



Höhenluft

AUTOR

Dr. Stefan Mitropoulos
Telefon: 0 69/91 32-46 19
research@helaba.de

REDAKTION

Dr. Gertrud R. Traud

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

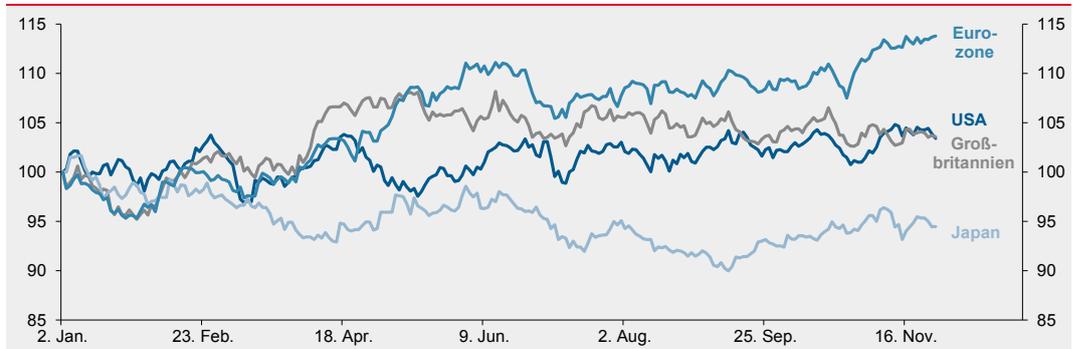
- Der Aufwärtstrend am Immobilienmarkt geht in das neunte Jahr und befindet sich damit in einer „reifen“ Phase. Gleichwohl bleiben die Rahmenbedingungen 2018 positiv.
- Am deutschen Wohnungsmarkt wird auch im neuen Jahr bei hoher Nachfrage zu wenig gebaut. Weiter steigende Preise und Mieten sind die Folge.
- Trotz guter Umsatzentwicklung kommt es in den USA zu zahlreichen Insolvenzen. Die Auswirkungen auf Einzelhandelsimmobilien sind aber noch überschaubar.

1 Auf einen Blick	1
2 Ausgewählte Immobilienanalysen	2
2.1 Ausblick 2018: Der Aufschwung geht ins neunte Jahr	2
2.2 Deutsche Wohnimmobilienpreise steigen weiter	3
2.3 US-Einzelhandel: Mall-Sterben trotz Konsumboom?	4

1 Auf einen Blick

Immobilienaktien 2017: And the winner is...

Immobilienaktienindizes* in jeweiliger Währung, 2. Januar 2017 = 100



*Immobilienaktienindizes von FTSE EPRA/NAREIT, Gesamttrendite

Stand: 28. November 2017

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Immobilienaktien liegen 2017 in vielen Ländern und Regionen im Plus, mit dem gesamten Aktienmarkt können sie aber meist nicht mithalten. Der regionale Vergleich zeigt erhebliche Unterschiede in der Performance. So haben sich die europäischen „Betonwerte“ im bisherigen Jahresverlauf viel besser entwickelt als Immobilienwerte in den USA und vor allem in Japan. Innerhalb des europäischen Marktes schnitten die Werte aus der Eurozone günstiger ab als die durch die Brexit-Unsicherheit belasteten britischen Titel. Die schwächere Performance der US-REITs überrascht vor dem Hintergrund des weit überdurchschnittlich gestiegenen gesamten US-Aktienmarktes. Preisen die Anleger hier den besonders weit gelaufenen Immobilienzyklus ein oder sind sie angesichts des fortschreitenden Zinserhöhungskurses der US-Notenbank vorsichtig geworden?

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

2 Ausgewählte Immobilienanalysen

2.1 Ausblick 2018: Der Aufschwung geht ins neunte Jahr

Immobilien befinden sich in einem scheinbar perfekten Umfeld: gute Konjunktur, sehr niedrige Zinsen, moderate Bautätigkeit... Gibt es überhaupt irgendwelche Risiken? In unserem Ausblick „Märkte und Trends 2018“¹ präsentieren wir wie in jedem Jahr drei Szenarien.

Hohe Nachfrage bei überschaubarem Angebot am Investmentmarkt

Viele Investoren möchten auch im kommenden Jahr ihre reichliche Liquidität in Immobilien anlegen. Ihr Einkaufserlebnis wird aber wohl 2018 vielfach enttäuschend ausfallen. Denn „Schnäppchen“ sind längst nicht mehr im Angebot. Qualitätsimmobilien sind weitgehend ausverkauft, Nachschub gibt es bei moderater Bautätigkeit kaum. Und wer will schon in weniger hochwertige Immobilien investieren, die mit höheren Risiken verbunden sind?

