



Weiter aufwärts

- Der Aufschwung am Immobilienmarkt geht ins zehnte Jahr. Ein Ende ist noch nicht absehbar, den Zyklus zu ignorieren wäre aber fahrlässig (S. 2).
- Coworking ist derzeit ein großes Immobilien Thema. Ob es sich um einen Megatrend oder eher um eine Modeerscheinung handelt, ist noch nicht entschieden (S. 3).
- Die Büromärkte in den nordeuropäischen Ländern entwickeln sich mit unterschiedlichem Tempo aufwärts. Vor allem der Standort Stockholm boomt (S. 4).

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

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

1 Auf einen Blick	1
2 Ausgewählte Immobilienanalysen	2
2.1 Immobilienzyklus oder Aufschwung ohne Ende?	2
2.2 Coworking: Mode oder Megatrend?	3
2.3 Büromarkt Nordeuropa: Große Unterschiede.....	4

1 Auf einen Blick

Performance-Rückblick 2018: Das Jahr der Immobilienfonds

Jährliche Performance nach Assetklassen*, Gesamtrendite in %

2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Immoaktien Eurozone 29,2%	Aktien Deutschland 25,5%	Immoaktien Eurozone 23,1%	Immoaktien Eurozone 17,4%	Rohstoffe 10,9%	Immoaktien Eurozone 17,7%	Offene Immofonds 2,7%
Aktien Deutschland 29,1%	Aktien Eurozone 21,5%	Anleihen Eurozone 13,0%	Aktien Deutschland 9,6%	Aktien Deutschland 6,9%	Aktien Deutschland 12,5%	Anleihen Deutschl. 2,4%
Aktien Eurozone 18,1%	Immoaktien Eurozone 6,5%	Anleihen Deutschland 10,4%	Aktien Eurozone 6,4%	Immoaktien Eurozone 4,7%	Aktien Eurozone 9,2%	Anleihen Eurozone 1,0%
Anleihen Eurozone 11,0%	Anleihen Eurozone 2,2%	Aktien Eurozone 4,0%	Offene Immofonds 2,5%	Anleihen Deutschland 4,0%	Offene Immofonds 2,5%	Rohstoffe -7,1%
Anleihen Deutschland 4,3%	Offene Immofonds 2,0%	Aktien Deutschland 2,7%	Anleihen Eurozone 1,6%	Aktien Eurozone 3,7%	Anleihen Eurozone 0,1%	Immoaktien Eurozone -8,2%
Offene Immofonds 2,4%	Anleihen Deutschland -2,2%	Offene Immofonds 2,5%	Anleihen Deutschland 0,3%	Anleihen Eurozone 3,3%	Rohstoffe 0,0%	Aktien Eurozone -12,0%
Rohstoffe -1,5%	Rohstoffe -8,4%	Rohstoffe -11,9%	Rohstoffe -15,2%	Offene Immofonds 2,4%	Anleihen Deutschl. -1,5%	Aktien Deutschland -18,3%

*CRB-Rohstoffindex, iBoxx-Anleiheindizes, DAX, EuroSTOXX50, FTSE EPRA/NAREIT Immobilienaktienindex Eurozone, Helaba OIF-Index
Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Offene Immobilienfonds führten 2018 die Performance-Rangliste unterschiedlicher Assetklassen an. Dies lag weniger daran, dass sich die Gesamtrendite des „Helaba OIF-Index“, der die durchschnittliche Performance von neun großen offenen Immobilienfonds erfasst, geringfügig auf 2,7 % verbessert hat. Die relativ hohe Attraktivität der Immobilien resultiert vielmehr aus einem schlechten Aktienjahr und dem anhaltenden Niedrigzinsumfeld, das die Performance von Staatsanleihen drückte. Da auch mit Rohstoffen 2018 kein Geld zu verdienen war, landeten diesmal offene Immobilienfonds ganz oben auf der Siegertreppe. Immobilienaktien dagegen konnten sich der Talfahrt am Aktienmarkt nicht entziehen. Angesichts der von uns erwarteten Kursanstiege bei Aktien könnte die Reihenfolge der Assetklassen 2019 ganz anders ausfallen.

