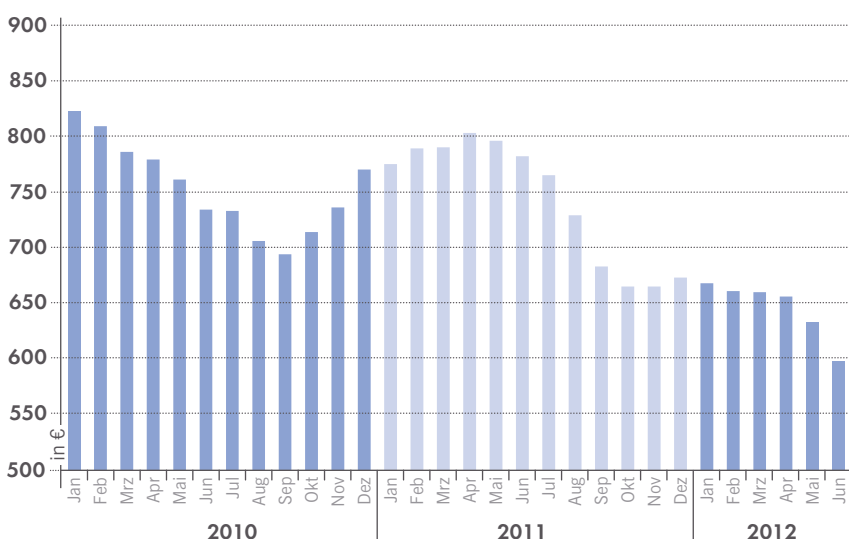
Deutsche Bank 2012

Gegen Spekulationsblasen spricht die konservative deutsche Finanzierungskultur

Günstige Kredite tragen entscheidend zur Attraktivität von Wohnimmobilieninvestments bei. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus mussten Bankkunden im Juni 2012 lediglich 598 € im Monat für ein Standarddarlehen aufbringen (150.000 €, 2 % Tilgung, 80 % Beleihung, zehn Jahre Zinsbindung). Im Vorjahresmonat waren es noch 783 € (Dr. Klein 2012).

→ Abbildung 10

Monatliche Belastung für ein Standarddarlehen seit 2010



Die niedrige monatliche Belastung für ein Standarddarlehen erhöht die Attraktivität von Wohnimmobilieninvestments in Deutschland.

Legende

- Standardrate (150 Tsd. €, 2 % Tilgung, 80 % Beleihung, 10 Jahre Zinsbindungsdauer)

