



31.07.2019 • Uwe Burkert, Chefvolkswirt und Leiter LBBW Research  
Dr. Thomas Meißner, Leiter Strategy Research

Autor: Martin Güth, CQF, Senior Economist

**LBBW**  
Bereit für Neues

# Gewerbeimmobilienmarkt Deutschland

Konjunkturdelle dürfte gesunde Konsolidierung bringen

# Agenda.

## Aktuelle Daten zum Marktgeschehen

### Fundamentale Einflussfaktoren

- Nachfrage: Konjunktur
- Angebot: Bau und Leerstand
- Bewertung: Mietrenditen

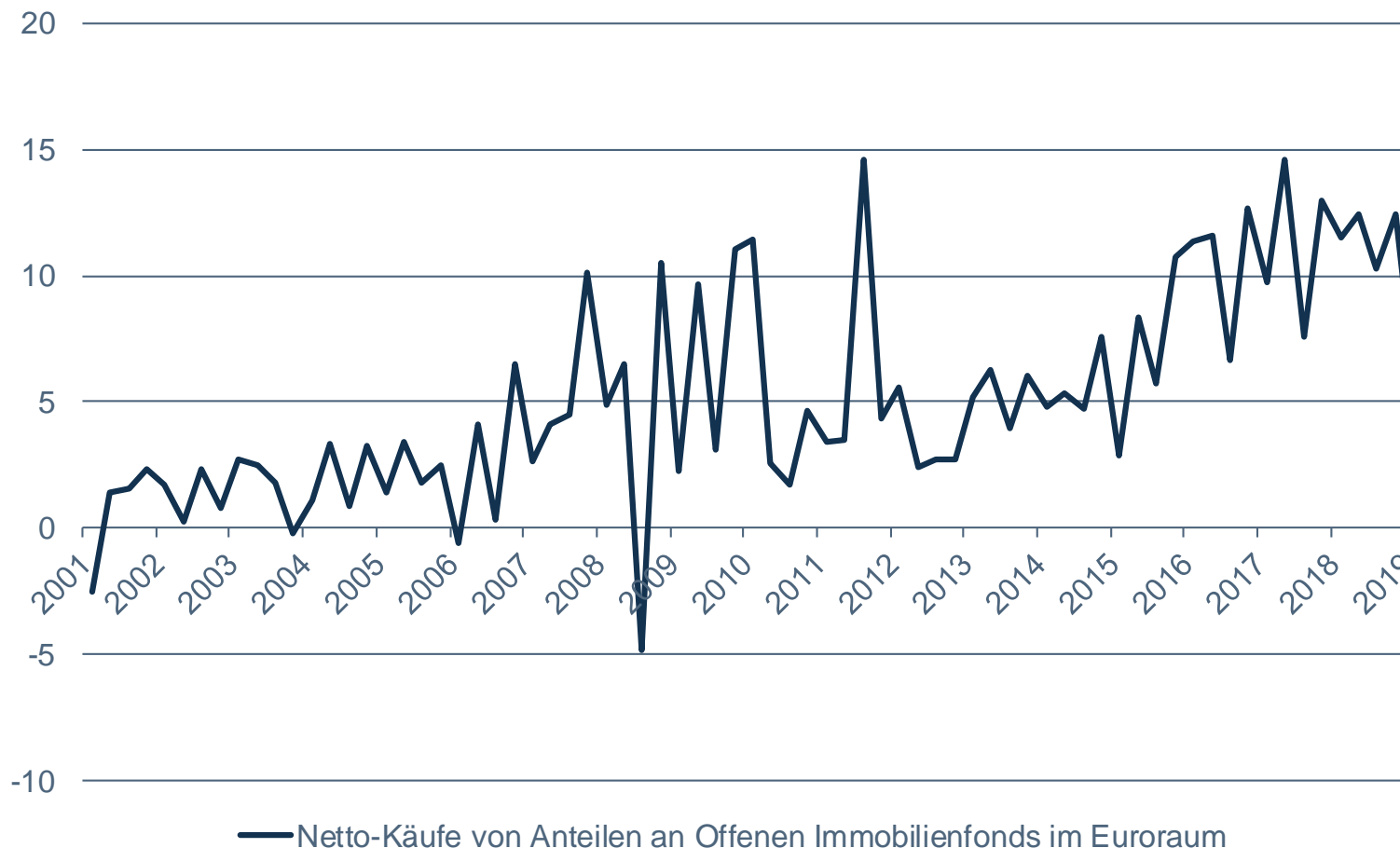
### Zinsumfeld / Notenbanken

### Ausblick

# Nach Anlagemöglichkeiten suchende Marktteilnehmer finden die Immobilienmärkte

## Mittelzuflüsse in Offene Immobilienfonds

in Mrd. Euro, Quartalsdaten

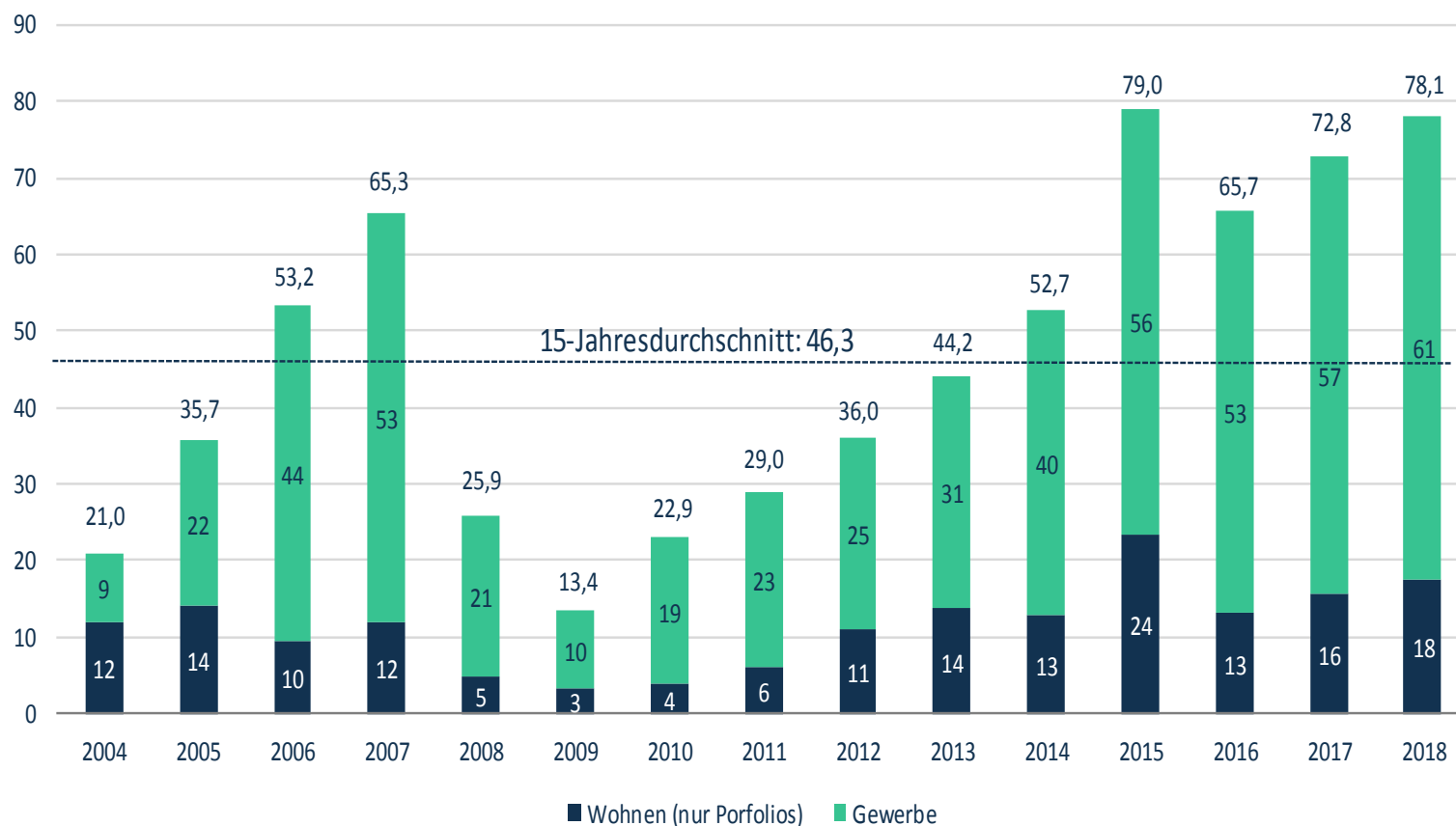


- Die Entwicklung der Kapitalzuflüsse von Offenen Immobilienfonds illustriert das in den vergangenen Jahren gestiegene Interesse der Marktteilnehmer an Immobilien. Es dürfte kein Zufall sein, dass vor allem, seitdem die EZB mit ihren massiven Anleihekäufen im Jahr 2015 startete, vermehrt Kapital in die Fonds floss.
- Anlagedruck kommt bspw. von Versorgungswerken. Einem Medienbericht zufolge hatten Anleihen vor der Finanzkrise typischerweise einen Anteil am Direktbestand der Kapitalanlagen von 60% bis 80%, heute seien es nur noch 30% bis 50%. Der Anteil an Anlagen in Sachwerten nahm dagegen zu. Die EZB weist zudem auf Kapitalströme aus dem Ausland hin.

