



Kapitalmärkte Blickpunkt

Ausgabe 14.02.2023 | LBBW Research | Macro/Strategy

Orientierungssuche auf dem Büroimmobilienmarkt

01 Auf einen Blick S. 2


02 Fundamentaler Gegenwind trifft
auf überbewerteten Markt S. 2

03 Wie stark werden die Preise
korrigieren? S. 4

04 Starke Marktspreizung S. 5

05 Jüngste Marktdaten belegen
Preisrückgänge S. 7

Martin Güth, CQF
Senior Economist
+49 711 127-79603
martin.gueth@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de
 LBBW_Research

01 |

Auf einen Blick

- Wir erwarten für den Gesamtmarkt eine Preiskorrektur in einer Größenordnung von knapp 20 % vom zurückliegenden Preis-hoch aus. Diese dürfte sich über den Zeitraum 2022 bis 2024 erstrecken.
- Von fundamentaler Seite belasten steigende Leerstände infolge einer eingetretenen Konjunkturschwäche die Preise. Der zurückliegende Zinsanstieg übt zusätzlich Druck auf das hohe Bewertungsniveau der Immobilien aus. Unsere Preisprognose beruht auf einer Quantifizierung des Preiseffekts der Zinsentwicklung, der Leerstandsentwicklung sowie der Inflation.
- Bei alledem wird sich der Markt auch künftig sehr heterogen entwickeln. Lokale Knappheiten und ein ungestillter Bedarf an energieeffizienten, modernen Büros stehen veralteten Büros, die kaum noch vermittelbar sind, gegenüber. Aussagen über den Gesamtmarkt lassen sich nicht ohne weiteres auf ein einzelnes Objekt übertragen. Diese Aussage gilt mehr denn je.

Preise dürften
um knapp 20 %
korrigieren

02 |

Fundamentaler Gegenwind trifft auf überbewerteten Markt

Ab 2010 befand sich der Büroimmobilienmarkt über viele Jahre hinweg in der besten aller Welten: Die Leerstände gingen zurück, und niedrige Zinsen ließen viel Investorengeld in den Markt fließen. Die Folge waren massive Preissteigerungen und ein immer höheres Bewertungsniveau, das angesichts der Erwartung dauerhaft niedriger Zinsen zumeist vertretbar erschien. Nun sind die Zinsen abrupt gestiegen. Auch nehmen die Leerstände zu. Der Markt muss sich neu finden. Die Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern liegen derzeit häufig weit auseinander. Eine fehlende Transparenz im Markt sowie dessen Heterogenität erschweren die Orientierungssuche. Wir wollen uns dem Thema nähern, indem wir zunächst schauen, wie weit die Preise in den vergangenen Jahren den Fundamentaldaten enteilt sind.

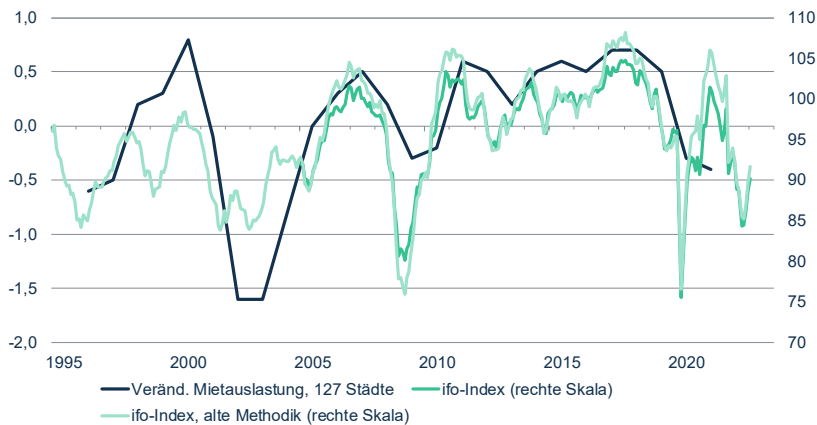
Die Leerstandsquoten von Büros in Deutschland sind 2020 und 2021 angestiegen (vgl. Grafik rechts). Eine schlechte Unternehmensstimmung, wie dies zum Beispiel im ifo-Geschäftsklimaindex zum Ausdruck kommt, spricht auch für die Jahre 2022 und 2023 für eine negative Entwicklung der Mietauslastung (vgl. Grafik 1). Spiegelbildlich bedeutet dies wohl einen weiteren Anstieg der Leerstände.