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 Immobilienzyklus oder Aufschwung ohne Ende?

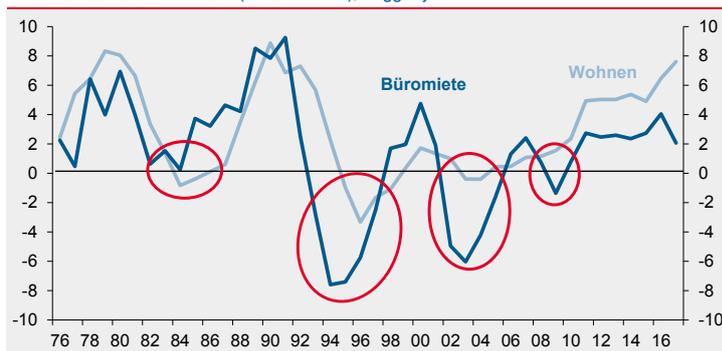
Da die Immobilienpreise in Deutschland schon so lange steigen, geht mancher davon aus, dass der Aufschwung bald zu Ende gehen müsse. Andere erklären – mit Blick auf weiterhin niedrige Zinsen und die unverändert exzessive Geldpolitik der EZB – den Zyklus für tot. Wir dagegen glauben weiter an den zyklischen Charakter von Konjunktur und Immobilienmärkten.

Rückblick: Vier Immobilienzyklen in rund 40 Jahren

Belastbare Daten zum deutschen Immobilienmarkt liegen seit Mitte der 70er Jahre vor. Gemäß den Immobilienindizes von BulwienGesa gab es seit dem hierzulande vier Schwächephasen. Diese sind sowohl am Wohnungsmarkt als auch bei gewerblichen Immobilien erkennbar, wobei wir bei letzterem aufgrund der ausgeprägteren Zyklik auf Büros abstellen (siehe Chart). Auffallend ist, dass diese Abschwünge am Immobilienmarkt jeweils in konjunkturelle Schwächephasen fallen: So schrumpfte das reale Bruttoinlandsprodukt in Deutschland in den Jahren 1982, 1993, 2003 und schließlich 2009. Auslöser waren die Ölkrise, das Ende des Wiedervereinigungsbooms, das Platzen der Internetblase und zuletzt die Finanzkrise. Dies spricht dafür, dass auch der aktuelle Aufschwung am Immobilienmarkt nicht von selbst an Altersschwäche stirbt, sondern vermutlich durch wirtschaftliche Geschehnisse außerhalb der Branche beendet wird. Diese sind üblicherweise schwer vorherzusehen. Grundsätzlich dürfte aber wie bei Aktien auch für Immobilien gelten: umso höher die Bewertung, desto anfälliger wird der Markt für solche Störungen.

Von wegen es gibt keinen Immobilienzyklus

Immobilienindex Deutschland (BulwienGesa), % gg. Vj.



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Risiken: Zinsanstieg und Rezession

Zwei Verdächtige, die den laufenden Aufschwung am Immobilienmarkt beenden könnten, sind stärker steigende Zinsen sowie eine deutlichere wirtschaftliche Talfahrt, z.B. mitverursacht durch einen chaotischen „No-Deal-Brexit“ oder eine Eskalation im Handelsstreit. In unserem Basisszenario für 2019 gehen wir allerdings nicht davon aus, dass sich diese Risiken materialisieren. Entsprechend dem sehr vorsichtigen Vorgehen der US-Notenbank, die bereits Ende 2015 erstmals den Leitzins erhöht und seither dem Immobilienmarkt noch keinen sichtbaren Schaden zugefügt hat, wird auch die EZB den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik behutsam zurückfahren. Die Zinsen in Deutschland werden steigen und irgendwann ein Niveau erreichen, das den Immobilienmarkt nicht mehr unterstützt – die Wahrscheinlichkeit, dass dies bereits 2019 geschieht, ist jedoch gering. Einen Immobilienaufschwung ohne Ende wird es auch diesmal nicht geben. Die Chancen stehen aber gut, dass sich der gemessen an historischen Erfahrungen bereits lange andauernde Aufwärtstrend fortsetzt. Allerdings sollten die Marktteilnehmer nicht darauf vertrauen, dass es keinen Zyklus mehr gibt. So haben inzwischen Aktien trotz anhaltend hoher Liquidität deutlich korrigiert. Auch wenn ein Ende des Aufschwungs bei Immobilien kurzfristig nicht in Sicht ist, sollten sich die Marktteilnehmer darauf vorbereiten, denn es wäre nicht das erste Mal, dass die Trendwende überraschend eintritt. Die besten Strategien für schwierigere Zeiten sind und bleiben, möglichst breit regional wie auch sektoral zu diversifizieren, besonders überhitzte Märkte zu meiden und den Fremdkapitaleinsatz zu begrenzen.