Quelle: EZB, LBBW Research

# Transaktionsvolumina für Gewerbeimmobilien erreichten in 2018 einen neuen Rekordwert – läuft der Markt heiß?

## Transaktionsvolumina in Deutschland in Mrd. Euro



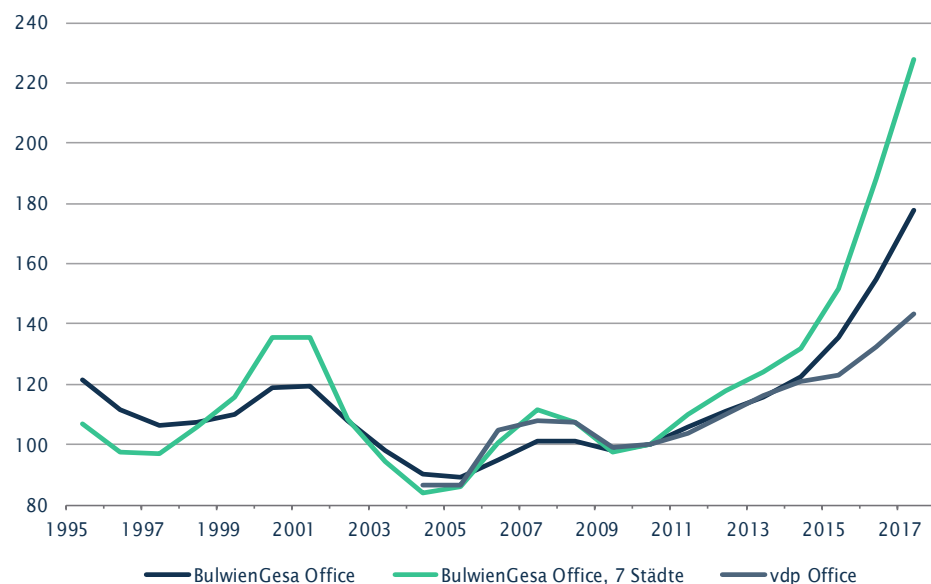
- Das Volumen der Transaktionen von Gewerbeimmobilien erreichte im vergangenen Jahr einen Rekordwert von 61 Mrd. EUR.
- Weiterem Kaufinteresse stand ein Mangel an zum Verkauf stehenden Objekten entgegen und verhinderte ein noch höheres Transaktionsvolumen.

Quelle: Ernst & Young Real Estate GmbH, LBBW Research

# Unterschiedliche Preisquellen reflektieren massive Spreizung zwischen den Marktsegmenten

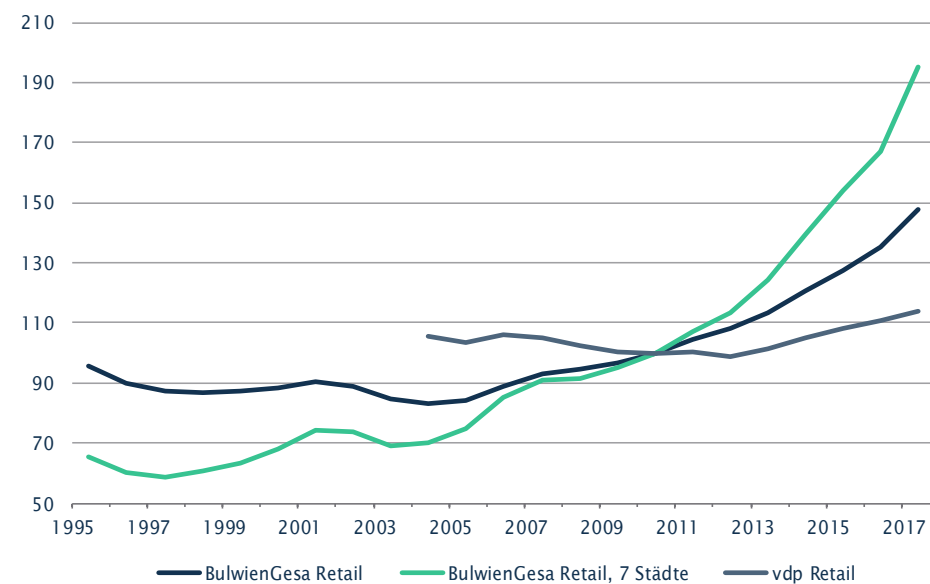
## Preisentwicklung Büroimmobilien

in Indexpunkten, Jahr 2010 = 100



## Preisentwicklung Einzelhandelsimmobilien

in Indexpunkten, Jahr 2010 = 100

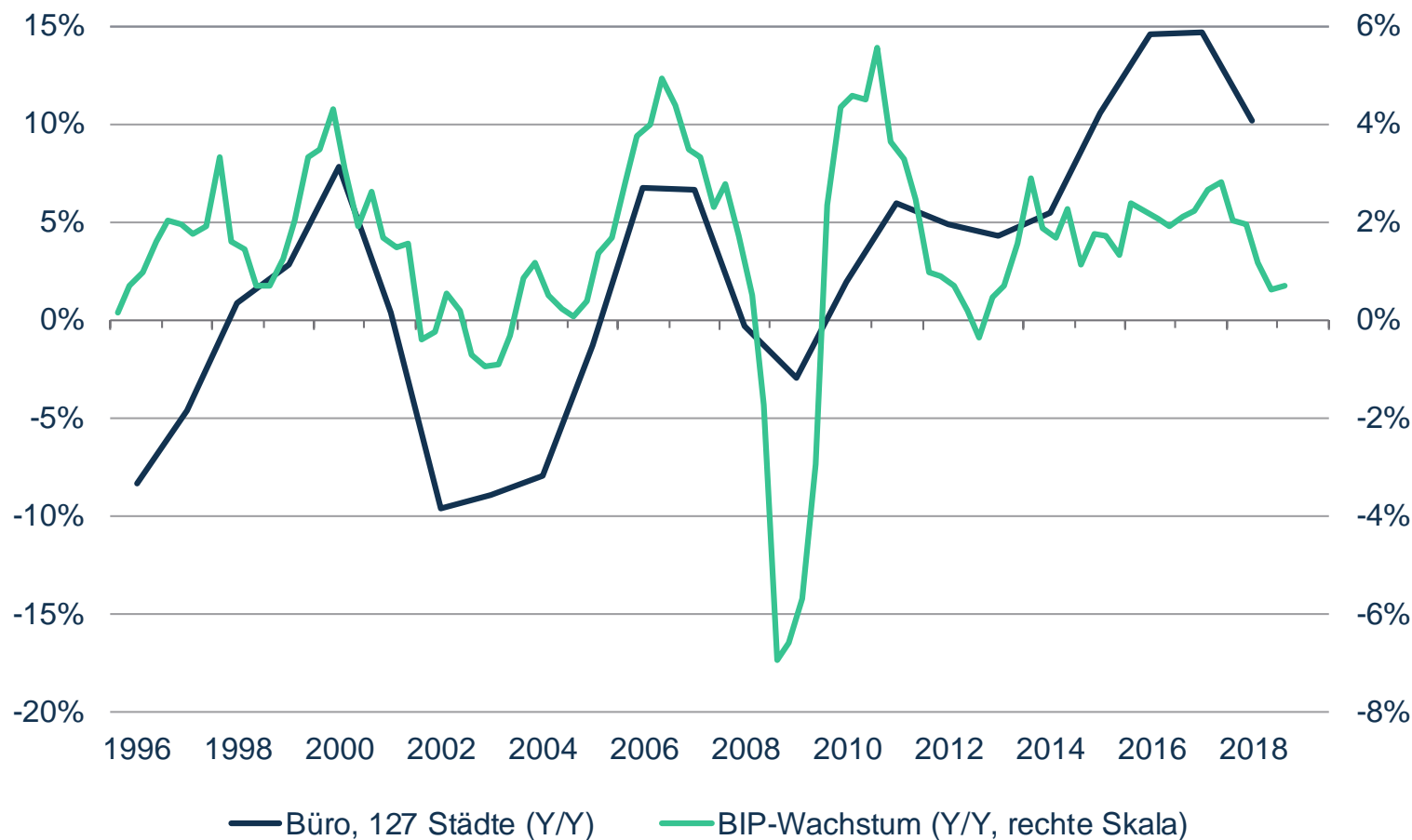


Die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Indizes basieren auf Daten der **bulwiengesa AG**. Sie beziehen sich auf sogenannte **Prime-Objekte**, d.h. es handelt sich um moderne Objekte in sehr guter Lage, die komplett an solvente Mieter vermietet sind. Der Gesamtindex bezieht sich auf Objekte **in 127 großen deutschen Städten**. Daneben gibt es einen eigenen Index für die größten sieben Städte (Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf). Neben Daten aus tatsächlichen Transaktion gehen auch Expertenschätzungen ein.