Leerstandsquote in %



Quelle: Deutsche Bundesbank,
LBBW Research

Grafik 1
Veränderung der Mietauslastung (ggü. Vorjahr in Prozentpunkten) und ifo-Geschäftsklimaindex

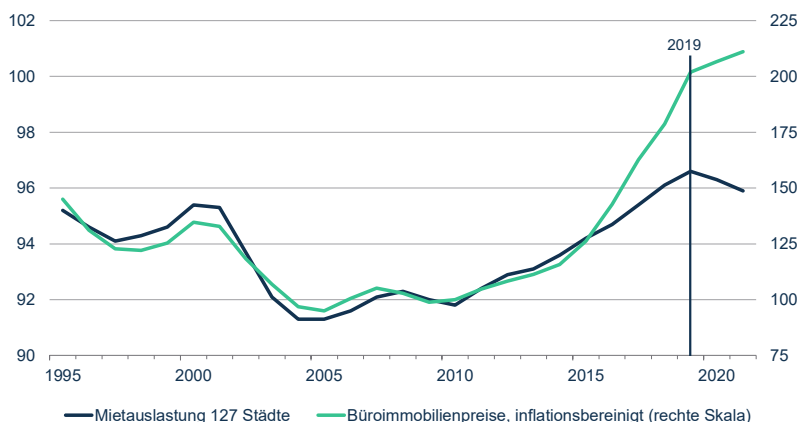


Quelle: Deutsche Bundesbank, Refinitiv, LBBW Research

Zyklische Schwankungen der Mietauslastung führten in der Vergangenheit zu einer entsprechenden Reaktion der Preise (vgl. Grafik 2). Von 2015 bis 2019 kletterten die Preise derweil deutlich stärker, als es der Anstieg der Mietauslastung suggerierte. 2020 und 2021 stiegen die Preise sogar weiter an – wenn auch mit vermindertem Tempo –, während die Mietauslastung zurückging. Die Preise entkoppelten sich damit von der fundamentalen Entwicklung. Der Grund hierfür dürfte in dem damals extrem niedrigen Zinsniveau gelegen haben. Mit dem massiven Zinsanstieg 2022 wird dem Markt nun rückwirkend die Rechtfertigung für den starken Preisanstieg entzogen.

Preise entkoppelten sich von der fundamentalen Entwicklung

Grafik 2
Mietauslastung (%) vs. reale Preisentwicklung (Index)
(Dargestellt ist der Büropreisindex der bulwiengesag AG für Prime-Objekte in 127 großen Städten, deflationiert mit dem CPI ex Energie)

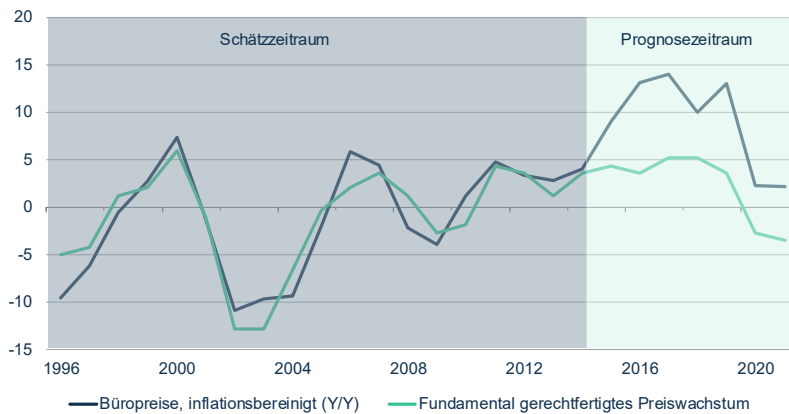


Quelle: Deutsche Bundesbank, Refinitiv, LBBW Research

Um die Stärke des Einflusses der Niedrigzinsphase zu quantifizieren, haben wir ein Regressionsmodell entwickelt. Dieses erklärt die Jahreswachstumsrate der realen Büropreise durch die Veränderung der Mietauslastung. Die Modellparameter haben wir geschätzt für den Zeitraum 1996 bis 2014; Anfang 2015 beschloss die EZB großvolumige Anleihekäufe und nahm damit außergewöhnlich stark auf das Zinsgefüge Einfluss. Das Bestimmtheitsmaß des Modells liegt bei 84 %.