Global nicht nur Immobilien hoch bewertet...

Abstand zum langfristigen Durchschnitt in Standardabweichungen



*Kurs-Cashflow-Verhältnis Aktien Welt ** Kaufpreis-Miete-Verhältnis OECD-Raum
*** Kehrwert der Rendite von Staatsanleihen Welt

Quellen: Bloomberg, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zyklus bereits in „reifer“ Phase

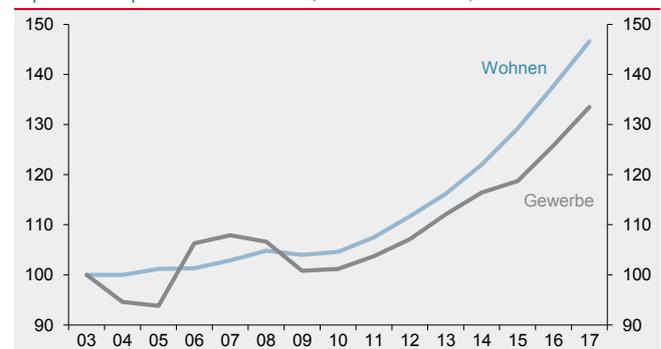
Gemessen an historischen Maßstäben befindet sich der Immobilienzyklus bereits in einer „reifen“ Phase. Ein Ende des Aufwärtstrends zeichnet sich jedoch 2018 noch nicht ab. Denn die Rahmenbedingungen bleiben positiv. Allerdings sind schon heute in vielen Immobilienmärkten Überbewertungen zu beobachten, die auch durch eine positive Mietentwicklung nicht spürbar abgebaut werden. Die Immobilienwerte steigen also weiter – in Deutschland sowohl am Wohnungsmarkt als auch im gewerblichen Bereich. Dank der lebhaften Flächennachfrage sollten sich Büroimmobilien tendenziell besser entwickeln als Einzelhandelsimmobilien, die vor allem in weniger begünstigten Lagen zunehmend unter dem schnell wachsenden Onlinehandel leiden. Noch sind die Marktteilnehmer nicht übermäßig euphorisch und die Kreditvergabe ist weitgehend unauffällig. Zumindest diese Indizien sprechen derzeit gegen eine Überhitzung. Das vermutlich größte Risiko für die inzwischen – wie auch andere Assetklassen – anspruchsvoll bewerteten Immobilien liegt in einem deutlichen Zinsanstieg.

Immobilien in unseren drei Szenarien für 2018

Im Hauptszenario unseres Jahresausblicks für 2018, dem wir eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 70 % beimessen, können Immobilien ihre relative Attraktivität trotz leicht anziehender Renditen am Anleihemarkt halten. Im negativen Alternativszenario (10 % Wahrscheinlichkeit) erweisen sich die Immobilienmärkte als korrekturanfällig. Die schwache wirtschaftliche Entwicklung führt zu sinkender Flächennachfrage und zu steigenden Leerständen. Sinkende Mieten und Preiskorrekturen sind die Folge. Im positiven Alternativszenario (20 % Wahrscheinlichkeit) verlieren Immobilien angesichts der steigenden Renditen am Anleihemarkt an relativer Attraktivität, so dass sich die Nachfrage am Investmentmarkt beruhigt. Allerdings spiegelt sich die deutlich bessere wirtschaftliche Lage in höheren Mieteinnahmen und sinkenden Leerständen wider, so dass insgesamt mit einer weiterhin positiven Entwicklung der Immobilienwerte zu rechnen ist.

Deutsche Immobilienpreise weiter im Aufwind

vdp Immobilienpreisindex Deutschland, Jahresdurchschnitt, 2003 = 100



Quellen: vdp, Helaba Volkswirtschaft/Research

¹ Vgl. „Märkte und Trends 2018: Einkaufszentrum – Nichts ist umsonst“, mit Hauptszenario und den beiden Alternativszenarien, Podcasts und Videos vom 20. November 2017.

2.2 Deutsche Wohnimmobilienpreise steigen weiter

Die Preise für deutsche Wohnimmobilien werden 2018 weiter zulegen, da sich an den Treibern des Aufschwungs wenig ändert. Ein deutlicher Anstieg der Bautätigkeit ist nicht in Sicht.