Bei **vdp** werden die **Transaktionsdaten der Immobilienfinanzierungsgeschäfte der teilnehmenden Finanzinstitute** erfasst. Die Bestimmung erfolgt durch zertifizierte Immobiliengutachter oder besonders geschulte Bankmitarbeiter in Form eines Objektgutachtens innerhalb des Instituts. **Es finden somit auch Objekte in kleineren Städten und mit niedrigerem Standard Berücksichtigung.**

# Büroimmobilien: Preisanstieg könnte 2019 auf 5 Jahrestief fallen, 2020 u.U. durch ersten Preisverfall abgelöst werden

## Büroimmobilienpreise vs. BIP-Wachstum Jahres- bzw. Quartalsdaten



- Die Nachfrage nach Büroflächen dürfte wesentlich durch die wirtschaftliche Entwicklung der Unternehmen bestimmt werden.
- Im Einklang mit der Beobachtung in anderen Ländern ist auch in Deutschland ein deutlicher Gleichlauf von BIP-Wachstum und Preisanstieg von Büroimmobilien festzustellen.
- Der Preisanstieg der vergangenen vier Jahr fiel gleichwohl etwas stärker aus, als es die Wirtschaftsentwicklung hätte erwarten lassen.
- Der Preisanstieg könnten 2019 auf ein 5 Jahrestief fallen, 2020 u.U. sogar durch einen ersten Preisverfall abgelöst werden.

Quelle: Deutsche Bundesbank, bulwiengesa AG, Refinitiv, LBBW Research

# Deutschlands Wachstumsstärke hat nachgelassen

## Reales BIP-Wachstum in Deutschland und im Euroraum in Prozent

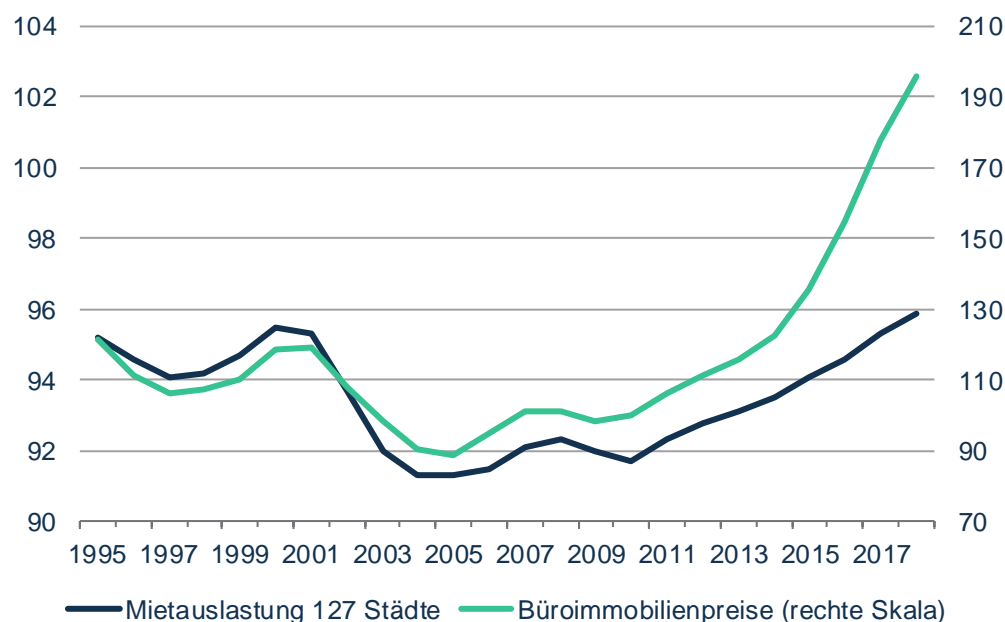


- Wachstumsraten des BIP von über 2 %, wie sie in den Jahren 2016 und 2017 in Deutschland vorlagen, erwarten wir für die kommenden Jahre nicht mehr.
- Grund hierfür ist nicht zuletzt, dass Deutschland angesichts einer historisch niedrigen Arbeitslosenquote zunehmend an seine Produktionsgrenzen stößt.
- Unsere Prognosen für den Euroraum sehen ebenfalls nur verhaltenes Wachstum vorher, Deutschland dürfte aber auch gegenüber den anderen Euro-Staaten an Wachstumsstärke einbüßen.
- Damit einhergehend dürften auch deutsche Immobilien als weniger attraktiv im internationalen Vergleich wahrgenommen werden.

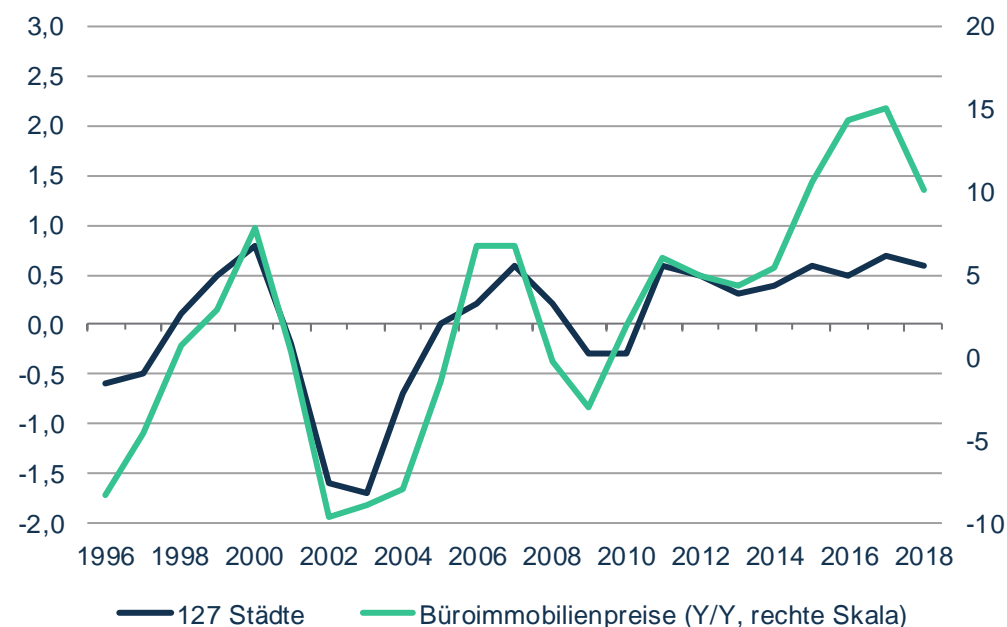
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# 127 Großstädte: Der Preisanstieg bei Büros übersteigt das durch die Leerstandsquote erklärbare Ausmaß

## Mietauslastung ggü. Preisentwicklung (100% - Leerstandsquote) in Prozent



## Veränderung der Mietauslastung u. Preise in Prozentpunkten bzw. Prozent



In der Vergangenheit ließ sich ein deutlicher Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Leerstandsquote und der Preisentwicklung feststellen. Noch deutlicher wird der Zusammenhang bei Betrachtung der Veränderung der Mietauslastung im Vergleich zum Vorjahr und der Veränderungsrate der Preise (rechte Grafik).

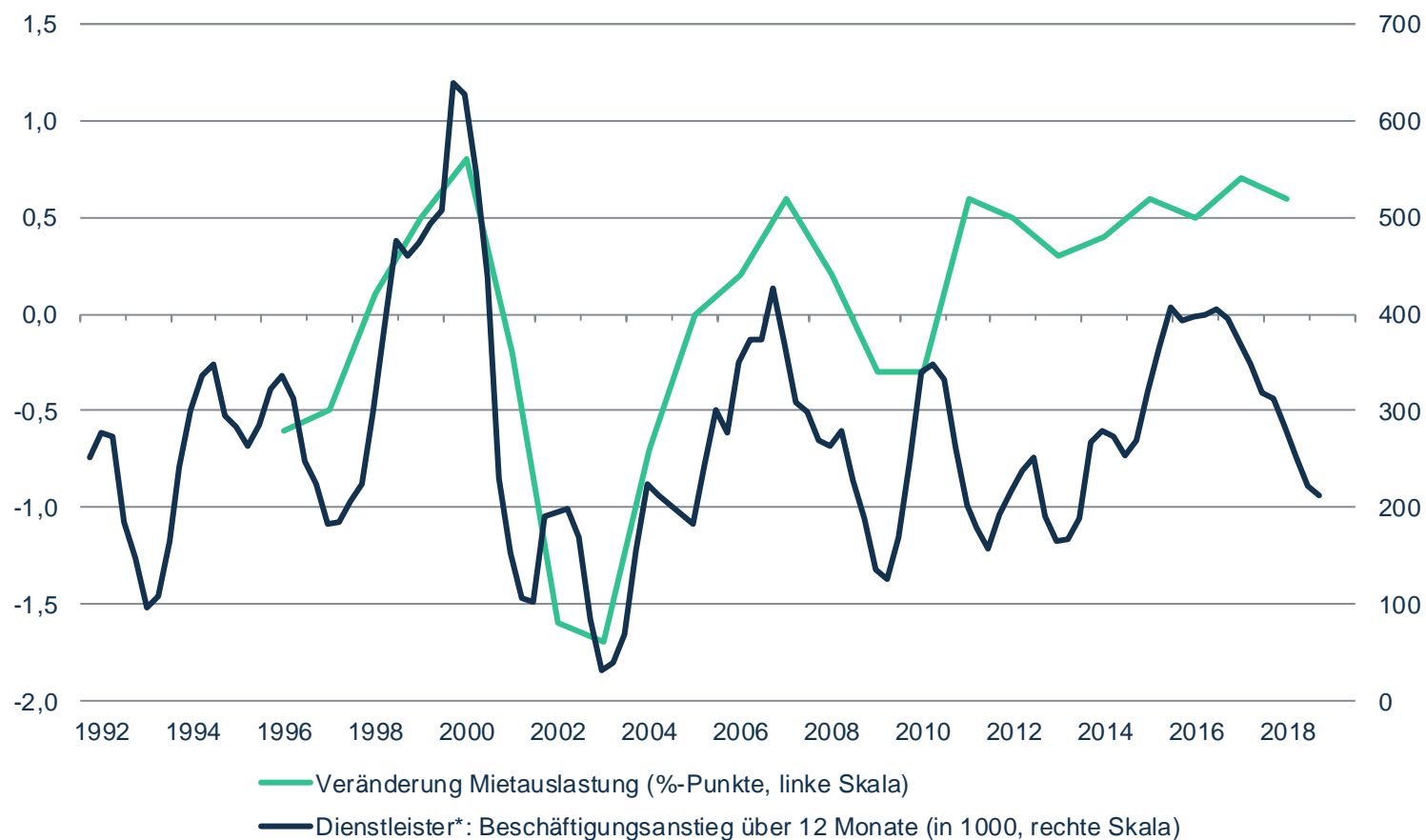
Ab dem Jahr 2015 hat sich die Preisentwicklung aber von der Mietauslastung entkoppelt. Die Preise sind der fundamentalen Entwicklung ein gutes Stück vorausgelaufen. Insbesondere die Auswirkungen der äußerst expansiven Geldpolitik der EZB dürfte hierin zum Ausdruck kommen.

