

// CIO Ausblick //

Immobilienkrise 2.0?

Liebe Kundinnen und Kunden!

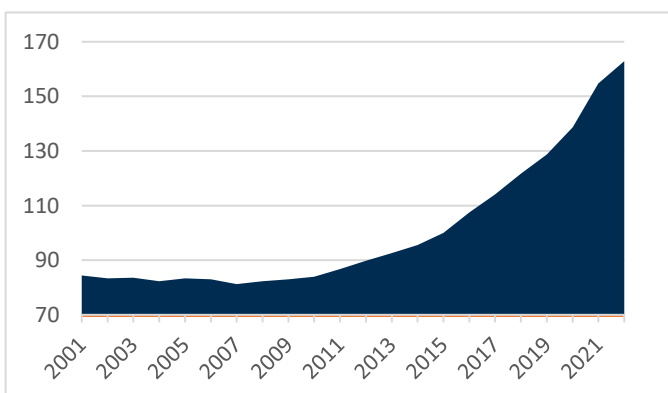


Chris-Oliver Schickentanz,
Chief Investment Officer

„Geld allein macht nicht glücklich. Es gehören auch Aktien und Immobilien dazu“. Dieser pointierte Ratsschlag eines US-amerikanischen Komikers hat die wesentlichen Erfolgsfaktoren der Vermögensanlage kurz und prägnant auf den Punkt gebracht.

Bis zum Jahresende 2021 sind Aktien und Immobilienpreise kräftig geklettert. Auf Basis des empirica-Preisindex zeigt sich für Immobilien in deutschen Wachstumsregionen seit dem Jahr 2004 eine Preisverdopplung, für Regionen mit schrumpfender Bevölkerung immerhin noch ein Wertzuwachs von knapp 50%. Und auch das statistische Bundesamt weist eine sehr dynamische Preisentwicklung in den letzten 10 Jahren aus.

Grafik: Preisentwicklung deutscher Immobilien – die goldenen Zeiten sind vorbei



Quelle: Deutsche Bundesbank

Für viele konservative Anlegergruppen wurde die Immobilie in Zeiten niedriger Zinsen damit zu DEM

Renditebringer. Das zeigt sich auch an der Volumenentwicklung offener Immobilienfonds: Nachdem die Produktkategorie im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise aufgrund zahlreicher Fondsschließungen und Umstrukturierungen totgesagt wurde, gab es in den letzten fünf Jahren wieder kräftige Zuflüsse.

Doch seit 2022 ist die schöne Preisentwicklung von Immobilien ein Stück weit zum Erliegen gekommen. In den Großstädten sinken die Preise für Wohnimmobilien, das Transaktionsvolumen für Gewerbeobjekte ist drastisch eingebrochen. Aufgrund der deutlichen gestiegenen Inflation sind die realen Wertverluste dadurch stark angestiegen. Ist das der Beginn einer neuen Immobilienkrise? Platzt gar eine Blase? Wo liegen die Risiken und welche volkswirtschaftlichen Folgen könnte die aktuelle Schwäche haben?

Die Erschwinglichkeit von Immobilien sinkt

Der wichtigste kurzfristige Preistreiber für Wohnimmobilien ist die Erschwinglichkeit. Je höher sie ausfällt – je mehr Menschen sich also theoretisch eine Immobilie leisten können – desto besser ist das für die Preisentwicklung.

Faktor 1: Die Zinsentwicklung

Die Erschwinglichkeit wird dabei wesentlich von zwei Faktoren beeinflusst: von der Entwicklung der Immobilienfinanzierungszinsen und von den Baukosten. Auf beiden Seiten gab es zuletzt spürbare Verschlechterungen. Die Immobilienfinanzierungszinsen sind seit Jahresanfang 2022 kräftig gestiegen, laut Berechnungen der Baufinanzierungsplattform Interhyp haben sie sich für Deutschland innerhalb der letzten 15 Monate fast vervierfacht. Bei einem exemplarisch unterstellten Finanzierungsvolumen von 400.000 Euro

entstehen allein so jährliche Mehrkosten von ca. 12.000 Euro – für viele Privathaushalte nicht mehr schulterbar.

