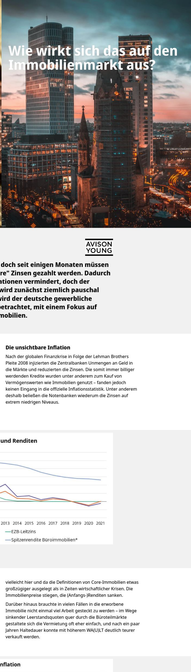
Geld hat wieder einen Preis

Wie wirkt sich das auf den Immobilienmarkt aus?



AVISON YOUNG

Es war lange Zeit nicht vorstellbar, doch seit einigen Monaten müssen für geliehenes Geld wieder "spürbare" Zinsen gezahlt werden. Dadurch werden zwar auch Fehlallokationen vermindert, doch der Immobilientransaktionsmarkt wird zunächst ziemlich pauschal eingebremst. Im Folgenden wird der deutsche gewerbliche Immobilieninvestmentmarkt betrachtet, mit einem Fokus auf Büroimmobilien.

Byte bye, Black Friday

Der mehr als ein Jahrzehnt währende Black Friday bei Liquidität am Markt ist vorbei. Im Wege der Lieferkettenprobleme sowie des Ukraine-Krieges sind steigender Energiepreise ist die Inflation auf seit Jahrzehnten unbekannten Höhen gestiegen. Dadurch steigen letztlich auch die Finanzierungskosten. Wie bedeutet das für den deutschen Immobilienmarkt? Kleine Spoiler: Viele der im Folgenden beschriebenen Effekte sind ebenso in anderen Ländern zu beobachten – insofern kommt den (z.B. institutionellen) Rahmenbedingungen vom Staaten hinsichtlich ihrer Eignung als geeignetes Investitionsziel eine hohe Bedeutung zu.

Die unsichtbare Inflation

Nach der globalen Finanzkrise in Folge der Lehman Brothers Pleite 2008 ergriffen die Zentralbanken Unmengen an Geld in die Märkte und reduzierten die Zinsen. Die somit immer billiger werdenden Kredite wurden unter anderem zum Kauf von Vermögenswerten wie Immobilien genutzt – fanden jedoch keinen Eingang in die offizielle Inflationsstatistik. Unter anderem deshalb bedienten die Notenbanken wiederum die Zinsen auf extrem niedrigen Niveaus.

Zinsen und Renditen

Zinsen und Renditen befinden sich jahrelang im Abfärg
Quelle: Bundesbank, Avison Young,
Stand: Dezember 2022

Die Anfang 2021 ansprungende Inflation wurde von der EZB (aber auch anderen) Zentralbanken zu lange als lediglich "vorübergehend" interpretiert. Unter anderem aus diesem Grund wurden die Zinsen erst zu spät erhöht.

Die Finanzierungskosten steigen, die Immobilienrenditen ebenso. Insbesondere die stimulierten Finanzierungskosten haben in den letzten Jahren zu einer starken Investitionstätigkeit geführt.

Je länger der Markt "tief", desto eher wurden im (Bieter-) Wettbewerb

vielleicht hier und da die Definitionen von Core-Immobilien etwas großzügiger ausgelegt als in Zeiten wirtschaftlicher Krisen. Die Immobilienpreise stiegen, die Anfangs-Renditen sanken.

Dürrüber hinaus brachte in vielen Fällen in die erwartete Immobilie nicht einmal auf Arbeit geleistet zu werden – im Wege sinkender Leerstandsquoten quer durch die Bürostellmärkte konnten die Mieterhöhung oft eher einfach, und nach ein paar Jahren Haltedauer konnte mit höherem MIEZUT deutlich teurer verkauft werden.

Inflation

Stärkster Preisanstieg seit Jahrzehnten
Quelle: Bundesbank
Stand: Dezember 2022

Erst seit dem zweiten Quartal 2022 haben die Immobilienmärkten angezogen. Sofort gingen die Aktivitäten auf dem Investmentmarkt zurück, weil sich die Käufer wurden auf Verkäufe Preise, während die Verkäufer sich von ihren Preisvorstellungen noch nicht verabschieden wollten oder können.