Quantifizierung mittels Regressionsmodell

Grafik 3 Regressionsmodell für das reale Preiswachstum (in %)



Quelle: Deutsche Bundesbank, Refinitiv, LBBW Research

Im Zeitraum der Jahre 2015 bis 2021 stiegen die Preise deutlich stärker, als es das Modell auf Basis der Mietauslastung nahegelegt hätte. Insgesamt liegt der kumulative Preisanstieg des Modells in diesem Zeitraum 36 % unterhalb des tatsächlichen Anstiegs. Anders ausgedrückt: Ein Zurückdrehen der monetären Rahmenbedingungen auf die Zeit 1996 bis 2014 legt einen Preisrückgang um 36 % (real) nahe.

Auf Basis des Zusammenhangs zwischen der Mietauslastung und dem ifo-Geschäftsklimaindex erwarten wir, dass die Mietauslastung 2022 und 2023 in ähnlicher Größenordnung sinken wird wie 2021, d.h. um jeweils etwa 0,4 Prozentpunkte. Dies sollte gemäß unseres Regressionsmodells zu einem realen Preisrückgang um jeweils 3,5 % in den beiden Jahren führen. In Verbindung mit dem dargelegten Korrekturpotenzial von real 36 % würde daraus ein kumulativer realer Preisrückgang von 41 % resultieren.

03 |

Wie stark werden die Preise korrigieren?

Das im vorherigen Kapitel hergeleitete Korrekturpotenzial wird u.E. nicht vollständig realisiert werden, da die Zinsen nicht wieder in der „alten Welt“ angekommen sind. Das Zinsniveau ist zwar in etwa auf das Niveau des Jahres 2010 angestiegen. Das Durchschnittsniveau der Jahre 1996 bis 2014, für das ja die Regressionsgleichung geschätzt wurde, liegt mit 4,12 % für den 10-jährigen Swapsatz aber noch ein Stück entfernt (Swapsatz aktuell: 2,80 %). Für die Jahre 2023 bis 2027 prognostizieren wir im Mittel einen Wert von rund 2,50 % (vgl. Grafik 4). Dieses Niveau liegt zwar spürbar höher als jenes der Jahre 2015 bis 2021 (rund 0,50 %), es stellt aber keine Rückkehr zum Zinsregime der Jahre 1996 bis 2014 dar. Die Preiskorrektur sollte daher geringer ausfallen. Das Bewertungsniveau von Büroimmobilien dürfte zwar sinken, aber nicht bis auf das Niveau der 2000er-Jahre.

**Modell legt 36 %
Korrekturpotenzial
nahe**

**Keine Rückkehr
zur alten Zinswelt**

Grafik 4
Zinsentwicklung sowie Erwartungen des LBBW Research (in %)



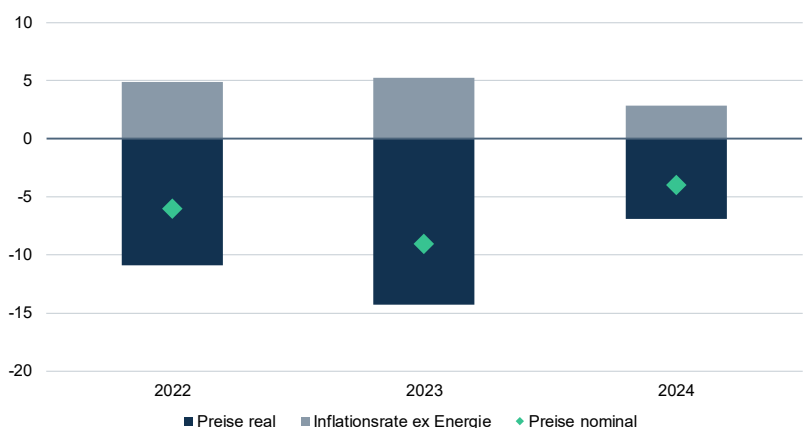
Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Unser Regressionsmodell bezieht sich auf die realen Immobilienpreise. Angesichts einer aktuell außergewöhnlich hohen Inflation dürfte die nominale Preisentwicklung der Büros im Zeitraum 2022 bis 2024 rund 14 % über der realen Entwicklung liegen. Allein im vergangenen Jahr kletterten die Verbraucherpreise ex Energie um 4,9 %.