2.2 Coworking: Mode oder Megatrend?

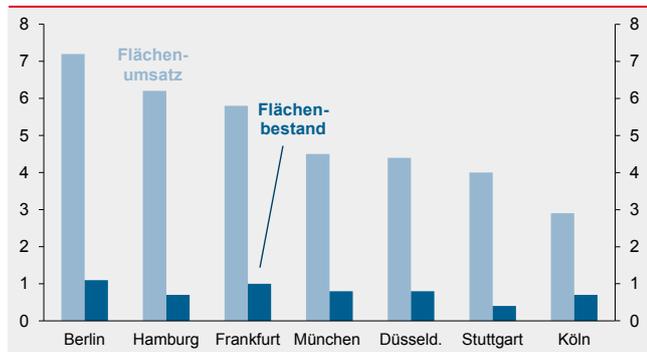
Coworking war 2018 eines der wichtigsten Themen in der Immobilienbranche. Ein zunehmender Anteil neu vermieteter Flächen entfällt auf diese Anbieter flexibel nutzbarer Büroarbeitsplätze. Ob dies ein neuer Megatrend ist, wird erst die Entwicklung in den kommenden Jahren zeigen.

Coworking bereits
mehr als eine Nische

Seit etwa 2017 hat die Bedeutung von Coworking für den deutschen Büromarkt rasant zugenommen. Zählt man auch die eher traditionellen Business Center sowie hybride Flächen (die klassische und offene Raumkonzepte kombinieren) hinzu, gab es in den Top-7 Standorten Mitte 2018 insgesamt 760.000 m² flexible Büroflächen.¹ Ihr Anteil am Flächenumsatz lag bereits über 5 % – mit steigender Tendenz. Die Intensität der Berichterstattung über Coworking täuscht allerdings darüber hinweg, dass die Größenordnung noch überschaubar ist. Denn solche flexiblen Büros machen erst etwa 1 % der gesamten Flächen in den führenden deutschen Bürostandorten aus. Wenig überraschend liegt dabei Berlin als Heimat besonders vieler Start-ups sowohl hinsichtlich der absoluten Fläche als auch relativ zu Flächenumsatz und -bestand an der Spitze. Im Vergleich zu internationalen Standorten besteht hier großes Potenzial. Besonders verbreitet ist Coworking in London, wo bereits 2017 ein Anteil von 18 % an den Vermietungsumsätzen erreicht wurde.²