Zwei wesentliche Einflussfaktoren liegen im Osten

Doch wie hoch werden die Inflation und die Zinsen noch steigen, und wie lange noch? Wie weit werden die Immobilienwerte sinken, und für wie lange? Und was wird letztlich den Umschwung einläuten und die Aktivität zurückkehren lassen?

Wenn sinkende Finanzierungskosten steigende Transaktionsvolumina und Preise bewirken, bedeuten die seit dem Sommer 2022 sprunghaft gestiegenen Finanzierungskosten in der nahen Zukunft reduzierte Aktivitäten zu reduzierten Preisen auf dem Investmentmarkt. Im langfristigen Vergleich ist das aktuelle Niveau der Kreditkosten allerdings nichts Ungewöhnliches. Es wird jedoch einige Zeit dauern, bis die Preisfindung abgeschlossen ist und der Immobilienhandel

wieder mehr Fahrt aufnimmt - selbst für den theoretischen Fall, dass die Finanzierungskosten auf dem aktuellen Niveau bleiben würden.

Auch die Höhe der Inflation – ja, auch hier ist die Inflation, als dass die Notenbanken die Zinsen nicht weiter erhöhen dürften, und somit letztlich die Finanzierungskosten noch weiter verteuerten. Es hängt also immens von der Inflation ab. Und die wird maßgeblich von hohen Energie- und Nahrungsmittelpreisen getrieben. Diese haben sich nun zwei Faktoren ins Bild: Zum einen Chinas Lockdowns.

Einen bedeutenden Einfluss auf die deutsche Wirtschaft und letztlich auch auf den heutigen Immobilienmarkt hat das Recht der Mitte. Und die Anfang Dezember 2022 angekündigte Abkehr von der starken Null-Covid-Politik sind nun zu einem Lockdown, Quarantänereigen und Reisebeschränkungen die wirtschaftspolitische Lage ebenfalls auf Lage dauch mit dazu bei, die hohe – insbesondere angebotsgetriebene - Inflation, die Kostensteigerungen, und schließlich die Finanzierungskosten für Firmen und Immobilieninvestitionen zu verringern!

"Risiken werden wieder als solche wahrgenommen. Geld gibt's nicht mehr umsonst, also Immobilien "günstig" wieder Arbeit."

Zinsen versus Transaktionsvolumen

Vorjährige Jumps haben als eine Indikation für Finanzierungskosten
Quelle: Macrobond, Avison Young
Stand: Dezember 2022

Mit den Corona-Lockerungen geht die Hoffnung einher, dass das Land die - insbesondere auch medizinischen - Folgen dieser Öffnung bewerkstelligen und schließlich zu wirtschaftlichen Normalität zurückkehren wird. Und auch der Ukraine-Krieg, Deutschland als Exportnation positive Effekte 2023 wie China im sechsten Jahr in Folge Deutschlands wichtigster Handelspartner.

Als zweiter Faktor ist der Ukraine-Krieg und seine Auswirkungen zu nennen. Dieser hat zu einem massiven gestörte Lieferketten führen, mit steigenden Energie- und Nahrungsmittelpreisen in der Folge. Allerdings werden die Lieferketten bereits neu sortiert, was letztlich zum Inflationsrückgang beitragt. Oxford Economics (Stand: Januar 2023) prognostizieren für Deutschland einen Rückgang der Inflation auf 4,9 % für das laufende Jahr 2023, und erwartet für die Jahre 2024 und 2025 Inflationsraten zwischen 3 und 1 %.

2022 war die Ouvertüre

Das Jahr 2022 war die Ouvertüre zu mehreren Akten, in denen der

"ESG ist nicht mehr nice-to-have, sondern ein must-have."