Datenbasis

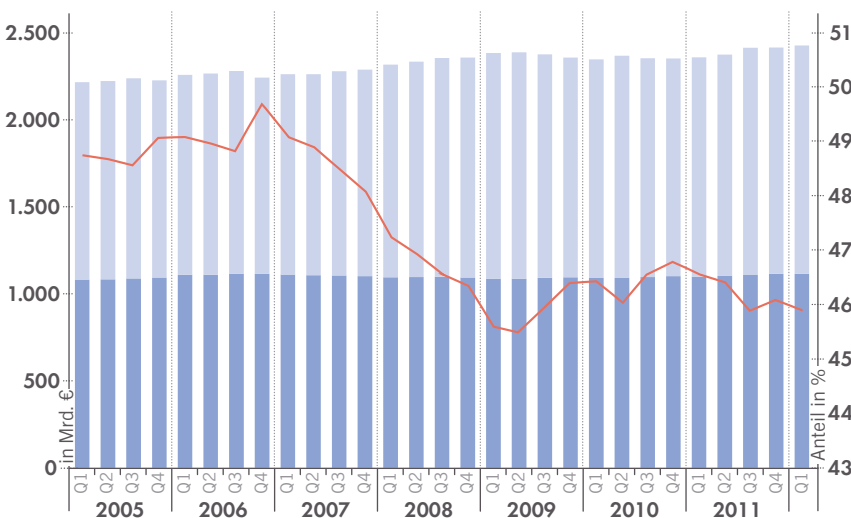
Dr. Klein 2012

Die aktuelle Kombination aus historisch niedrigen Zinsen, steigenden Wohnungspreisen, hoher Liquidität, großer Beliebtheit von Wohnimmobilieninvestments und engem Wettbewerb der Banken ist ein potenzieller Nährboden für die Entstehung von Kreditblasen. Vieles deutet allerdings darauf hin, dass die deutschen Haushalte verstärkt Eigenkapital in die Finanzierung einbringen und das derzeit niedrige Zinsniveau nutzen, um die Darlehen schneller zu tilgen. So werden die Finanzierungen zunehmend durch einen niedrigeren Fremdkapital- und höheren Eigenkapitalanteil gedeckt. Der Anteil von Finanzierungen mit Fremdkapitalquoten von mehr als 90 % nimmt seit Anfang 2009 stetig ab. Das mag auch daran liegen, dass die Marktteilnehmer aufgrund der Euroschuldenkrise verunsichert sind und nach Anlagealternativen zu Staatsanleihen suchen. Ein höherer Fremdfinanzierungsanteil würde dem entgegenwirken, da gerade das Eigenkapital investiert werden soll.

Ebenso ist eine generelle Ausweitung der Kreditvergabe in Deutschland bislang nicht erkennbar (IW 2012). Das Kreditvolumen ist im ersten Quartal 2012 trotz deutlich anziehender Immobilienpreise gegenüber dem Vorjahr geringfügig um 1,5 % gestiegen und liegt mit 1.115 Mrd. € auf einem ähnlichen Niveau wie zu Beginn des Jahres 2007 (Abb. 11). Der Anteil der Wohnungskredite hat sich damit auf rund 46 % am Gesamtkreditvolumen reduziert. Deutlich stärker reagierte beispielsweise die Kreditvergabe in Spanien und Irland auf steigende Immobilienpreise. Von Anfang 2003 bis Mitte 2007 wurden dort die Kreditbestände für Wohnungskäufe um mehr als 150 % ausgeweitet (Henger et al 2012).

→ Abbildung 11

Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen



Trotz deutlich anziehender Immobilienkaufpreise ist das Kreditvolumen nur marginal gestiegen.

Legende

- Summe Kredite gesamt
- Darunter Kredite für Wohnungsbau
- Anteil Wohnungsbaukredite in %

Datenbasis

Deutsche Bundesbank 2012

Gegen Spekulationsblasen spricht nicht zuletzt die konservative deutsche Finanzierungskultur. Typisch für Immobilienfinanzierungen sind neben dem relativ hohen Eigenkapitalanteil lange Laufzeiten sowie feste Zinsvereinbarungen, während kurzfristige Finanzierungen mit variablem Zins mit einem Anteil von unter 1 % am gesamten Kreditbestand bislang die Ausnahme darstellen. Zu sinkenden Kreditvergabestandards könnte hingegen der gegenwärtig intensive Wettbewerb im Baufinanzierungsgeschäft führen. Bei anhaltend niedrigem Zinsniveau könnte sich damit das Risiko von Fehlanreizen bei Investitionsentscheidungen erhöhen.

Fazit Wohnimmobilien

Wenngleich zuverlässige Vorhersagen von zukünftigen Preisblasen basierend auf der Auswertung historischer Daten und aufgrund des irrationalen Verhaltens der Marktakteure nur bedingt möglich ist, können die dargelegten Analysen einen Beitrag zur Versachlichung und Fundierung der Diskussion um Preisblasen leisten und als Gerüst eines Frühwarnsystems dienen.