Start-up Hochburg Berlin vorne

Flächenumsatz und Bestand, Anteil flexibler Büroflächen*, %

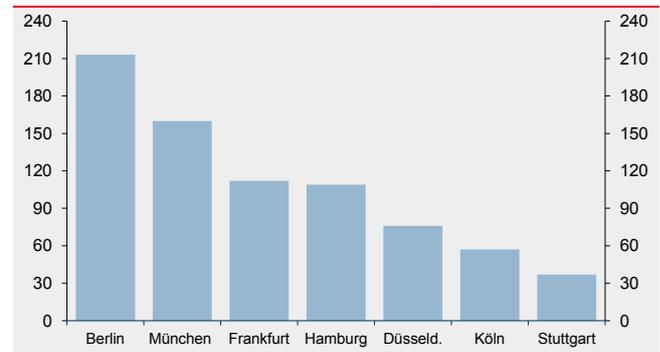


*Business Center, hybride Flächen und Coworking

Quellen: Jones Lang LaSalle (Juni 2018), Helaba Volkswirtschaft/Research

Fast 800.000 m² flexible Bürofläche in den Top-7

Flexible Büroflächen* in den führenden Bürostandorten, 1.000 m²



*Business Center, hybride Flächen und Coworking

Quellen: Jones Lang LaSalle (Juni 2018), Helaba Volkswirtschaft/Research

Nachhaltigkeitstest
steht noch aus

Was die Perspektiven flexibler Büroflächen in Deutschland angeht, mahnen wir jedoch davor, die sehr hohen Wachstumsraten einfach fortzuschreiben. Denn in neuen Geschäftsfeldern tritt häufig schon bald eine Verlangsamung der zunächst starken Dynamik ein. So liegt trotz des rasanten Wachstums des Internethandels dessen Anteil an den gesamten Einzelhandelsumsätzen in Deutschland erst bei rund einem Zehntel. Bei internationalen Vergleichen sollte man sich davor hüten, den Höchstwert einer von vielen Standorten zur allgemeingültigen Benchmark zu erklären. Zwar können sich Städte in verschiedenen Entwicklungsphasen befinden, angesichts abweichender Präferenzen der Büronutzer muss es aber nicht zwangsläufig zu einer Angleichung kommen. Das vermeintliche Erfolgsmodell flexibler Büroflächen muss sich u.E. erst noch im nächsten Abschwing bewähren. Denn angesichts der herrschenden Knappheit an qualitativ hochwertigen Büroflächen in guten Lagen greifen expandierende Unternehmen, die nicht die passenden Flächen finden, derzeit gerne auf vorübergehende, flexible Lösungen zurück. Werden sie dies auch bei nachlassender Flächennachfrage und reichlichem Angebot tun? Darüber hinaus zeigen Umfragen, dass Bürobeschäftigte – übrigens auch jüngere – keineswegs mehrheitlich offene, flexible Konzepte bevorzugen. In Zeiten des demographisch bedingt zunehmenden Fachkräftemangels werden die Unternehmen künftig vermutlich stärker auf deren Vorlieben achten. Fazit: Coworking wird sich am deutschen Büromarkt sicher dauerhaft etablieren, um eine Modeerscheinung handelt es sich also wohl nicht. Ob es tatsächlich für einen Megatrend am Büromarkt reicht, ist aber (noch) fraglich.

¹ Vgl. Jones Lang LaSalle, Flexible Office Space, Coworking & Co. in den Big 7, Juni 2018

² Vgl. Savills Research, Workspace as a Service – Trend or necessity?, Juni 2018

2.3 Büromarkt Nordeuropa: Große Unterschiede

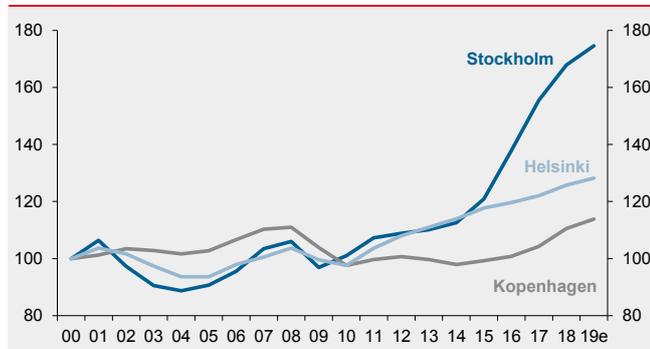
Die nordeuropäischen Länder haben sich seit der Finanzkrise recht unterschiedlich entwickelt. Während Schweden innerhalb Europas ein überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum aufwies, sind Dänemark und Finnland erst mit Verzögerung auf den Wachstumszug aufgesprungen. Dies spiegelt auch die Entwicklung der Büromärkte in den drei Hauptstadregionen wider.