Deals, die geschlossen werden, finden zudem vielfach ebenfalls later vor Böhne als Off-Market-Deals statt, da die Investoren Verkäufer das Rampenlicht scheuen. Solche Deals, auch distressed sales, haben oft den Faktor Kapital freisetzen, um Kosten sichern zu können, beispielsweise wenn Projektentwicklungen nicht fortgeführt werden. Objektseite Eigentümer Projekte finanzieren, oder Mietzahlungen sich aufgrund von Inflationsindexierungen stark erhöhen und die Mieter ein anderes, im Eigentum befindliches Objekt, verkaufen muss. Massive Domino-Effekte drohen in diesem Bereich bisher nicht erwartet. Auch Sale-and-Leaseback-Geschäfte sind für den ein oder anderen bisherigen Immobilien-Selbstnutzer eine Option, Cash zu generieren.

Die Verkäufer in dem Sektor brauchen noch einige Zeit um zu akzeptieren, dass es sich nun nicht mehr um einen Verkäufermarkt, sondern um einen Käufermarkt handelt. Bis dahin bekaem sich die beiden Akteursgruppen noch: Die Preisfindung wird erst Ca. Mitte 2023 abgeschlossen sein, dass Verkäufer und Käufer wieder vermehrt zueinander finden. Bezeichnet darüber der nächste Akt, und es werden wieder mehr Aktivitäten auf der Bühne stattfinden. Im Fokus: Objekte, die ESG-Kriterien erfüllen (z.B. Green Buildings, Gebäude mit geringen Energieverbrauch, innovativen Energieeffizienz), aber ein Behelung, wenn Gerade die weiterhin hohen Energiekosten werden sowohl für Bestandsmieter als auch für existente neue Mieter immer mehr zum Ausschlusskriterium bei der Immobilienauswahl – und mithin auch für Investoren.

ESG ist nicht mehr "nice to have", sondern ein "must have". Bereits heute finden Finanzierungen und Investoren vor einem Engagement, aber auch während der Haltedauer, sehr viel weitergehende ESG-Aktivitäten und -Informationen ein.

Immobilieninvestmentmarkt unter neuen, eigentlich aber alten Regeln gespielt wird.

Risiken werden wieder als solche wahrgenommen, Geld gibt's nicht mehr umsonst, und Immobilien bedeuten wieder Arbeit. Allein aus dem letzten Grund haben beim erhöhten Zinsniveau einige Investoren schlicht weg.

Ohne das Wort "Zeitenwende" überstrapazieren zu wollen – die Finanzierungskosten für Büroimmobilien werden auf absehbare Zeit nicht wieder die Eins oder Zwei vor dem Komma haben, gunstigenstalls auf mittlere Sicht die Drei. Das bedeutet für viele Marktakteure, deren Erfolg insbesondere auf "von allein" steigenden Immobilienwerten beruhte, dass sie sich neue Ertrags-Bruchsteuerungsquellen, wie Akquisitionsfinanzierungen nur zu Unterstützung bei Refinanzierungsvorhaben. Es zeigen sich also bereits die Folgen der hohen Finanzierungskosten und der Zurückhaltung traditioneller Finanzier die aktuelle Marktlage bringt vermehrt alternative Finanzierungsgeber ins Spiel, die bewusst höhere Risiken eingehen.

(1) Der Anteil nur für einen relativ kurzen Zeitraum Kapital zur Verfügung gestellt wird.