Basierend auf den Analysen kommt das Quantum-Research zu dem Ergebnis, dass die Immobilienpreisentwicklung bislang noch im Einklang mit den Fundamentaldaten wie Einkommen und Inflation steht und generell noch keine Überhitzung des deutschen Wohnimmobilienmarktes erkennbar ist. Auch in prosperierenden Metropolregionen sorgen i.d.R. nicht Spekulationen für die zum Teil deutlichen Miet- und Kaufpreisanstiege. Vielmehr sind die registrierten Verteuerungen sowohl Ausdruck einer Angebotsknappheit als auch ein Zeichen für die zunehmende Attraktivität von Großstädten und einer entsprechend hohen Nachfrage in diesen Gunsträumen. Die Verknappung an Wohnraum in dynamischen Kernstädten ist dabei hauptsächlich der überraschend positiven Bevölkerungsentwicklung und der zu geringen Bautätigkeit der Vorjahre geschuldet. Die Auswertungen haben zudem die historisch niedrigen Zinsen für Hypothekenkredite, die aktuellen Einkommenszuwächse, die verbesserte Arbeitsmarktlage sowie die gedrückte Rendite alternativer Kapitalanlagen als wesentliche Treiber identifiziert, die momentan die Wohnungsnachfrage stimulieren und den Wohnungsmarkt von einer Phase der Preisstagnation in eine Phase des Preisauftriebs drehen. Im Unterschied zu beispielsweise den USA und Großbritannien existieren in Deutschland keine Subprime-Märkte. Das liegt auch daran, dass Haushalte mit Bonitätsproblemen einen vergleichsweise großen und qualitativ hochwertigen Bestand an Mietwohnungen, eine stabile Mietpreisentwicklung und einen starken Mieterschutz vorfinden.

Die Analysen bestätigen allerdings auch, dass die regionalen Wohnungsmärkte immer stärker differenzieren. Während in einem Großteil der Märkte stagnierende bzw. leicht steigende Preise registriert werden, sind vornehmlich in prosperierenden Metropolregionen signifikante Kaufpreissteigerungen zu beobachten. In einzelnen Stadtteilen mag es bereits Überhitzungen geben.

In diesen Teilräumen bedarf es einer laufenden Überprüfung, inwieweit weitere Preissteigerungen im Einklang mit der Entwicklung fundamentaler Marktdaten stehen oder ob sie auf bloßen Erwartungen weiter steigender Preise beruhen. Als Marktkorrektiv bei einer zunehmenden Verzerrung der Kaufpreis-/Mietentwicklung könnten sinkende Anfangsrenditen wirken, da zumindest institutionelle Investoren nicht jeden beliebigen Preis zahlen. Gerade in B-Lagen und in Wohnungsmärkten mit schrumpfender Bevölkerung und unterdurchschnittlicher Zukunftsperspektive ist nicht gesichert, dass steigende Kaufpreise jederzeit durch zukünftige Mieteinnahmen gedeckt werden können.

3.

Drohen Überhitzungen auch auf gewerblichen Immobilienmärkten?

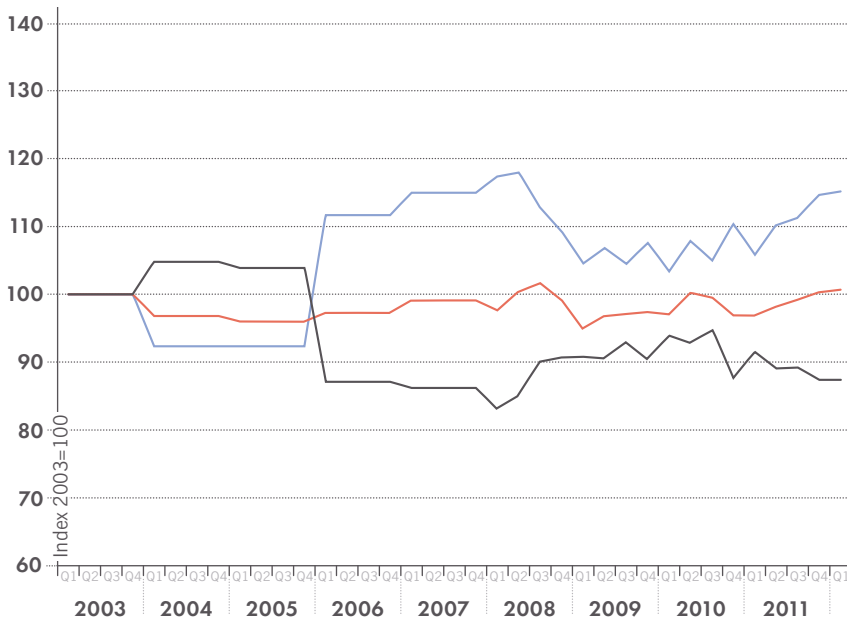
Die aktuellen Debatten um Preisblasen konzentrieren sich deutlich auf Wohnimmobilien, während die Immobilienakteure bei Gewerbeimmobilien mehrheitlich keine Blasengefahr sehen (Berlin Hyp/LBB 2012). Dennoch werden auch für gut vermietete, hochwertige Büro- und Einzelhandelsobjekte in exzellenter Lage inzwischen so hohe Preise aufgerufen, dass die Renditen sich wieder auf dem Niveau des letzten zyklischen Tiefs von 2007 bewegen.