Grafik: Immobilien-Finanzierungszinsen im Zeitablauf – kräftiger Anstieg



Quelle: Interhyp

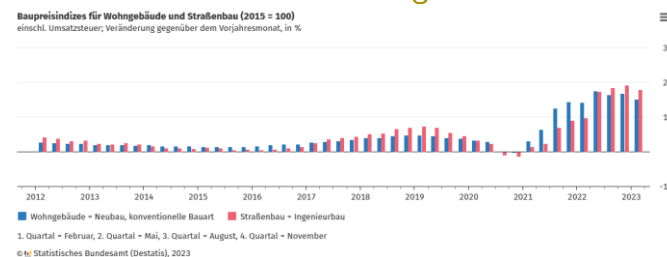
Durch den Zinseszins-Effekt fällt der Blick auf die Restschuld nach Auslauf einer zehnjährigen Zinsbindung noch ernüchternder aus: konnte man bei einem monatlichen Aufwand von 2.000 Euro vor 15 Monaten noch über die Hälfte der Kreditsumme innerhalb der ersten 10 Jahre tilgen, reicht es zum aktuellen Zins nicht einmal mehr für ein Viertel. Der Blick nach vorne macht nicht unbedingt Mut. Zwar rechnen wir damit, dass ein Großteil der notenbankgetriebenen Zinssteigerungen hinter uns liegt. Eine spürbare Entspannung zeichnet sich aber nicht ab. Selbst wenn die Marktzinsen für lange Laufzeiten ab dem kommenden Jahr wieder leicht zurückgehen dürften, muss dies nicht zwangsläufig auf die Bauzinsen durchschlagen. Denn in der aktuell schwierigen Ausgangslage im Bankensektor erwarten wir eine spürbar restriktivere Kreditvergabe der großen Geschäftsbanken – ablesbar an steigenden Risikoprämien. Das dürfte ein schnelles Absinken der Bauzinsen verhindern und so auch in den kommenden Quartalen für hohe Zinslasten sorgen.

Faktor 2: Baukosten steigen zweistellig

Der zweite Faktor, der die Erschwinglichkeit dämpft, ist die Entwicklung der Baukosten. Das statistische Bundesamt weist per Jahresende 2022 durchschnittliche Kostensteigerungen von 17% ggü. Vorjahr aus – nach zusätzlichen 14% Plus im Jahr 2021. Damit kostet das gleiche Projekt mittlerweile gut 30% mehr als noch vor zwei Jahren. Hinzu kommen höhere Grunderwerbssteuern in vielen Bundesländern, die auch bei den Nebenkosten zu deutlichen Preisaufschlägen geführt haben. Die Kombination aus höheren Preisen bei gleichzeitig steigenden Baufinanzierungszinsen dämpft die

kurzfristige Nachfrage nach Wohnimmobilien spürbar und führt insbesondere in den zuvor stark gelaufenen Großstädten für fallende Immobilienpreise.

Grafik: Baukosten im Höhenflug



Quelle: Statistisches Bundesamt

Ist das eine Immobilienpreisblase?

In vielen Medien ist angesichts der erstmals seit Jahren fallenden Häuserpreise vom Platzen einer Immobilienpreisblase die Rede. Das ist u.E. allerdings falsch. Blasen sind durch Preiskorrekturen von mindestens 20% definiert, was wir aktuell für wenig wahrscheinlich halten. Strukturell übersteigt die Wohnraumnachfrage das Angebot spürbar – daran wird sich in den nächsten Jahren wenig ändern. Die Mangellage wird zusätzlich durch politische Eingriffe verstärkt, die über Mietpreisbremsen oder sogar das Einfrieren von Mieten die Investitionsbereitschaft bremsen.

Unsere empirischen Analysen der weltweiten Immobilienpreisblasen seit 1970 zeigen, dass Preisblasen üblicherweise durch das gleichzeitige Auftreten von drei Faktoren gekennzeichnet sind:

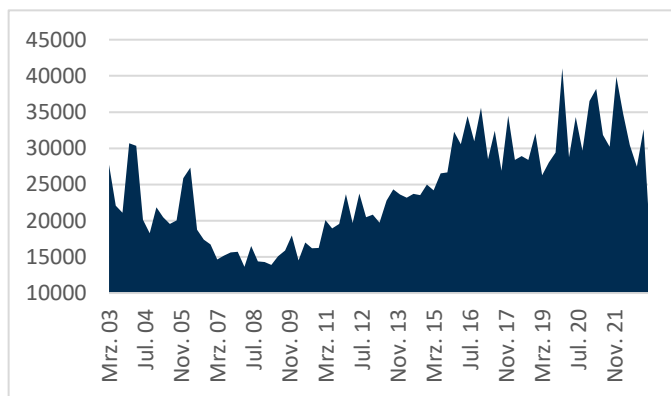
1. *Einer Abkopplung von Mieten und Immobilienpreisen und damit sinkenden Mietrenditen bei Neukäufen.* Dieser Indikator schlägt in der Tat negativ an, da die Mieten laut Berechnungen des statistischen Bundesamts seit 2004 nur um 26% gestiegen sind und damit deutlich langsamer als die Immobilienpreise. Dies wird allerdings dadurch relativiert, dass es zuvor jahrzehntelang keine überdurchschnittlichen Preissteigerungen gegeben hatte. Die durchschnittliche Mietrendite in Deutschland liegt mit 3,9% noch immer über dem europäischen Durchschnitt (3,6%) und spürbar über dem Niveau in vielen direkten Nachbarländern (Frankreich, Skandinavien < 3%).
2. *Einer steigenden Verschuldung privater Haushalte.* Immobilienblasen entstehen meist dann, wenn spekulativ Immobilien in der Hoffnung auf weitere Preissteigerungen gekauft werden.

Entsprechend zeigen sich in Blasenentwicklungen hinein deutlich steigende Verschuldungsniveaus privater Haushalte. Die Deutsche Bundesbank weist in ihrer quartalsweisen Schuldenstatistik keine Auffälligkeiten auf. Das auf Wohnungsbaukredite entfallene Schuldenniveau ist zwar in den letzten drei Jahren im Verhältnis zu den verfügbaren Einkommen leicht gestiegen, liegt damit aber immer noch auf dem Niveau der 1990er Jahren.

Auch die Anzahl der Privatinsolvenzen hat sich seit 2010 mehr als halbiert. Dies zeigt: Von einer Überschuldung oder spekulativen Kaufwelle kann am Immobilienmarkt keine Rede sein.

3. *Einem deutlichen Anstieg der Neubauaktivitäten.* Auch hier sehen wir am deutschen Immobilienmarkt keine Anzeichen für eine Blasenbildung. Nach einem stärkeren Wachstum seit 2009 sind die Baugenehmigungen in Deutschland mittlerweile unter den langjährigen Durchschnitt gefallen. Sie liegen jetzt auf dem Niveau zu Beginn unseres Jahrtausends.

Grafik: Deutsche Baugenehmigungen deutlich gesunken



Quelle: Bloomberg

Entsprechend sehen wir nicht die Gefahr eines deutlichen Preiseinbruchs am deutschen Immobilienmarkt, sondern rechnen für Wohnimmobilien nur mit moderaten Preisrückgängen.

Gewerbeimmobilien unter besonderem Druck

Anders sieht es bei Gewerbeimmobilien, insbesondere Büroimmobilien aus. Hier kommen neben den genannten Belastungsfaktoren - höhere Zinsen und höhere (Bau-)Kosten - auch strukturelle Aspekte hinzu. So hat sich durch Corona das Arbeitsmodell in vielen Unternehmen drastisch verändert. Das Angebot hybrider Arbeitsformen mit deutlich

intensiverer Nutzung des Homeoffices haben den Flächenbedarf bei vielen gewerblichen Mietern sinken lassen. Das schlägt aufgrund der üblicherweise mehrjährigen Mietverträge nicht sofort auf den Gewerbeimmobilienmarkt durch, führt aber bereits jetzt zu wachsenden Leerständen.

Hinzu kommt, dass viele Immobilienprojekte Jahre vor der Corona-Pandemie geplant wurden und sich jetzt erst im Bau bzw. kurz vor der Fertigstellung befinden. Neue Kapazitäten werden die Lage am Büroimmobilienmarkt weiter verschärfen, so dass wir mittelfristig einen Anstieg der Leerstandsquoten auf das Niveau von 2005 bis 2010 erwarten.

Ein weiteres Problem: Für Büroimmobilien fehlen derzeit schlichtweg die Kaufinteressenten. Das Transaktionsvolumen ist in den letzten Monaten drastisch eingebrochen - auch weil sich viele Investoren mittlerweile nach Alternativen umschauen. Trotz auskömmlicher Mieteinnahmen erwarten wir daher deutlich akzentuiertere Preisrückgänge bei Gewerbeimmobilien als am Wohnimmobilienmarkt.