Gaspreis

Trotz kräftiger Rückgänge ist das Niveau der Gaspreise weiterhin hoch
Quelle TTF Natural Gas Futures
Stand: Dezember 2022

Der Blick auf Risiko und Qualität wird geschärft

Die Renditen nicht nur für Objekte in schwach nachgefragten Lagen, sondern auch für Core-Immobilien werden in den Spitzenrenditen, also für Top Immobilien in Top Lagen, steigen bereits seit dem zweiten Quartal 2022. Die parallel dazu steigenden Zinsen kommen dem Wertverlust daher oft nicht ganz kompensieren. Allerdings sind es derzeit noch zu wenige Deals um belastbare Aussagen treffen zu können. Der Markt differenziert sich derweil weiter aus, und Non-Core Produkt erfährt im Moment eine wenig Nachfrage; hier positionieren sich jedoch bereits Investoren und Assetmanager, die Expertise im Gowfrau oder Value-Add Segment haben. Auf dem Büromarkt wird genauer gegriffy, welche Lagen und Objekte für den künftig quantitativ etwas reduzierten Büroflächenbedarf benötigt(t) gesignet sind. Hier wird die Nutzer- und Investorennachfrage stark nach Risiken. Investoren bevorzugen hier auch Angebot neuer Produkte, die sich durch Flexibilität auszeichnen, wie beispielsweise Mietverträge mit kurzen Laufzeiten. Einige bereits durchgegangene Projekte, die noch nicht in den Bau gegangen sind, werden vorerst nicht gebaut werden. Das wird prinzipiell bedauert, zumindest für die Innenstadtprojekte, denen eine gute Zukunftsfähigkeit gegengegenüber steht. Zugleich wird auch hier die Ausdifferenzierung des Marktes deutlich: schwaches Produkt wird sowohl von Mietern als auch Investoren eher gemieden, und muss höhere Leerstände, höhere Incentives bzw. Druck auf die Mieten, und steigende Renditen verkraften können - sofern das Business Plane bzw. der Eigentümer das finanziell stemmen kann, ansonsten werden auch hier distressed sales erfolgen.

Alternative Strategien wie die Umnutzung schwer vermarktbarer Gebäude in Wohnungen, die lange Zeit zum Leerstandsabbau im Bürosegment begünstigen haben, werden aufgrund der Wohnungsknappheit, und somit gesetzt auch als Lösung der Gesichtsabzeigt erfolgen können wie bislang.

Fortgeschritten für den deutschen Immobilieninvestmentmarkt

Es wird davon bis sich die Wirtschaft insgesamt, sowie Immobilienfinanzierer und -investoren, auf das höhere Zinsniveau eingestellt haben werden, das trotz jüngst gesunkener Inflationsprognosen für längere Zeit erhöht bleiben wird. Dabei bleibt zu hoffen, dass die Unternehmen einen ausreichend langen Atem für die Transition haben.

Trotz aller Herausforderungen wird Deutschland wirtschaftlich und rechtlich weiterhin überwiegend als sicherer Hafen wahrgenommen, und somit gesetzt auch als attraktives Investmentziel. Im Wettbewerb der Staaten als Investmentdestinationen spielt Deutschland eine wichtige vorne mit, was sich auch bei den Immobilientransaktionen zeigen dürfte. Das Preisniveau von Immobilien wird sich ja nach wahrgenommener Qualität indes etwas reduzieren, insbesondere dann, wenn die Zentralbankzinsen und Staatsanleihenrenditen zunächst noch weiter steigen, bevor sie in den kommenden Monaten ihren Höchststand erreichen dürften. Der Prozess der Akzeptieres sinkender Immobilienpreise wird in der Regel mehr Zeit in Anspruch nehmen als die Reaktionszeit 2022 erlebten – dass die Inflation, bereits Ende 2022 ihren Höhepunkt erreicht zu haben scheint, wird die Preisfindung ein wenig erleichtern.

"Auch bei einem nominal unveränderten Preis ergibt sich real ein Wertverlust."

Derweil drückt weiterhin viel Kapital in den Immobilienmarkt, nur wird es aktuell kaum investiert. Zum Jahresende 2022 zeigt sich hier bereits wieder ein leichter Anstieg der Investmentaktivitäten, jedoch auf einem weiterhin niedrigen Niveau. Insbesondere Investoren, die über Eigenkapital verfügen können aktuell ihre Vorteile – allen schon das schnellere Agieren ausspielen, wenn sie sich z.B. erst in zwei Jahren eine dann günstigeren Finanzierung mit an aktuellen Investment holen. Auch Käufer aus Ländern mit gegenüber dem Euro stärkeren Währungen profitieren von entsprechenden Wechselkursen und können Einstiegsgelegenheiten nutzen.