Quelle: Deutsche Bundesbank, bulwiengesa AG, LBBW Research



# Büroimmobilien: Nachlassender Beschäftigungsanstieg sollte Knappheit an Büroflächen entschärfen

## Mietauslastung vs. Beschäftigung Jahres- bzw. Quartalsdaten



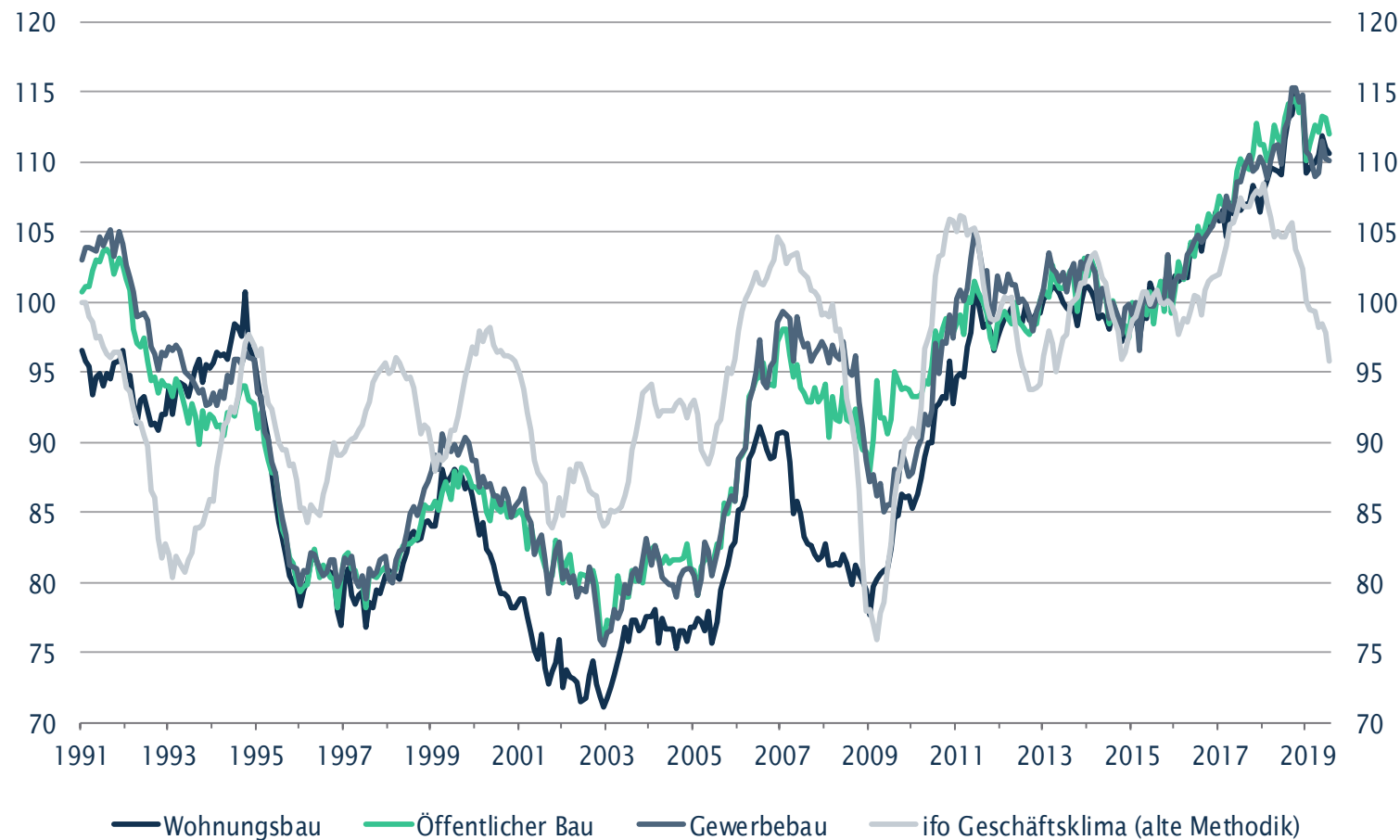
- Die Zahl der im Dienstleistungssektor beschäftigten Angestellten ist in Deutschland beständig angestiegen und hat zu einem wachsenden Bedarf an Büroflächen geführt. Die Leerstandsquoten für Büros sind daher sukzessive gesunken bzw. die Mietauslastung ist gestiegen.
- Zuletzt hat der Beschäftigungsaufbau in den relevanten Sektoren aber spürbar nachgelassen. Angesichts der durchwachsenen Konjunkturperspektiven dürfte dieser Trend anhalten und von Seiten der Nachfrage dazu beitragen, die Knappheit an Büroflächen zu entschärfen.

\* Hier: Dienstleister = Öffentlicher Dienst, Gesundheit, Bildung, Immobilien, Banken, Versicherungen, IT, Kommunikation, Business Services

Quelle: Deutsche Bundesbank, Refinitiv, LBBW Research

# In der Bauwirtschaft dominieren Kapazitätsengpässe

## Ifo Geschäftsklimaindex und Subindizes für die Bauwirtschaft Index, 2015 = 100

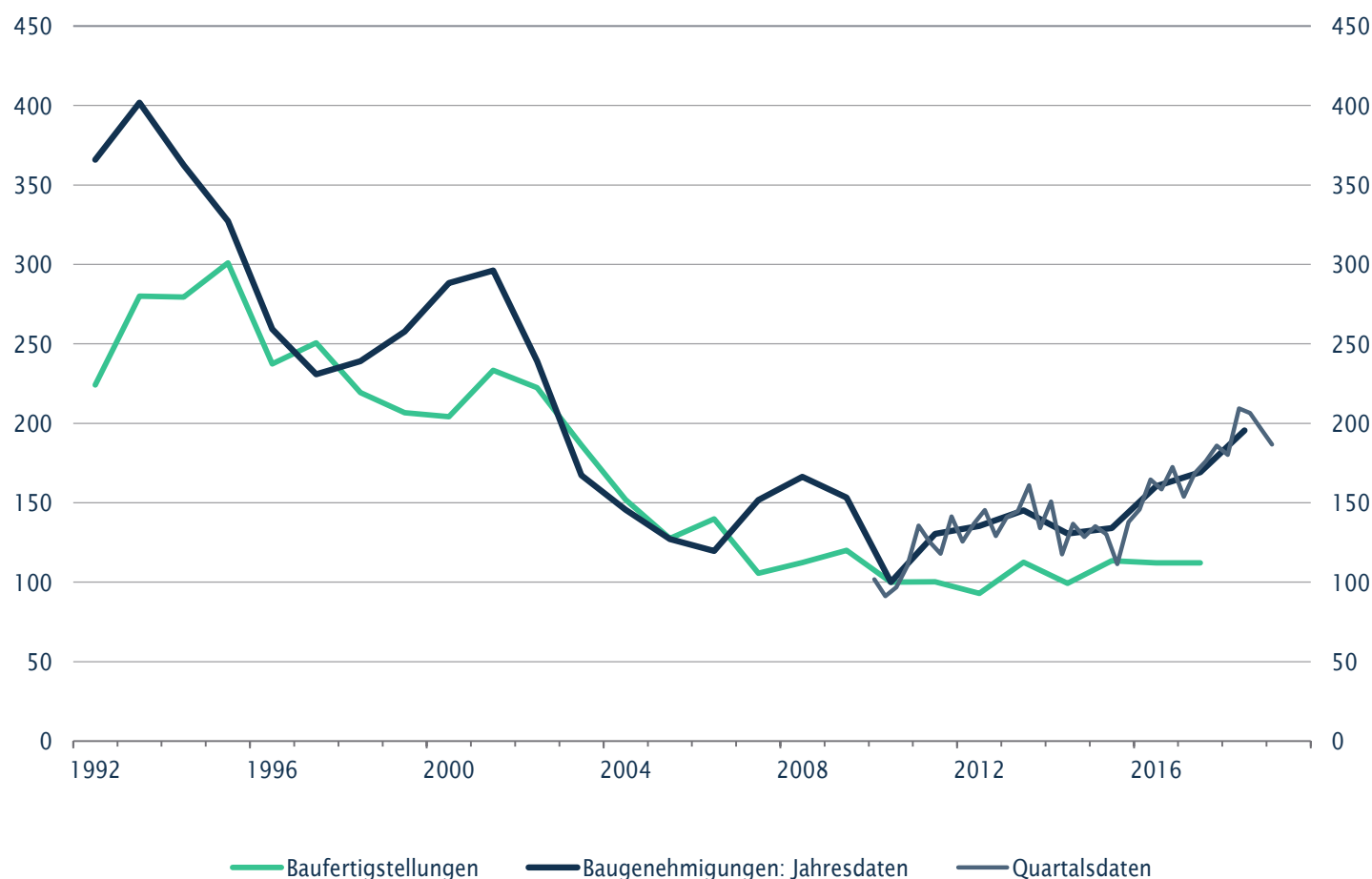


- Die Bauwirtschaft befindet sich in der Hochkonjunktur und konnte sich in den vergangenen Monaten auch weitgehend der allgemeinen Konjunkturabkühlung in Deutschland entziehen.
- Die Kapazitäten der Bauwirtschaft sind zwar rekordhoch ausgelastet. Da aber seit Mitte der 1990er Jahre die Kapazitäten deutlich reduziert wurden, ist das hierdurch neu auf den Markt kommende Angebot an Gewerbeflächen immer noch eher moderat.