In Summe addieren sich die Einflussfaktoren zu einem geschätzten nominalen Preisrückgang von knapp 20 % vom Peak im Jahr 2021 bis zum mutmaßlichen Tief im Jahr 2024. Rund ein Drittel dieses Preisrückgangs dürfte bereits im vergangenen Jahr stattgefunden haben. Wir erwarten, dass die Büropreise ihr Niveau aus den Jahren 2017/2018 ansteuern werden und dann wieder in einen leichten Aufwärtspfad übergehen.

Nominaler Preisrückgang schwächer als der reale

Grafik 5
Prognostizierte reale und nominale Preisentwicklung von Büros



Quelle: Refinitiv, LBBW Research

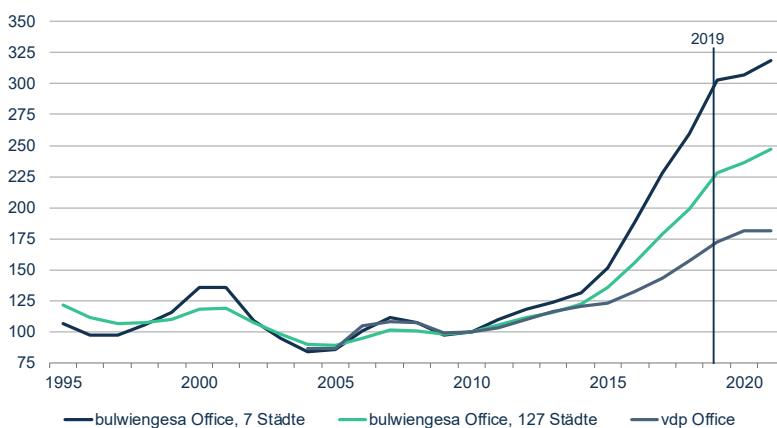
Verkaufsdruck entsteht derzeit insbesondere für Marktakteure mit hohem Fremdkapitalhebel und geringem Liquiditätspolster. Marktteilnehmern mit Anlagebedarf dürfte die Korrekturphase dagegen auch Kaufgelegenheiten bieten.

Preisrückgang um knapp 20 % erwartet, verteilt auf drei Jahre

Starke Marktspreizung

Der vom Regressionsmodell nahegelegte Preisrückgang bezieht sich auf die Datenreihe von bulwiengesa, welche die Entwicklung hochwertiger Immobilien in 127 Städten abbildet. Der zurückliegende Preisanstieg in den Top-7 Städten war noch stärker (vgl. Grafik 6). Diese Städte standen noch mehr im Fokus internationaler Investoren; hier gingen auch die Leerstände noch kräftiger zurück als in den 127 Städten insgesamt. Daten vom Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) zeigen indes, dass die Preisentwicklung von Büros in Deutschland längst nicht überall so dynamisch war. Der vdp-Index basiert auf Daten der Transaktionsdatenbank der teilnehmenden Finanzinstitute. Er bildet daher eine andere regionale Aufteilung ab und fängt das gesamte Qualitätsspektrum ein. Mittels hedonischer Modelle wird der Preisindex um Schwankungen der Qualitätsmerkmale der Immobilien bereinigt.