Keine Anzeichen für Preisblasen auf Büromärkten

Grundvoraussetzung für eine Blase sind außergewöhnlich starke Preisanstiege. Abgesehen von den für den Büromarkt typischen zyklischen Schwankungen zeigen die Mieten und Preise auf dem deutschen Büromarkt seit Jahren eine Seitwärtsentwicklung. So lag z.B. der vdp-Mietindex im zweiten Quartal 2012 mit 101,9 Punkten nur marginal über dem Basiswert für 2003 (100). Auch die Indizes für den Kapitalwert und den Liegenschaftszinssatz zeigten innerhalb dieses Zeitraumes nur geringfügige Veränderungen. Zwar sind die Mieten und Kapitalwerte für Büroflächen seit Anfang 2011 wieder von einer leichten Aufwärtsentwicklung geprägt, von einer Preisblase kann allerdings keine Rede sein. Zumal sich die positiven Entwicklungen auf eine zunehmende Büroflächennachfrage durch die gute Konjunktur- und Bürobeschäftigungsentwicklung stützen (Eilers/Kunert 2012).

→ Abbildung 12

Seitwärtsbewegung auf den Büroimmobilienmärkten



Seit Jahren zeigen die Mieten und Preise auf dem deutschen Büromarkt eine stabile Seitwärtsbewegung.

Legende

- Kapitalwert
- Büromieten
- Liegenschaftszinssatz

*seit 2008 quartalsweise

Datenbasis

vdp 2012

Insgesamt zeigen sich die deutschen Büromärkte im aktuellen Zyklus stabiler als in den vorangegangenen Zyklen. Das betrifft nicht nur die Spitzenmieten, sondern auch andere Büromarktkennziffern. Gegen Marktübertreibungen auf den Top-Büromärkten spricht z.B. das hohe Leerstandsvolumen, das im Zuge des New-Economy-Booms zwischen 1997 und 2001 aufgebaut wurde und bis heute nicht vollständig abgebaut ist. In den sieben größten deutschen Städten blieben im Jahr 2000 nur rund 3,4 % der Büroimmobilien ungenutzt, im Jahr 2005 standen bereits mehr als 10 % leer. Die Branche hat aus den Erfahrungen dazugelernt. Entsprechend lagen die Neubauvolumina in den vergangenen Jahren deutlich unter den Werten zu Beginn des Jahrtausends, womit das Angebot an Core-Büroimmobilien relativ begrenzt blieb. Das Fertigstellungsvolumen in den Top-7-Bürohochburgen entsprach 2011 nur 0,9 % des dort vorhandenen Büroflächenbestands (2009: 1,4 %; 2010: 1,2 %)(Abb. 13). Auch in naher Zukunft wird sich die spekulative Neubau-Pipeline mangels Finanzierung und aufgrund der allgemeinen Verunsicherung infolge der Staatsschuldenkrise im Euroraum nicht nennenswert ausweiten. Die Leerstandsquoten werden voraussichtlich stabil bleiben oder leicht fallen (IZ/ZIA 2012).