# Bautätigkeit legt zu – Leerstandsquoten dürften allmählich ihren Boden finden

## Baugenehmigungen und –fertigstellungen von Büro- und Verwaltungsgebäuden

Nutzfläche, indexiert, 2010 = 100

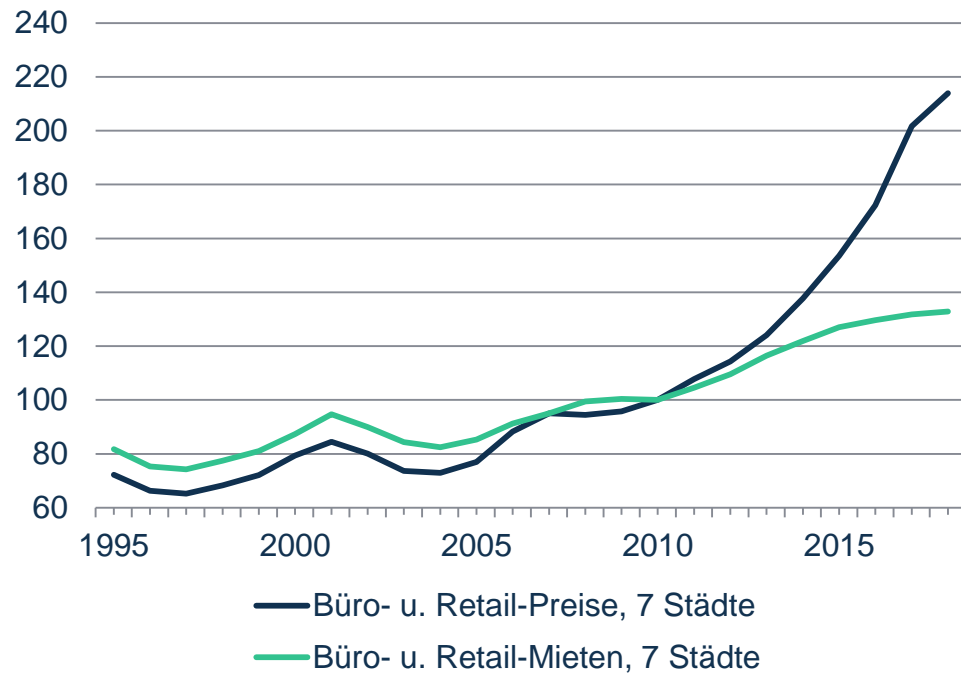


- Die Baugenehmigungen für Büro- und Verwaltungsgebäude sind noch weit entfernt von ihren Niveaus der 1990er Jahre. Gleichwohl erreichten sie 2018 ihren höchsten Stand seit dem Jahr 2002.
- In der Vergangenheit folgten die Baufertigstellungen den Baugenehmigungen – wenn auch mit einem gewissen Abschlag und zeitversetzt.
- Auch die Angebotsseite spricht somit dafür, dass die Leerstandsquoten derzeit ihre zyklische Talsohle durchlaufen und perspektivisch wieder steigen sollten.

# Schere zwischen Preisen und Mieten öffnet sich vor allem in den A-Städten

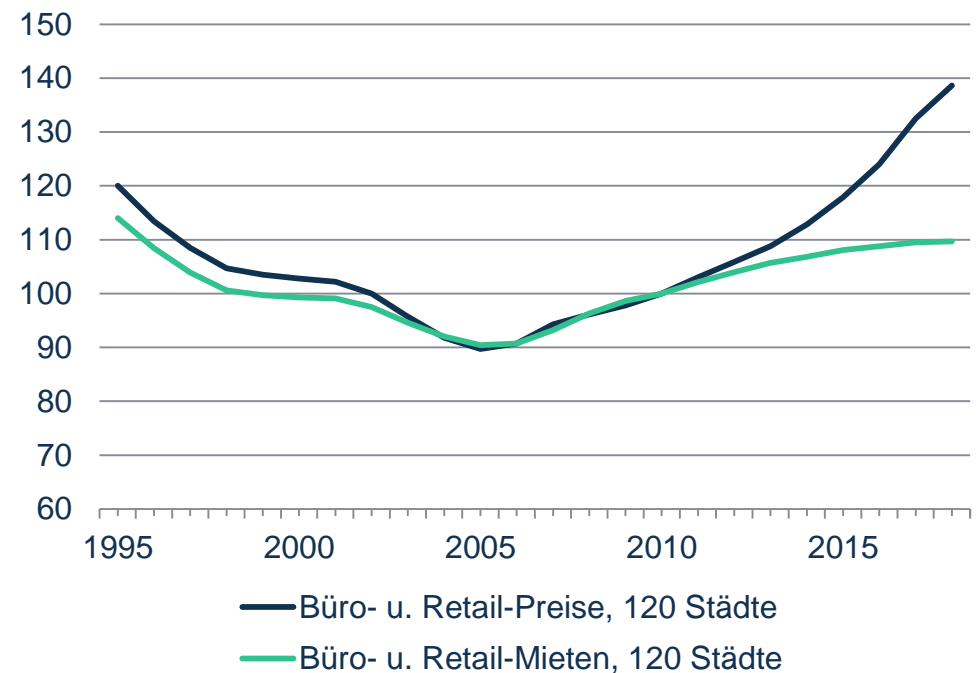
## Preise vs. Mieten in den 7 Großstädten

in Indexpunkten, Jahr 2010 = 100, Daten von bulwiengesa



## Preise vs. Mieten in 120 weiteren Städten

in Indexpunkten, Jahr 2010 = 100, Daten von bulwiengesa



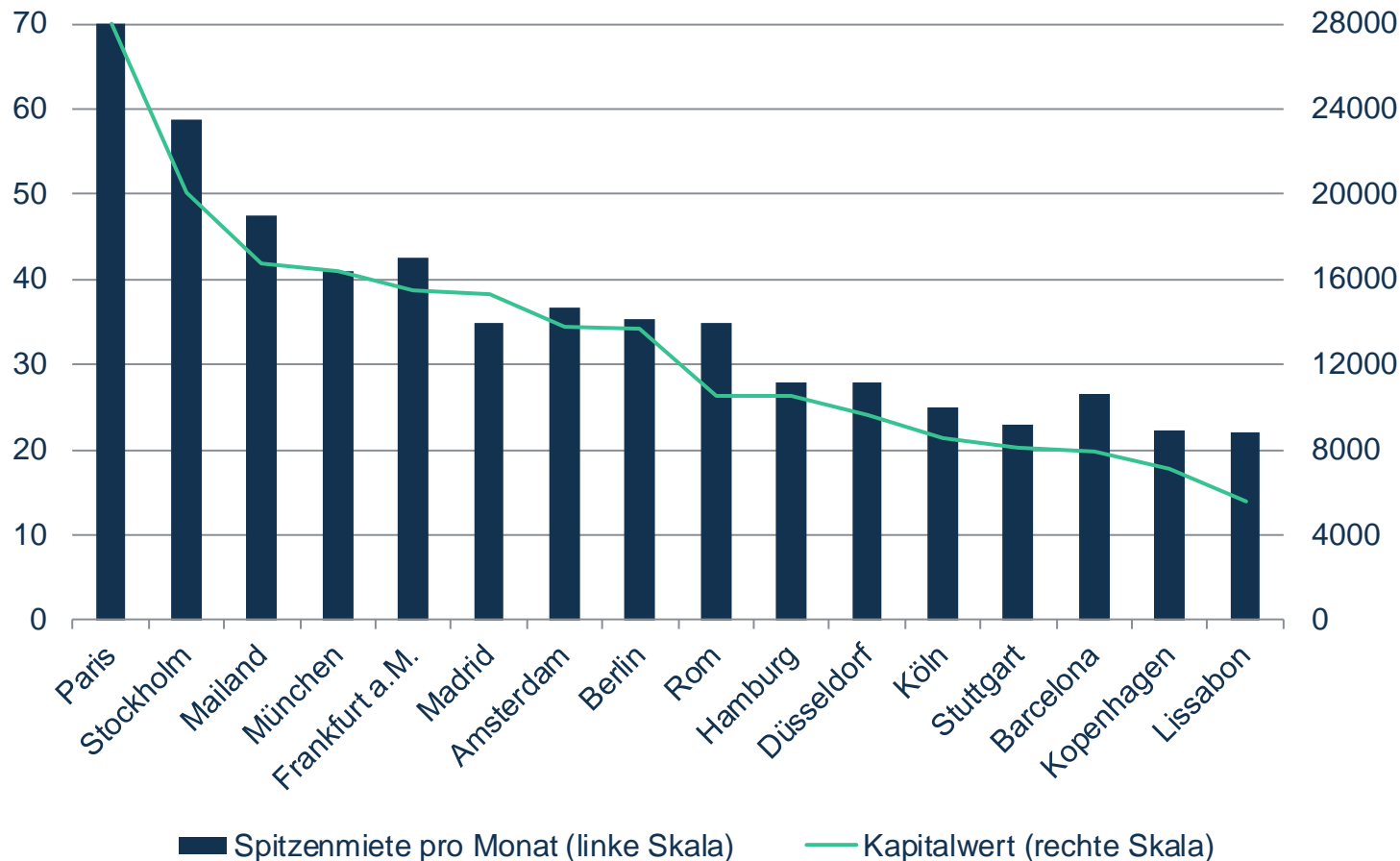
Während die Preise von Gewerbeimmobilien in den vergangenen Jahren fulminant zulegten, blieben die Mieten dahinter deutlich zurück. Dies zeigt sich vor allem in den sieben größten deutschen Städten, in abgeschwächter Form aber auch in den Großstädten der zweiten und dritten Reihe.