Grafik 6
Preisindizes für Büroimmobilien im Vergleich



Quelle: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Der Blick in die Vergangenheit offenbart also eine große Heterogenität der Preisentwicklung des Büromarktes. Nach vorne schauend dürfte sich daran wenig ändern. Nicht alle Segmente des Marktes waren in den vergangenen Jahren gleichermaßen heißgelaufen – entsprechend unterschiedlich ist nun das Korrekturpotenzial durch den Zinsanstieg. Die Lage eines Objekts innerhalb einer Stadt ist allem Anschein nach zu einem noch wichtigeren Preisfaktor geworden, als es in der Vergangenheit bereits der Fall war. Die Leerstandsquoten sind historisch niedrig und dürften es auch nach dem von uns erwarteten Anstieg noch sein. Das heißt, es wird auch künftig zu lokalen Knappheiten kommen.

Zudem wandeln sich die Anforderungen an die Büros. Neue Arbeitskonzepte verbinden die Möglichkeit, sowohl im Büro als auch von Hause aus zu arbeiten. Dies wirkt sich nicht nur auf die Flächennachfrage insgesamt aus, sondern auch auf die Art der nachgefragten Flächen. Büros, die auf die neuen Nutzungsanforderungen eingestellt sind oder sich leicht daran anpassen lassen, sind im Vorteil gegenüber alten, unflexiblen Flächen. Moderne Gebäude weisen zudem meist eine

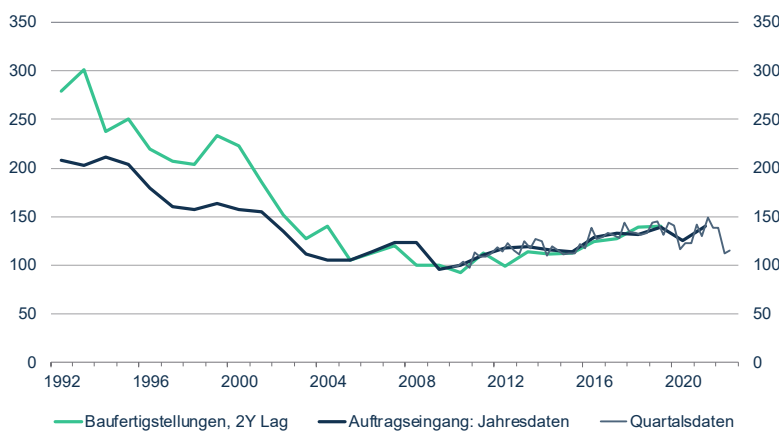
Stark divergente Preisindizes

Lokale Knappheiten bleiben

deutlich höhere Energieeffizienz auf. Diese stellt angesichts gestiegener Energiepreise und verschärften staatlichen Vorgaben ebenfalls einen immer wichtigeren Faktor für den Wert einer Immobilie dar.

Seitens des Neubaus ist für die kommenden Jahre mit einem Rückgang des Angebots an Büroflächen zu rechnen. In Grafik 7 haben wir die Baufertigstellungen von Büro- und Verwaltungsgebäuden mit einem Zeitversatz von zwei Jahren dem Auftragseingang im gewerblichen Hochbau gegenübergestellt. In den jüngsten Quartalen war ein deutlicher Rückgang der Aufträge zu verzeichnen. Die Baufertigstellungen dürften somit perspektivisch ebenfalls zurückgehen. Der Zentralverband Deutsches Baugewerbe (ZDB) erklärte am 6. Dezember, er rechne für 2023 mit einem realen Rückgang des Umsatzes im Wirtschaftsbau von 6 %, nachdem dieser im vergangenen Jahr um 5 % rückläufig gewesen sein dürfte. Dies legt nahe, dass moderne Büroflächen in den kommenden Jahren knapp bleiben werden – trotz eines Anstiegs der Leerstandsquote insgesamt.

Grafik 7
Baufertigstellungen (Büro- und Verwaltungsgebäude) und Auftragseingang im gewerblichen Hochbau (2010 = 100)



Quelle: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Angesichts einer Vielzahl an preisbestimmenden Faktoren lässt sich aus unserer Prognose für die Preisentwicklung des Gesamtmarktes nicht auf ein einzelnes Objekt rückschließen. Nicht mehr zeitgemäße Objekte in schlechter Lage dürften noch stärker im Preis verlieren oder sind womöglich gar nicht mehr zu vermitteln. Segmente und Lagen, die auf absehbare Zeit von Knappheit dominiert bleiben, könnten derweil im Preis steigen. Expertise im Detail dürfte sich mehr denn je bezahlt machen.