Wenngleich gegenwärtig keine Anzeichen für eine Marktüberhitzung erkennbar sind, schlägt sich die sicherheitsorientierte Anlagestrategie der Immobilieninvestoren mit starkem Fokus auf Core-Produkte in Top-Bürolagen momentan auf die dortigen Preise nieder. Durch das limitierte Angebot an adäquaten Investitionsalternativen bleibt die Nachfrage besonders in den Top-7-Bürostandorten auf hohem Niveau. Mit rund 5,9 Mrd. € entfielen 2011

über 90 % der gesamten deutschen Büroinvestments auf diese Märkte. Die hohe Konkurrenzsituation hat dort einen Rückgang der durchschnittlichen Spitzenrendite auf 5 % bewirkt. Für einzelne Märkte und Objekte werden auch Renditen weit unterhalb dieser Marke akzeptiert. Für 2012 wird in den Top-Standorten eine stabile Seitwärtsentwicklung der Nettoanfangsrendite erwartet (IZ/ZIA 2012).

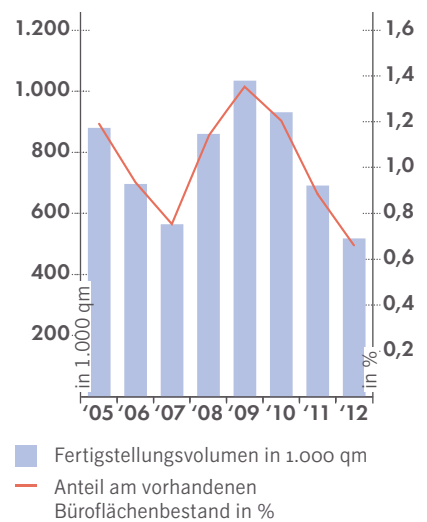
Mögliche Abwärtsrisiken liegen mittel- bis langfristig in der demographischen Entwicklung, die neben der Wirtschaftskraft und der Beschäftigtenentwicklung die Büroflächennachfrage determiniert. Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass der demographische Wandel in Deutschland den Arbeitsmarkt in den kommenden Dekaden unter Druck setzen wird. Kurz- bis mittelfristig drohen ferner Belastungen durch die weiterhin nicht gelöste Euroschuldenkrise, die zunehmende Abkühlung der Wirtschaft und die damit einhergehende Zurückhaltung der Flächennutzer. Durch die zunehmende funktionale Spezialisierung auf finanz- und unternehmerorientierte Dienstleistungen, sind Finanzzentren wie v.a. Frankfurt am Main für zyklische und krisenhafte Entwicklungen auf dem Büromarkt besonders anfällig. So rechnet Jones Lang LaSalle beispielsweise in den kommenden Jahren mit einer deutlich geringeren Büroflächennachfrage von Banken. In den folgenden Jahren könnten sich schließlich auch aus der Auflösung diverser deutscher Immobilienpublikumsfonds Probleme für bestimmte Büroteilmärkte, vor allem Büroflächen mäßiger Qualität in schwierigen Lagen, ergeben.