Stockholm einer der dynamischsten Büromärkte Europas

Die Büromärkte in den nordeuropäischen Hauptstädten weisen im europäischen Vergleich eine mittlere Größe auf. Mit mehr als 11 Mio. m² verfügt Stockholm über den größten Flächenbestand, vor Kopenhagen mit gut 10 Mio. m² und Helsinki mit etwa 8 Mio. m². Hinsichtlich der Höhe der Büromieten und der Mietsteigerungen spielt zumindest die schwedische Hauptstadt im Vergleich der führenden europäischen Standorte ganz weit vorne mit. Hier liegt die Büromiete in guten Lagen nur knapp unter der in Paris. Dagegen kosten Büroflächen in Kopenhagen nur etwa die Hälfte und Helsinki erreicht nicht einmal 60 % des Niveaus in Stockholm. Seit 2015 hat die Büromiete in der schwedischen Hauptstadt um mehr als 40 % zugelegt, während der Anstieg in den beiden anderen Zentren überschaubar war.

Kräftiger Anstieg der Büromieten in Stockholm

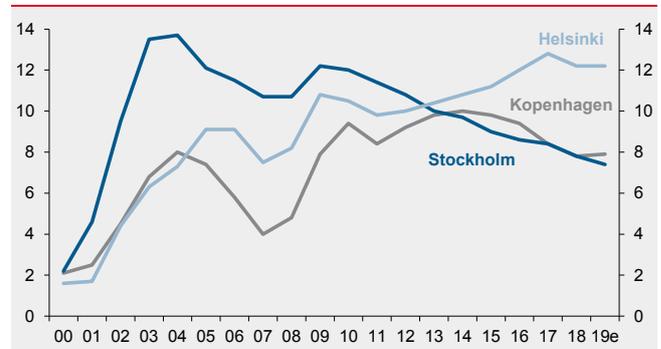
Büromiete in guten Lagen in lokaler Währung, 2000 = 100



Quellen: Scope, Helaba Volkswirtschaft/Research

Beharrlich hoher Leerstand in Helsinki

Büroleerstandsrate, %



Quellen: Scope, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Performance der drei Büromärkte korrespondiert mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. So ging der kräftige Aufschwung in Schweden mit einem besonders hohen Beschäftigungsanstieg vor allem in der Hauptstadtregion einher. Weniger günstig war die Lage in den beiden anderen Ländern. Während von 2010 bis 2018 in Schweden ein Wirtschaftswachstum von durchschnittlich mehr als 2 ½ % p.a. erzielt wurde, liegt der Vergleichswert für Dänemark bei etwa 1 ½ % und für Finnland lediglich bei gut 1 %. Entsprechend verhalten fiel die Büroflächennachfrage aus.

Leerstandsrate weiter überdurchschnittlich

Trotz relativ geringer Bautätigkeit in den vergangenen Jahren konnte die Leerstandsrate in Helsinki von ihrem hohen Sockel um 12 % bislang nicht zurückgeführt werden. Deutlich höhere Fertigstellungsvolumina verzeichnete zuletzt Kopenhagen, allerdings bei lebhafterer Nachfrage. Die reichte zumindest aus, die Leerstandsrate von ihrem Höchststand 2014, als ein Zehntel aller Büroflächen verfügbar waren, auf rund 8 % zu senken. Auch in Stockholm gibt es derzeit mit knapp 8 % noch einen nennenswerten Leerstand, der allerdings von einem viel höheren Niveau seit Jahren kontinuierlich reduziert werden konnte. Dabei ist zu berücksichtigen, dass in den drei nordeuropäischen Bürostandorten die Leerstandsrate in zentralen Lagen erheblich niedriger ausfällt, allem voran wieder Stockholm, wo im Central Business District bereits von Flächenknappheit gesprochen wird. Für das neue Jahr erwarten wir bei nach wie vor solidem Wirtschaftswachstum in allen drei Ländern eine weiter zunehmende Büroflächennachfrage, die auf eine wenig veränderte Bautätigkeit trifft. Die Büromieten dürften weithin zunehmen, die Leerstandsrate dagegen auf einem ähnlich hohen Niveau verharren. Die Risiken für den im Zyklus besonders weit fortgeschrittenen schwedischen Büromarkt halten wir trotz der ersten Zinserhöhung der Nationalbank kurz vor Weihnachten für überschaubar. Denn der Leitzins ist weiterhin extrem niedrig, so dass die Konjunktur 2019 weiter unterstützt wird, und die Notenbank dürfte mit Blick auf den hoch bewerteten Gewerbe- und Wohnimmobilienmarkt vorsichtig agieren. ■