05 |

Jüngste Marktdaten belegen Preisrückgänge

Zuletzt veröffentlichte Daten zu den Büroimmobilienpreisen weisen eine rückläufige Preisentwicklung im vergangenen Jahr aus. Am 10. Februar veröffentlichte der Verband deutscher Pfandbriefbanken

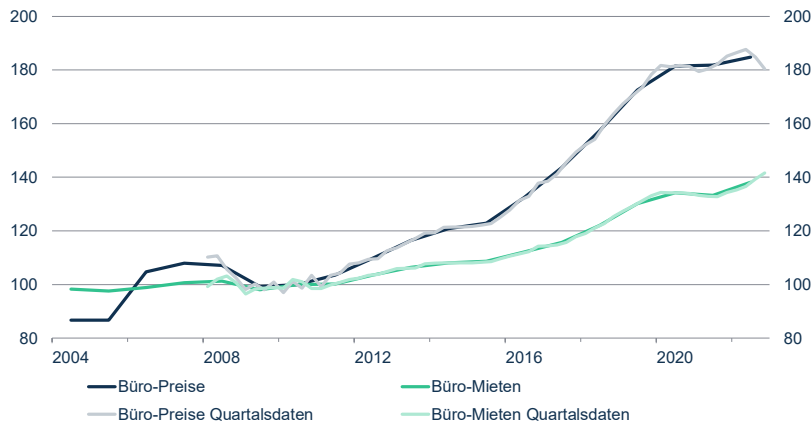
Nachlassendes Angebot an modernen Flächen

Breites Spektrum

(vdp) einen Rückgang seines Preisindex für Büroimmobilien im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal von 2,4 %. Der Preisverfall hat sich damit beschleunigt: Im dritten Quartal waren die Preise um 1,6 % gesunken. Die Mieten legen derweil weiter munter zu: Im vierten Quartal um 1,7 % (Q/Q), nach einem Plus von 1,9 % in Q3. Der Flächenmarkt präsentiert sich damit in deutlich besserer Verfassung als der Investmentmarkt. Im Vergleich zum Schlussquartal 2021 verzeichneten die Preise einen Rückgang um 2,6 %, während die Mieten um 5,4 % zulegten. Beides trägt zur Korrektur des hohen Bewertungsniveaus bei.

**Preise laut vdp
in Q4 um 2,4 %
gefallen**

Grafik 8
Preis- und Mietindizes von vdp (2010 = 100)



Quelle: vdpResearch, LBBW Research

Daten vom 7. Februar von JLL legen indes nahe, dass der Preisrückgang im vierten Quartal stärker ausgefallen ist, als es die vdp-Daten hergeben – zumindest in Teilen des Marktes. Der Wertentwicklungsindex „VICTOR Prime Office“ sackte allein im vierten Quartal um 8,2 % ab. Die Jahresperformance beläuft sich auf -11,2 %. Der Indikator notiert so niedrig wie zuletzt 2019. Im Gegensatz zu den breiter aufgestellten vdp-Daten beschränkt sich der VICTOR auf die Wertentwicklung der 1A-Bürolagen in den Städten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg und München. JLL berichtet, dass es im vierten Quartal kaum Transaktionen gegeben habe. Der Vermietungsmarkt habe sich als robust erwiesen. Die Spitzenrenditen stiegen in allen betrachteten Immobilienhochburgen stark an und entkoppelten sich damit von den Durchschnittsmieten.

**JLL berichtet
-8,2 % für Top-5
Prime Office**

Die Daten von vdp und JLL zeigen, dass die von uns erwartete Preiskorrektur tatsächlich eingesetzt hat. Sie verdeutlichen u.E. zudem die im vorherigen Kapitel diskutierte Spreizung der Marktentwicklung. Die Orientierungssuche geht weiter.

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

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

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.

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.