Innerstädtische Einzelhandelsimmobilien

Einzelhandelsflächen dominierten im vergangenen Jahr das Transaktionsgeschehen auf dem Markt für Gewerbeimmobilien. Mangels attraktiver und geeigneter Investitionsmöglichkeiten und des außergewöhnlich hohen Transaktionsvolumina im Vorjahr blieb das Investmentvolumen im ersten Halbjahr 2012 mit rund 3,2 Mrd. € zwar deutlich hinter dem Wert des Vorjahreszeitraums zurück, dennoch ist das Interesse an deutschen Handelsimmobilien groß. Deutschland gilt aufgrund robuster Wirtschaftsdaten (u.a. sinkende Arbeitslosenquote und steigende Haushaltseinkommen) im Vergleich zu anderen Euroländern als sicherer Hafen, es besitzt mit rund 406 Mrd. € Umsatz den größten Handelsmarkt Europas und bietet aufgrund der polyzentralen Siedlungsstruktur eine Vielzahl an funktionierenden Handelsstandorten. Zusätzliche Impulse erhält der Markt für Einzelhandelsimmobilien durch die beschleunigte Expansion internationaler Bekleidungsfilialisten in deutschen Top-Einkaufsmeilen, die bei der Anmietung neuer Flächen verstärkt auf die Lage und Qualität der Ladenlokale achten. Während eine Reihe anderer Euroländer mit negativer Konjunktorentwicklung, steigender Arbeitslosigkeit und rückläufigen Einzelhandelsumsätzen zu kämpfen haben, wird der Einzelhandelsmarkt in Deutschland aufgrund der guten Rahmenbedingungen auch in 2012 eines der führenden Expansionsziele Europas sein.

→ Abbildung 13

Geringe Fertigstellungszahlen in den Top-7-Büromärkten

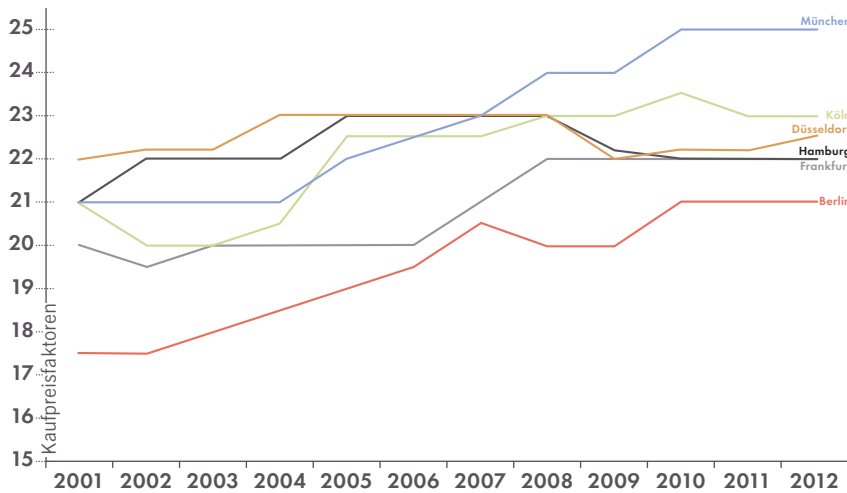


Bei weiterhin geringer (spekulativer) Neubautätigkeit in den Top-7-Büromärkten erscheint die Gefahr von Preisblasen eher gering.

Datenbasis
RIWIS 2012

→ Abbildung 14

Entwicklung der Kaufpreisfaktoren in innerstädtischen 1a-Lagen



Die Fokussierung auf Core-Investments ließ die Kaufpreisfaktoren in den deutschen Einkaufsmetropolen deutlich sinken.

Legende

- München
- Frankfurt a.M.
- Hamburg
- Berlin
- Köln
- Düsseldorf

Datenbasis

Lührmann 2012

Auch 2012 bleibt die grundsätzliche Risikoaversion der Anleger und die entsprechende Ausrichtung auf Core-Einzelhandelsobjekte bestehen. Vorrangig institutionelle Investoren, z.B. Pensionskassen, Fonds und Versicherungen stehen in einem regelrechten Bieterwettbewerb um die besten Immobilien in 1A-Lagen. Die rege Investitionsdynamik und der hohe Anlagedruck auf Seiten institutioneller Investoren haben die Preise besonders in den Einkaufsmetropolen München, Hamburg, Köln, Frankfurt, Düsseldorf und Berlin nach oben getrieben und ließen dort die Nettoanfangsrendite bis auf 4,0% in München absinken. Über alle sechs Städte hinweg reduzierte sich die durchschnittliche Spitzenrendite zwischen 2001 und 2012 um 50 Basispunkte auf 4,4 %. Ähnlich hohe Preise für Einzelhandelsobjekte wurden zuletzt vor dem Ausbruch der Finanzkrise gezahlt. Insbesondere für Emissionshäuser wird es durch die Renditekompression immer schwieriger, Objekte zu finden, die attraktive Erträge abwerfen und den Anlagerichtlinien institutioneller Investoren entsprechen.