Die sich öffnende Schere zwischen beiden Zeitreihen stellt einen Anstieg des Bewertungsniveaus der Immobilien dar.

# Internationaler Vergleich: Deutsche Städte im europäischen Mittelfeld

## Mieten und Preise für Büroimmobilien

in Euro pro Quadratmeter, Datenquelle: Colliers



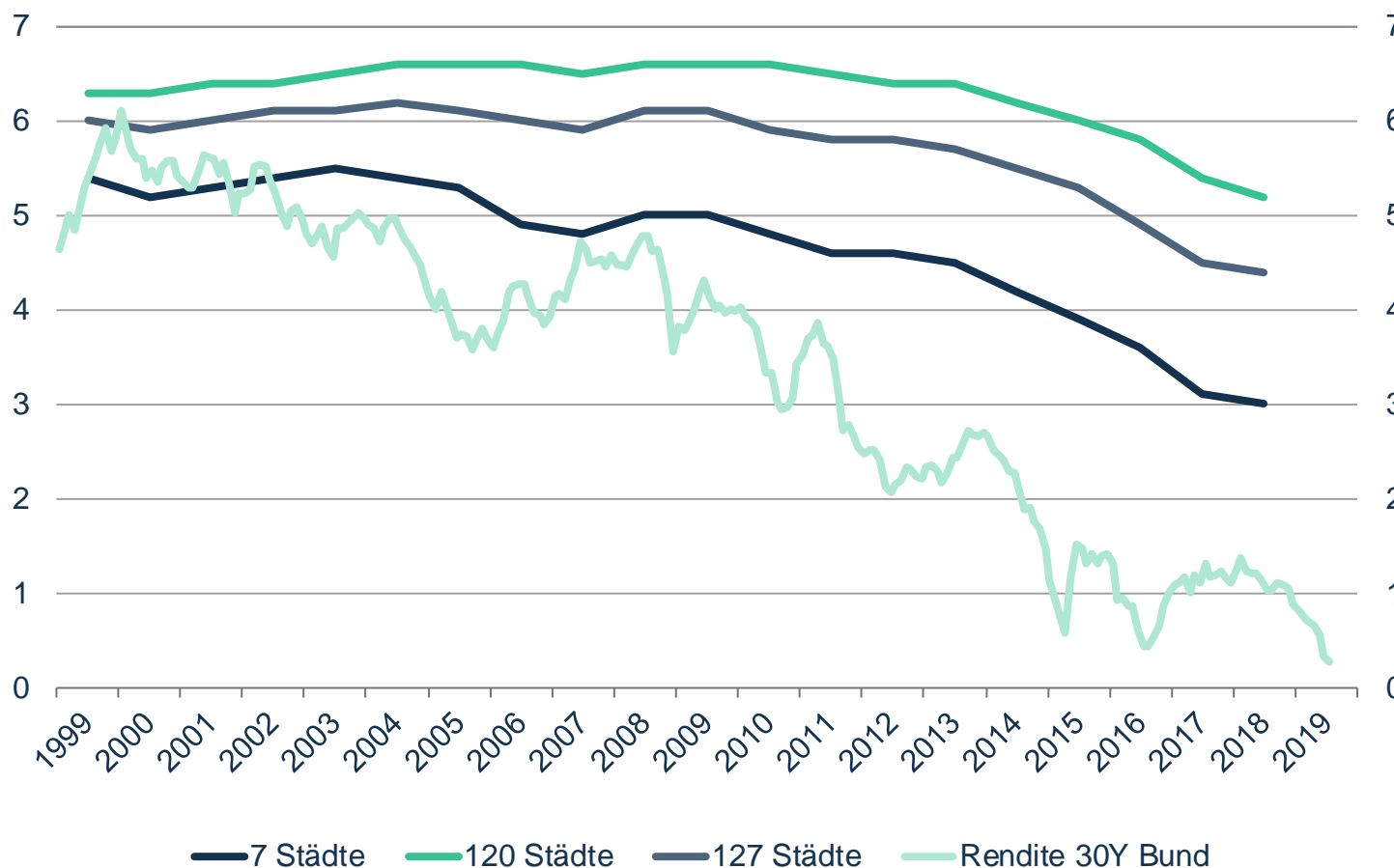
- Aus internationaler Perspektive stechen die großen deutschen Städte hinsichtlich Preis- und Mietniveau nicht außergewöhnlich hervor.
- Dererlei Vergleiche sind allerdings mit Vorsicht zu genießen. Es gibt nicht nur wirtschaftliche und kulturelle, sondern ggf. auch gesetzliche Unterschiede zwischen den Standorten. Ein Beispiel hierfür ist etwa die Frage, wie viel Fläche einem Büroangestellten zugestanden wird.
- Zur Beurteilung des Bewertungsniveaus erachten wir einen Vergleich mit anderen Assetklassen als aussagekräftiger.

Quelle: Bloomberg, LBBW Research

# Mietrenditen fallen, Anleiherenditen fallen stärker. Kleinere Städte hielten zuletzt Schritt mit den Big7

## Nettoanfangsrenditen für Büro- und Einzelhandelsimmobilien (Core-Objekte)

in Prozent

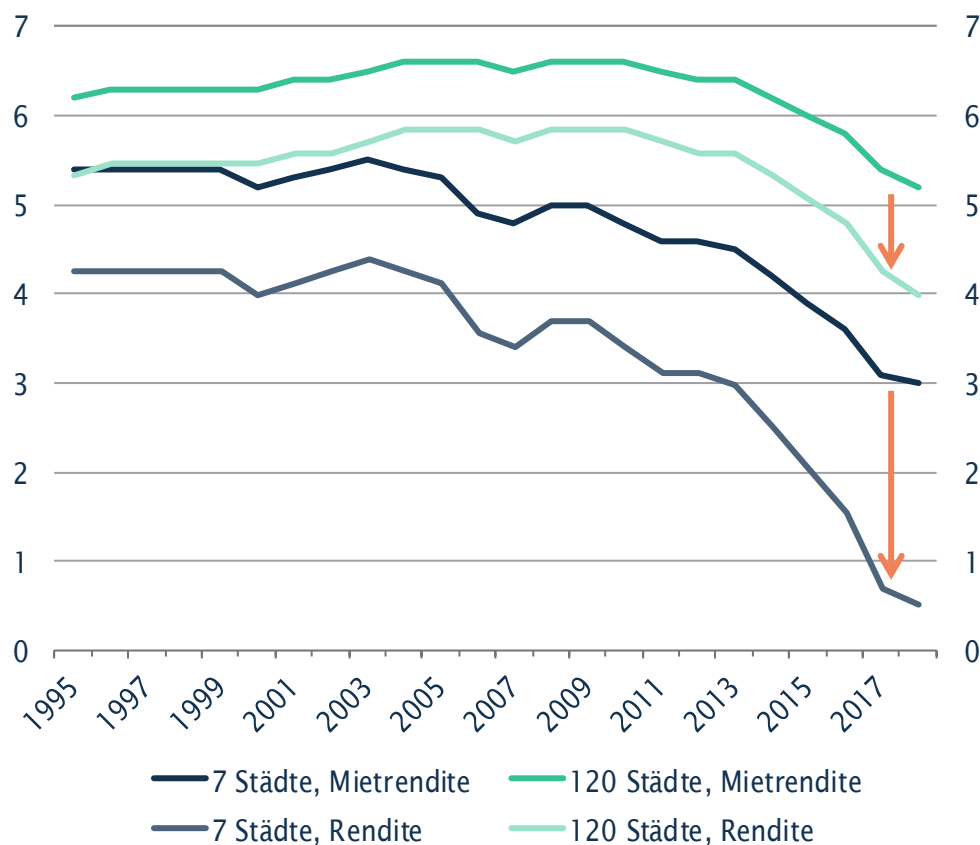


- Der deutlich schnellere Anstieg der Preise im Vergleich zu den Mieten hat zu einem Rückgang der Mietrenditen geführt.
- Ein Vergleich der Mietrenditen mit den Renditen langlaufender Anleihen liegt auf der Hand. Doch es ist ein Vergleich von Äpfeln mit Birnen. So dürfte das Risiko ausbleibender Zinszahlungen bei Bundesanleihen deutlich geringer sein als jenes ausbleibender Mieteinkünfte im Falle von Immobilien. Zudem erhält der Investor bei Immobilien nicht am Ende der Nutzungsdauer seinen Kapitaleinsatz wieder zurück.