Anlagestrategie: Drei Gefahrenbereiche

Für den Anleger sehen wir dabei vor allem drei Gefahrenbereiche:

1. Offene Immobilienfonds. Bereits in unserem Jahresausblick 2023 hatten wir vor Problemen bei offenen Immobilienfonds gewarnt. Mittlerweile hat die EZB das Thema aufgegriffen und in ihrem jüngsten Finanzmarktstabilitätsbericht Sorgen über die Stabilität offener Immobilienfonds geäußert. Mit durchschnittlich 2,5% Rendite p.a. sind offene Immobilienfonds mittlerweile nicht mehr besonders attraktiv. Ihr Renditeniveau liegt unter dem bonitätsstarker Unternehmensanleihen - und das obwohl die Liquidität durch Vorgaben des Gesetzgebers deutlich eingeschränkt ist. Wir sehen das Risiko von Wertabschreibungen, sollten die Leerstandsquoten bei Gewerbeimmobilien weiter steigen. Die Gefahr von Fondsabwicklungen bleibt allerdings begrenzt, da die bekannten Immobilienfonds mittlerweile üppige Liquiditätsquoten vorhalten. Trotzdem sehen wir nach einer langen Phase der Outperformance offener Immobilienfonds jetzt wieder eine spürbare Underperformance gegenüber anderen konservativen Anlagealternativen.
2. Aktien mit Fokus Gewerbeimmobilien: Unternehmen, die sich auf den Betrieb oder die Finanzierung von Gewerbeimmobilien

spezialisiert haben, werden den Markt-
abschwung besonders zu spüren bekommen.
Hier raten wir grundsätzlich zur Vorsicht und
erwarten weitere Kursverluste. Anders sieht es
bei Unternehmen mit Fokus auf Wohnimmobi-
lien aus. Hier dürfte der stetige Cash Flow eine
deutlich stabilere Wertentwicklung ermögli-
chen.

3. Anleihen mit langer Restlaufzeit: Im Anleihebe-
reich wären wir bei allen Immobilienanleihen
mit langer Restlaufzeit zurückhaltend. Wir se-
hen schlichtweg das Risiko, dass Emittenten
hier in Sippenhaft genommen werden, sollte es
zu vereinzelt Schieflagen im Sektor kommen.

Mein Fazit für Sie:

Das Umfeld für renditeorientierte Immobilienanlagen hat sich in den letzten 12 Monaten gravierend ver-
schlechtert. Die deutlich steigenden Zinsen bei gleichzeitig höheren Baukosten dämpfen die kurzfristige
Preisentwicklung erheblich. Hinzu kommt, dass konservative Alternativenanlagen (z.B. Anleihen) mittlerweile
wieder deutlich lukrativer geworden sind. Daher raten wir zur Vorsicht bei offenen Immobilienfonds und bei
sehr stark auf Gewerbeimmobilien ausgerichteten Investments.

Eine Immobilienpreisblase mit drastisch sinkenden Preisen sehen wir allerdings insbesondere bei Wohnim-
mobilien nicht. Dafür ist die langfristige Nachfrage zu hoch, das verfügbare Angebot zu knapp.

Ihr


CHIEF INVESTMENT OFFICER

Impressum und rechtlicher Hinweis:

Herausgeber: Capitell Vermögens-Management AG

Autor: Chris-Oliver Schickentanz

Erscheinungsort: Frankfurt am Main

Adresse: Hedderichstraße 55-57, 60594 Frankfurt am Main

Kontakt: 069-204561-0 | newsletter@capitell-ag.de

Diese Unterlage wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Die Informationen, die für diesen Artikel verarbeitet worden sind, kommen
aus Quellen, die die Capitell Vermögens-Management AG für verlässlich hält, für die sie aber nicht garantieren kann. Die Quelle
für Grafiken ist, soweit nicht anders vermerkt Refinitiv Inc. Die in diesem Artikel zum Ausdruck gebrachten Meinungen können
sich jederzeit ändern, ohne dass dies mitgeteilt wird. Diese Unterlage dient lediglich zu Informationszwecken und stellt eine Wer-
bung im Sinne des WpHG dar. Damit handelt es sich weder um ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Auf-
forderung zur Abgabe eines solchen Angebots. Dieses Dokument wurde redaktionell am 18.04.2023 abgeschlossen.

© 2023