Die Kaufpreisfaktoren für innerstädtische Einzelhandelsobjekte steigen zwar, dennoch besteht bislang keine akute Gefahr einer Blasenbildung. Die momentanen Preissteigerungen lassen sich zum einen auf die steigende Nachfrage vorwiegend institutioneller Investoren zurückführen, die auf ein limitiertes Angebot an Core-Objekten trifft. Wenngleich sich der Anteil innerstädtischer Einzelhandelsflächen an der Gesamthandelsfläche seit Jahren vergrößert, bleibt die Anzahl der innerstädtischen Einzelhandelsimmobilien weitgehend konstant. Zum anderen sprechen fundamentale Faktoren wie die aktuellen Wirtschaftsdaten oder die Mietentwicklungen für einen funktionierenden und demzufolge gesunden Immobilienmarkt.

Steigende Umsatzzahlen in deutschen Fußgängerzonen und die zunehmende Expansion ausländischer Handelsformate in die Highstreet-Lagen werden für weiter steigende Mieten sorgen. Gefahren gehen hierbei allerdings von der Euroschuldenkrise aus, die v.a. in den Krisenstaaten bereits deutlich den Konsum abgewürgt hat. Zwar ist auch in Deutschland die Furcht der Konsumenten vor einer spürbaren Abschwächung der Konjunktur im August weiter gestiegen, das GfK-Konsumklima bleibt aber unverändert auf einem hohen Niveau. Schließlich könnten im Zweifel auch die hohen Preise und geringen Renditen den Markt vor einer Blasenbildung bewahren, indem spekulative Investoren von vornherein fern bleiben.

→ KURZ GEFASST

- Die deutlich steigenden Kaufpreise in vielen Wohnungsmärkten sind u.a. auf die geringen Neubauzahlen seit Ende der 1990er Jahre zurückzuführen. Aktuell reagiert der Markt auf lokale Knappheiten mit einem Anstieg der Baufertigstellungen gegenüber 2010 um über 15 % auf insgesamt 161 Tsd. Neubauwohnungen.
- Parallel stimuliert die positive demographische Entwicklung in den deutschen Metropolen die Wohnungsnachfrage und damit die Kaufpreise. Die sieben größten Städte Deutschlands verzeichneten 2011 ein Einwohnerplus von 133 Tsd. gegenüber 2010.
- Der relativ starke Gleichlauf der Miet- und Kaufpreisentwicklungen in den größten 80 Städten in Deutschland zwischen 2007 und 2012 deutet auf einen tragfähigen Aufschwung mit stabilen Renditen hin. Zwischen 2011 und 2012 sind die Kaufpreise in der Mehrzahl der Märkte allerdings deutlich stärker gestiegen als die Mieten.
- Insgesamt hat sich die Kaufpreisentwicklung bei Eigentumswohnungen noch nicht von der Einkommensentwicklung und den Verbraucherpreisen abgekoppelt. Allerdings zeigen sich gerade in prosperierenden Metropolregionen deutlich höhere Preissteigerungen.
- Gegen Spekulationsblasen sprechen die konservative deutsche Finanzierungskultur und das solide System der Wohnungsbaufinanzierung. Typisch sind neben dem relativ hohen Eigenkapitalanteil lange Laufzeiten sowie feste Zinsvereinbarungen.
- Für Büroimmobilien und innerstädtische Einzelhandelsimmobilien besteht bislang keine akute Gefahr einer Blasenbildung.

Literatur

BBSR (2012): Immobilienpreise und Transaktionen am Wohnimmobilienmarkt. BBSR-Analysen KOMPAKT 10/2012.

BBSR (2012b): Anstieg großer Wohnungstransaktionen in 2012. BBSR-Analysen KOMPAKT 11/2012.