Gut 300.000 Wohnungsfertigstellungen immer noch zu wenig

Der deutsche Wohnungsmarkt wird 2018 von einer anhaltend hohen Nachfrage bei bestenfalls moderat zunehmendem Angebot geprägt sein. Ungeachtet etwas höherer Hypothekenzinsen bleiben die Finanzierungskonditionen sehr günstig. Die Bevölkerung wächst, wenn auch längst nicht mehr so stark wie im Ausnahmejahr 2015. Vor allem die starke Binnenwanderung in die großen Ballungszentren wird anhalten. Insgesamt besteht in Deutschland mittelfristig ein Bedarf von jährlich rund 400.000 Wohnungen. Im nächsten Jahr dürfte die Wohnungsbautätigkeit von schätzungsweise 300.000 auf etwa 320.000 Einheiten zunehmen. Vor allem die bereits hohe Kapazitätsauslastung in der deutschen Bauwirtschaft wird aber einen kräftigeren Anstieg verhindern. Zuletzt war die Branche mit fast 78 % ausgelastet, selbst während des Wiedervereinigungsbooms Mitte der 90er Jahre waren es nie mehr als 70 %. Dies schlägt sich inzwischen auch in den Baupreisen im Wohnungsbau nieder, die im 3. Quartal mit 3 % gegenüber Vorjahr den höchsten Zuwachs seit 2008 aufwiesen. In den Jahren 1995 bis 2006 war es zu einem drastischen Personalabbau um fast 1,2 Mio. auf nur noch 1,8 Mio. Beschäftigte gekommen. Seitdem hat die Zahl der Stellen in der Branche wieder auf knapp 2 Mio. zugenommen, der immer engere deutsche Arbeitsmarkt wird aber zunehmend zum limitierenden Faktor.

Viel mehr geht nicht

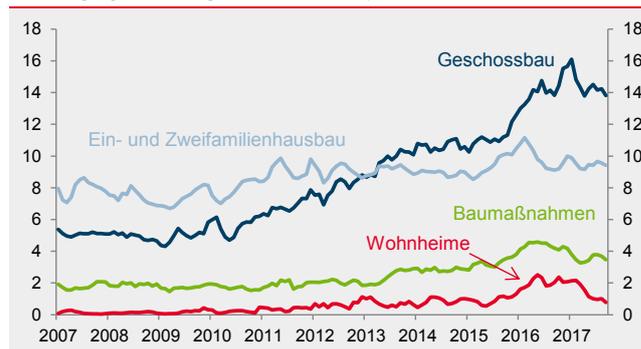
Kapazitätsauslastung in der deutschen Bauwirtschaft, sb, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Baugenehmigungen steigen nicht mehr

Genehmigungen in Wohngebäuden, Tausend pro Monat*



*saisonbereinigt

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Baugenehmigungen sprechen derzeit gegen einen kräftigen Anstieg der Wohnungsbautätigkeit. Zwar ist der Rückgang um 7 % in den ersten neun Monaten 2017 gegenüber dem Vorjahreszeitraum zu relativieren: Zum einen ist die Hälfte davon auf die sinkenden Genehmigungen speziell bei Wohnheimen zurückzuführen, die aus der rückläufigen Flüchtlingszuwanderung resultieren. Zum anderen wirkt sich hier noch ein Vorzieheffekt aus dem Jahr 2016 aus.

Wohnungspolitische Aktivitäten einer neuen Regierung?

Etwaige wohnungspolitische Maßnahmen einer neuen Bundesregierung werden sich wohl weit in das neue Jahr hinein verzögern, so dass sich ihre Wirkung erst im folgenden Jahr entfalten würde. Diskutiert werden verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten, die Wiedereinführung eines Baukindergelds oder mehr sozialer Wohnungsbau. Je nach Ausprägung der nächsten Bundesregierung ist auch eine Verschärfung der (derzeit wenig wirksamen) Mietpreisbremse nicht auszuschließen, die sich dann sogar negativ auf die Wohnungsbautätigkeit auswirken könnte. Wichtige Ansatzpunkte zur Überwindung der Wohnungsknappheit wie Anreize zur Schaffung von zusätzlichem Bauland oder verbesserte Planungskapazitäten in den Bauämtern sollten nicht vernachlässigt werden. Insgesamt werden die Hauspreise vor allem in den Ballungsräumen 2018 weiter steigen. Allenfalls könnte der Aufwärtstrend in besonders teuren innerstädtischen Lagen an Grenzen stoßen, weil die Erschwinglichkeit für viele Interessenten nicht mehr gegeben ist. Diese dürften dann in die Ränder der Agglomeration ausweichen.