Quelle: Deutsche Bundesbank, bulwiengesa, Refinitiv, LBBW Research

# Betrachtung der Mietrendite unter Berücksichtigung von Nutzungsdauer, Erhaltungsaufwendungen und Inflation

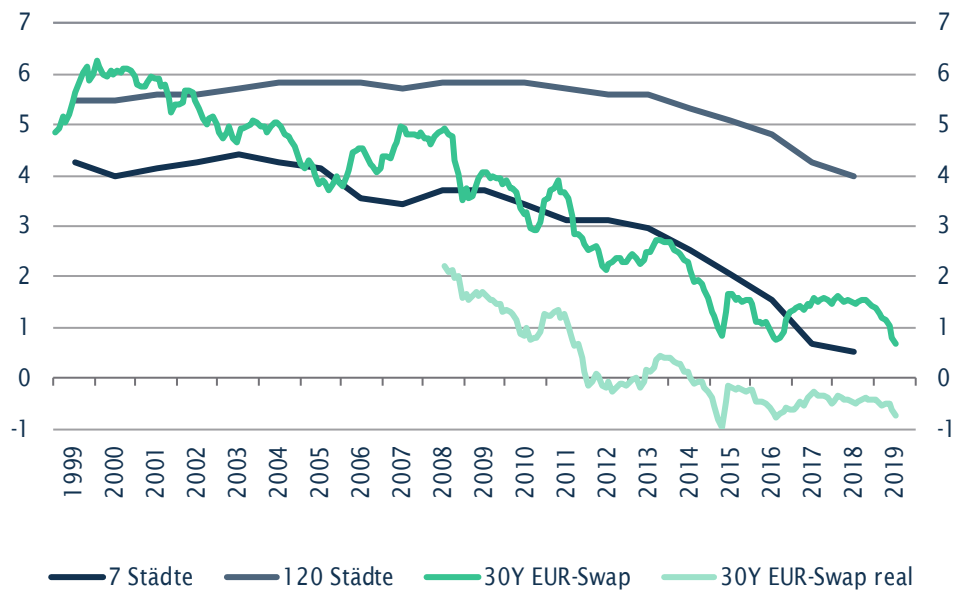
## Mietrendite vs. tatsächlicher Rendite in Prozent



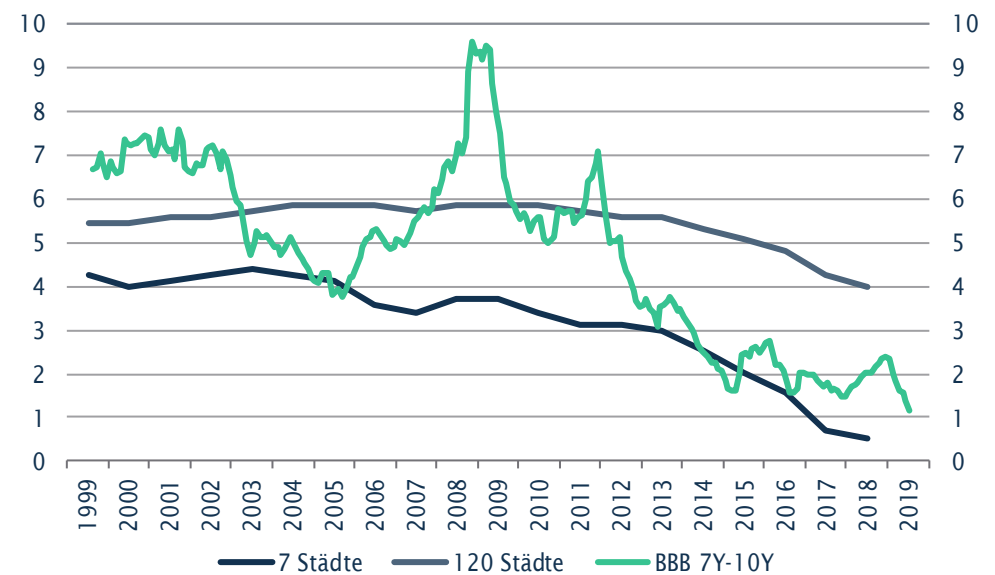
- Um den Unterschieden zwischen Anleihen und Immobilien besser Rechnung zu tragen, haben wir eine Szenario-Rechnung für die Rendite eines Immobilieninvestments für die gesamte Nutzungsdauer der Immobilie bestimmt und dazu folgende Annahmen getroffen:
  - Verbleibende Nutzungsdauer: 40 Jahre.
  - Am Ende bleibt nur der Grundstückswert. Dieser hat einen Anteil von 25% am Kaufpreis.
  - Grundstückspreise und Mieten steigen mit einer Rate von 2% p.a. (Inflation).
  - Erhaltungsaufwendungen: 2% p.a.
- Als Mietrendite verwenden wir die Nettoanfangsrenditen, wie sie für Büro- und Einzelhandelsimmobilien von der Deutschen Bundesbank auf Basis von bulwiengesa-Daten für Core-Objekte veröffentlicht werden.
- Die Annahmen für diese Berechnung dürften eher vorsichtig gewählt sein und sollen beispielhaft die Bandbreite aufzeigen, in welcher Größenordnung die tatsächliche Rendite der Kapitalanlage unterhalb der Nettoanfangsrendite liegen könnte. Je niedriger die Mietrendite ist, desto größer ist der Unterschied zwischen beiden Renditen.

# Vergleich der adjustierten Renditen der Immobilien mit Anleihen fällt nicht mehr so eindeutig aus

## Adjustierte Mietrenditen vs. Swapsatz in Prozent



## Adjustierte Mietrenditen vs. Corporates in Prozent



Vergleicht man die auf der vorherigen Seite berechneten adjustierten Mietrenditen mit dem Anleihemarkt, resultiert ein differenzierteres Bild. Da es sich bei Immobilien um reale Güter handelt und Preise und Mieten im Falle von Inflation zu einem gewissen Grad ansteigen sollten, empfiehlt sich ein Vergleich mit der Rendite inflationsgeschützter Anleihen. Dies haben wir in der linken Grafik mittels der Swapsätze umgesetzt, wobei wir vom 30-jährigen nominalen Swapsatz den 30-jährigen Inflationsswap abgezogen haben. Die Daten reichen aber nur bis 2008 zurück.

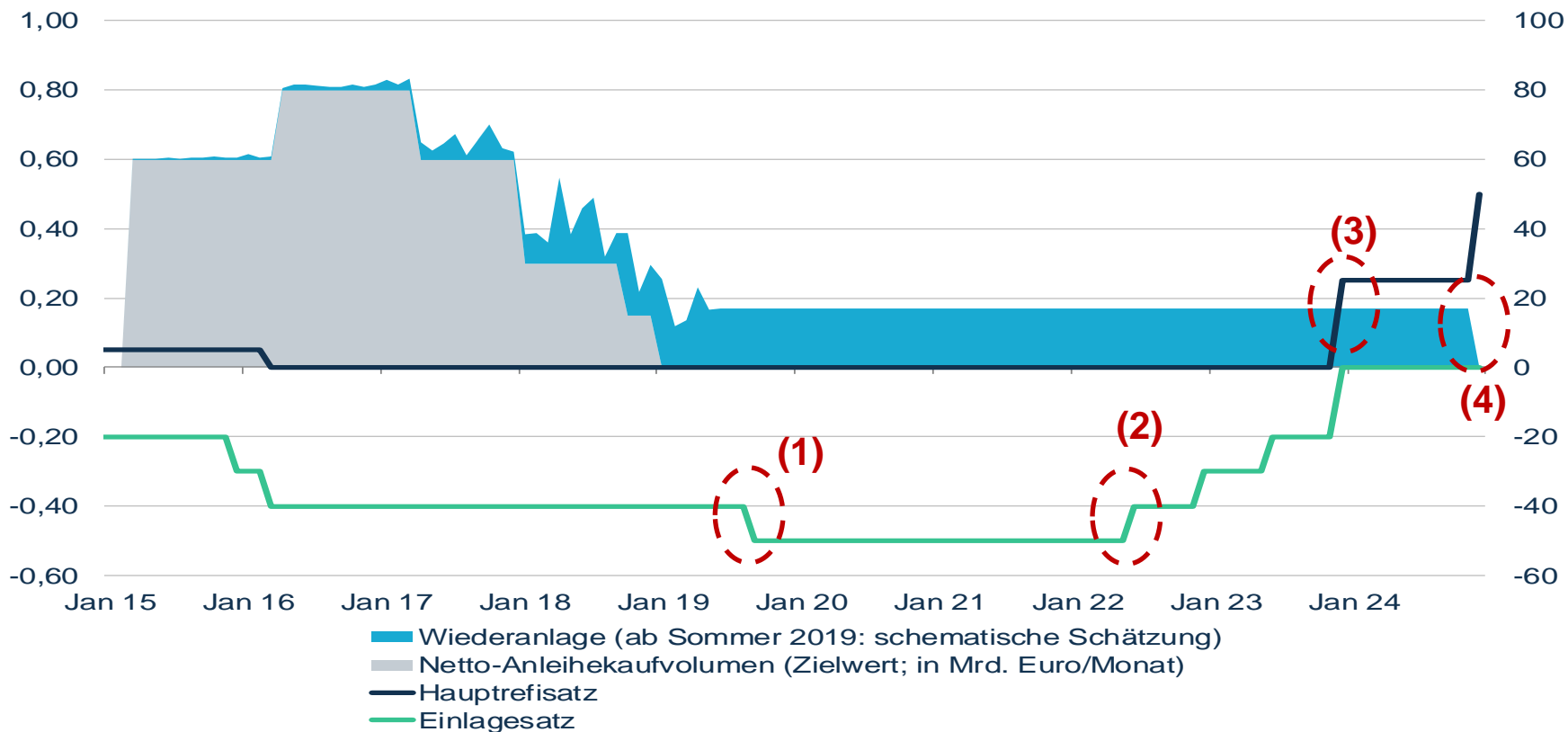
Auf dieser Basis erscheint der Renditerückgang von Immobilien in den sieben größten Städten in den vergangenen sieben Jahren stärker als jener der realen Swapsätze. Ihr Bewertungsniveau ist also auch im relativen Vergleich gestiegen. Für die kleineren Städte gilt dies jedoch nicht.