Berlin Hyp/LBB (2012): Immoment im Trend.

BMVBS (2012): Expertengespräch Wohnungs- und Immobilienmarkt Deutschland zukunftsfähig gestalten.

Deutsche Bank (2012): Marktausblick Baufinanzierung 3. Quartal 2012

Dreger, C.; Kholodilin (2011): Spekulative Preisentwicklung an den Immobilienmärkten: Elemente eines Frühwarnsystems. DIW Wochenbericht (37/38)

Eilers, F.; Kunert, A. (2012): Miet- und Kapitalwertindizes für den deutschen Büroimmobilienmarkt. In: Immobilien-Banking 2011 | 2012, 56-61

Euroconstruct (2011): Summary Report 71st Euroconstruct Conference Helsinki.

Henger, R.; Pomogajko, K.; Voigtländer, M. (2012): Gibt es eine spekulative Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt? IW-Trends 3/2012

Institut für Wirtschaftspolitik (IWP 2010): Zur Finanzmarktkrise: Die Rolle der Immobilienbewertung. IWP Discussion Paper No. 2010/1

Immobilien Zeitung (2012): Wohnungspreise. Zu schön, um Blase zu sein, 31.05.2012

IW (2012): Immobilienfinanzierung. Sparkassen auf dem Vormarsch. Immobilienmonitor Nr. 2/2012

Lind, H. (2009): Price bubbles in housing markets: Concept, theory and indicators. International Journal of Housing Markets and Analysis (2) 1, 78 - 90.

Lührmann (2012): Lührmann gibt Entwarnung: Nicht jede Hausse ist gleich eine Blase.

Pomogajko, K.; Voigtländer, M. (2012): Demografie und Immobilien - Der Einfluss der erwarteten Flächennachfrage auf die heutigen Wohnimmobilienpreise. IW-Trends 2/2012

Rehkugler, H.; Rombach, T. (2011): Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten. In: H.-H. Francke; Rehkugler, H. (Hrsg.): Immobilienmärkte und Immobilienbewertung. Köln, 161-201.

Stiglitz, J. (1990): Symposium on Bubbles. Journal of Economic Perspectives (4), 2, 13- 18

Quantum

Wer erfolgreich in Immobilien investieren möchte, braucht Partner, die beides verbinden: Know-how im Bereich der Immobilie einerseits und in der Fondsstrukturierung andererseits. Quantum bündelt diese Kompetenzen mit der eigenen Kapitalanlagegesellschaft und kombiniert sie mit der jahrelangen Expertise eines Projektentwicklers. Von der Entwicklung und Realisierung bis hin zum effektiven Management der Fonds liegt alles in Quantum-Hand. Dabei erbringt Quantum die gesamte Wertschöpfungskette bis hin zum Asset Management intern, während die Liegenschaftsverwaltung nach klaren Vorgaben durch erfahrene Partner mit lokaler Präsenz durchgeführt wird. Seit 2005 hat Quantum bereits sechs Immobilien-Spezialfonds initiiert. Die Assets under Management betragen im Investmentbereich derzeit rund EUR 2,3 Mrd.

Disclaimer

Die in diesem Newsletter enthaltenen Daten und Informationen wurden sorgfältig nach bestem Wissen und Gewissen aus verlässlichen Quellen entnommen. Getroffene Prognosen oder Erwartungen sind mit Risiken verbunden und können wesentlich von den tatsächlichen Entwicklungen abweichen. Für die Richtigkeit der Inhalte wird daher keine Garantie oder sonstige Haftungserklärung abgegeben. Der Newsletter dient ausschließlich Informationszwecken und ist nicht als Angebot oder Empfehlung für bestimmte Anlagen oder Investitionsstrategien zu verstehen.

Kontaktdaten

Quantum Immobilien AG
Dornbusch 4
20095 Hamburg

Ihr Ansprechpartner

Dr. André Scharmanski
as@quantum.ag
T. +49.40.41 43 30-546
F. +49.40.41 43 30-511