2.3 US-Einzelhandel: Mall-Sterben trotz Konsumboom?

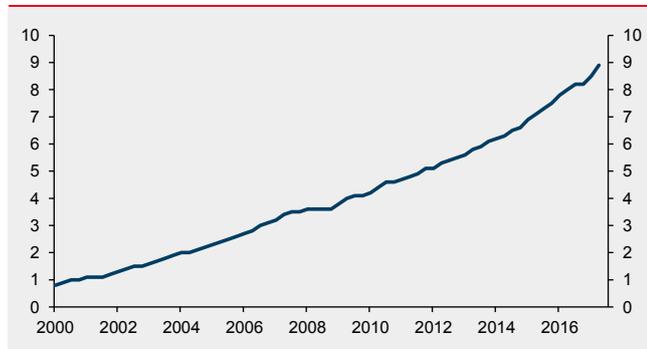
Die negativen Schlagzeilen über das Ladensterben und Insolvenzen im US-Einzelhandel scheinen nicht zu den positiven Daten zum privaten Konsum zu passen. Muss man sich Sorgen um Einzelhandelsimmobilien machen?

Strukturelle Belastungen
des stationären
Einzelhandels

Die Konsumausgaben der privaten Haushalte, die in den USA für fast 70 % des Bruttoinlandsproduktes stehen, haben sich seit 2013 spürbar belebt. Wachstumsraten von preisbereinigt 2,5 % bis 3,5 % knüpfen fast an die "gute alte Zeit" der späten 90er Jahre an. Davon profitiert jedoch nicht zwangsläufig jeder Einzelhändler. So spielen im Zeitablauf Dienstleistungen eine immer größere Rolle, während der Anteil des Einzelhandels an den Konsumausgaben sinkt – seit dem Jahr 2000 um immerhin fünf Prozentpunkte. Eine weitere strukturelle Belastung für stationäre Einzelhändler ist der dynamisch wachsende Onlinehandel. Der Anteil der Einzelhandelsumsätze, die über das Internet getätigt werden, ist mittlerweile auf 9 % gestiegen. Darauf entfielen zuletzt etwa 40 % der gesamten Umsatzzuwächse in der Branche.

Onlinehandel gewinnt kontinuierlich an Bedeutung

Anteil des Internethandels an den US-Einzelhandelsumsätzen, %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Keine Dramatik bei US-Einkaufszentren

Leerstandsrate, %



Quellen: JLL Retail Outlook, Q2 2016 und 2017, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mehr Ladenschließungen
und Insolvenzen

Seit etwas mehr als einem Jahr ist es in den USA zu einem auffallenden Anstieg der Ladenschließungen gekommen, die etwa zur Hälfte auf die jüngste Häufung von (größeren) Insolvenzen in der Branche zurückzuführen sein dürften. Im Gegensatz hierzu ist in Deutschland die Zahl der Insolvenzen im Einzelhandel in den letzten Jahren kontinuierlich gesunken. Auch blieb die zuletzt stagnierende Beschäftigung im US-Einzelhandel deutlich hinter dem gesamten Stellenzuwachs zurück (+1,6 % gegenüber Vorjahr). Dies wird in der öffentlichen Diskussion in engem Zusammenhang mit dem Onlinehandel gesehen. Dabei ist zu beachten, dass dieser zwar derzeit ähnlich bedeutend ist wie in Deutschland, allerdings in den Vereinigten Staaten auf viel größere Pro-Kopf-Einkaufsflächen trifft. Da sich die Ausbreitung des Onlinehandels als langfristiger Trend vollzieht, kann damit alleine aber kaum der plötzliche Anstieg der Pleiten erklärt werden. Eine wichtige Rolle dürfte auch die teils sehr hohe Verschuldung einiger Einzelhandelsketten spielen. Eine Reihe von Unternehmen vor allem aus dem High Yield-Segment hat in den vergangenen Jahren viel Fremdkapital zu extrem niedrigen Zinsen aufgenommen und sieht sich jetzt bei einem allmählich steigenden Zinsniveau und hohen Fälligkeiten mit zunehmenden Refinanzierungsproblemen konfrontiert. Diese Schwierigkeiten spiegelt nicht zuletzt der Aktienmarkt wider, wo Einzelhandels-REITs seit etwas mehr als einem Jahr das REIT-Segment insgesamt deutlich underperformen. Schließlich blieb auch die Preisentwicklung von Einzelhandelsimmobilien (gemessen am Preisindex von RCA) in jüngster Zeit spürbar hinter den anderen gewerblichen Immobiliensegmenten zurück.

Trotz dieser Schwierigkeiten zeigt sich zumindest der Vermietungsmarkt von Einzelhandelsimmobilien recht robust, vom großen Mall-Sterben ist noch nichts zu sehen. Offensichtlich gelingt es, freie Einkaufsflächen weitgehend wieder durch neue Interessenten zu belegen. So waren die Leerstandsdaten in den letzten zwölf Monaten insgesamt sogar leicht rückläufig, mit Ausnahme sogenannter Power Center, für die im Vorjahresvergleich ein leichter Anstieg um einen halben Prozentpunkt gemeldet wurde. ■