Ähnlich in den kommenden zwei Jahren laufen in Deutschland Anleihen der öffentlichen Hand in einem Volumen von rund

Immobilienrenditen werden weiter nach oben korrigieren (quartalsweise Darstellung)
Quelle: Bundesbank, Macrobond, Avison Young
Stand: Dezember 2022

600 Mrd. € aus - Geld, das wieder investiert werden will.

Zum Vergleich: im jahr 2022 wurden rund 51 Mrd. € in Gewerbeimmobilien investiert. Was werden die Anleger, denen in den nächsten Monaten die 600 Mrd. € wieder zufließen, mit diesem Geld machen? Natürlich gibt es Alternativen zu Immobilien: Renditen für Staatsanleihen sind nominal beinm man also die Inflation ignoriert seit Jahresbeginn 2022 stark gestiegen, und die Renditelücke zu Immobilienprämienten ist deutlich geschrumpft. Das lässt Investments in "risikoarm" zehnjährige deutsche Staatsanleihen im Vergleich zu Immobilien vorteilhafter erscheinen.

Bezieht man aber die Inflation mit ein, ist unter anderem zu berücksichtigen, dass die meisten Immobilieninvestoritäge einen Inflationsschutz abbauen. Klassische Staatsanleihen hingehen nicht. Und auch wenn die Inflation in einem Jahr wieder deutlich niedriger sein dürfte – das Preisniveau ist dann aufgrund der zwischenzeitlich "stattgefundenen" Inflation natürlich höher als vorher. Das heißt, auch bei einem nominal unveränderten Preis ergibt sich real ein Wertverlust. Und sinkende Immobilienpreise und erhöhte Finanzierungskosten werden die Inflation entsprechend gestalteter Mietverträge für für Immobilien als Anlageklasse sprechen. Darüber hinaus kann man mit Immobilien aktiv arbeiten – und das passiert jetzt wieder mit intensiver als in den vergangenen Jahren. Es ist die Stunde der Finanzierungsberater und alternativen Finanziere; der Immobilien-Assetmanager, der (Developer-) Investoren mit Eigenkapital und Mut, sowie der Berater mit guten Produkt-Ideen.

(2) Die langfristerfolgen der beiden Renditeentwicklungen ist natürlich eingeschränkt und möglicher Finanzierungskosten und an dieser Stelle nicht berücksichtig.

Christian Ströder
Director Innovation & Insight Germany

Als Director Innovation & Insight leitet Christian das Research-Team bei Avison Young Deutschland. Der Diplom-Geograph und Immobilienökonom verantwortet das Datenmanagement, die Marktanalysen, Investmentstrategien und Research-Projekte. Sein Ziel: gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen auf die Immobilienmärkte, und vertikal Entwicklungen in Spezialthemen und Trends. Mit Hilfe der Datenanalyse und Marktforschung unterstützt er mit Business als auch Kunden bei Markt- und Standortanalysen sowie immobilienwirtschaftlichen Entscheidungen unterstützt.

Carry Ann Wittlieben
Research Analystin

Carry interessiert im Rahmen ihrer Tätigkeit als Research Analystin immobilienmonetäre Daten und leitet daraus in enger Zusammenarbeit mit den Vermittlungs- und Investmentteams Empfehlungen zu Standortentscheidungen ab. Neben dem klassischen Research fertigt sie Insight Themenreports an und setzt sich dabei mit aktuellen Fragestellungen auseinander. Zusätzlich ist sie studierte Geographin für die Umsetzung von Geoinformations-Projekten (GIS) verantwortlich.

Haben Sie Fragen, Anmerkungen oder wünschen weitere Informationen?
Nehmen Sie Kontakt mit uns auf

researchgermany@avisonyoung.com