Quelle: Deutsche Bundesbank, bulwiengesa, LBBW Research



# Neue Marschrichtung der EZB: Zinssenkung als nächster Schritt – Anhebung noch lange kein Thema

## Anleihekäufe der EZB in Mrd. EUR sowie Leitzinsen in %, inkl. LBBW-Prognosen



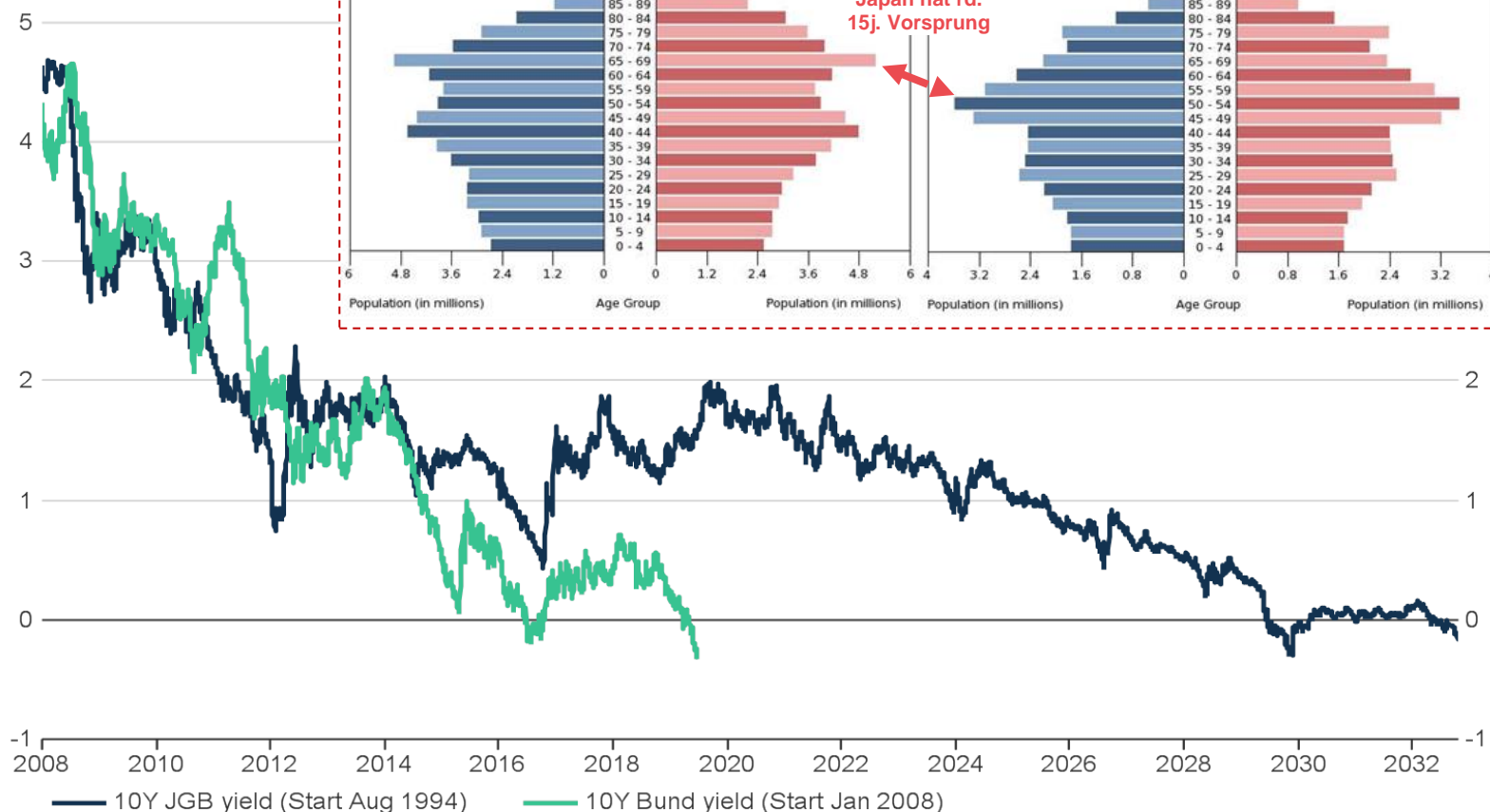
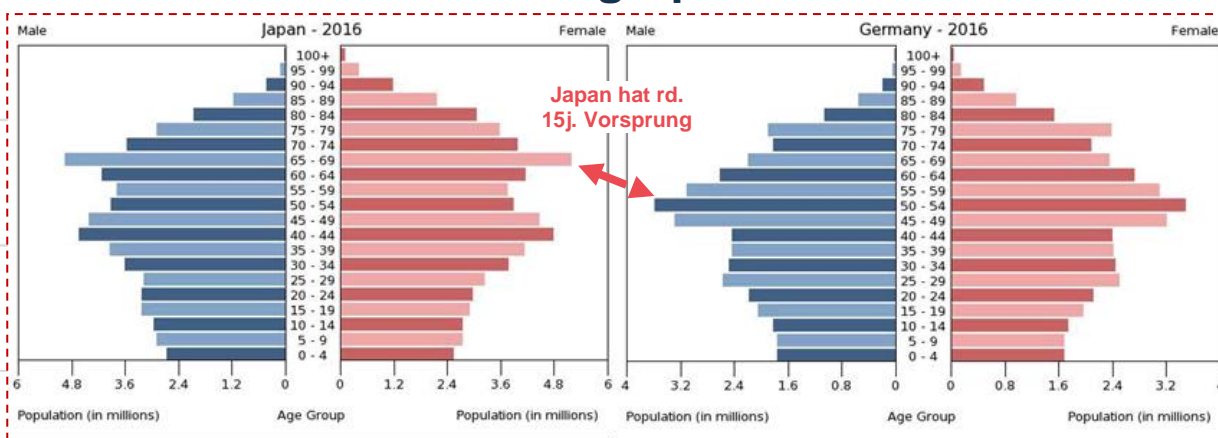
- (1) Erneute Senkung Einlagesatz im Herbst 2019.
- (2) Erste Anhebung Einlagesatz: Im Jahresverlauf 2022.
- (3) Erste Anhebung Hauptrefisatz: Frühestens im Jahr 2023.
- (4) Anleiheläufe: Wiederaufnahme QE wird im Hauptszenario nur in Aussicht gestellt, aber nicht umgesetzt. Reinvestitionen bis mindestens 2024.

Quelle: LBBW Research

# Europa in „Japan-ähnlichem Szenario“

## Renditen Bundesanleihen und japanische Staatsanleihen in %, um 14 Jahre zeitverschoben

### Demographie



### Gemeinsamkeiten mit Japan:

- 1) Finanzkrise rd. 15J. vorher
- 2) Demographie rd. 15J. vor Deutschland
- 3) Einbruch der Inflationsraten rd. 15J. vorher
- 4) Einbruch des Zinsniveaus rd. 15J. vorher
- 5) Immobilienmarkt sollte vom Andauern des Niedrigzinsumfelds profitieren

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

# Thesen

- **Es gibt viel Kapital, das von seinen Eigentümern im Immobilienmarkt investiert werden soll. Daran dürfte sich angesichts des Zinsumfelds in den nächsten Jahren wenig ändern.**
- **Die Phase schwächeren Wirtschaftswachstums sollte insbesondere für Deutschland etwas Druck aus dem Kessel nehmen. Entspanntere Angebots-Nachfrage-Relationen sind am Horizont absehbar. Dies werten wir als langfristig positiv, da dadurch das Risiko einer sich weiter aufblähenden Blase und somit die Gefahr eines Boom-and-Bust-Zyklus reduziert wird.**
- **Das Platzen einer Blase ist wenig wahrscheinlich, aber im kommenden Jahr wird Luft entweichen.**

# Disclaimer

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

**Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.**

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebshändler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

Erstellt am: 31.07.2019 10:55

Erstmalige Weitergabe am: 31.07.2019 11:02