

# Analyse Immobilienmarkt Deutschland 2015: Ein Ausblick

Dezember 2014

Der Nachfrageüberhang am Investmentmarkt hält an, die Anfangsrenditen sinken wegen höherer Risikobereitschaft der Investoren vor allem im Non-Core-Segment. Zwar stagniert die Nachfrage am Bürovermietungsmarkt, weil aber kaum gebaut wird, steigen (nur) die Spitzenmieten. Die Folge: Investment- und Vermietungsmarkt driften 2015 weiter auseinander.

## Das Ausgangsszenario

Unserem Ausblick auf das immobilienwirtschaftliche Jahr 2015 liegt folgendes real- und finanzwirtschaftliche Szenario zugrunde:

■ Die wirtschaftliche Erholung in der Eurozone verläuft weiterhin schleppend, wenngleich die Rezession überwunden ist. Positiven konjunkturellen Impulsen, etwa aus den USA, stehen Bremseffekte wie die anhaltende Ukraine-Krise gegenüber. Das Bruttoinlandsprodukt der Währungsunion wächst auch im Jahr 2015 nur um ca. 1 %. Dadurch bleibt die Inflationsrate niedrig, die Staatsverschuldung steigt weiter.

■ Auch in Deutschland bleibt die konjunkturelle Dynamik eher gering. Das Bruttoinlandsprodukt steigt wie auch in der Eurozone insgesamt um ca. 1 %. Während vom Konsum weiterhin deutlich positive Wachstumsbeiträge ausgehen, bleiben die Investitionen schwach. Die zunehmend rigiden und zugleich unsteten vom Staat gesetzten Rahmenbedingungen (Energiewende, Renteneintrittsalter, Mindestlohn) führen zu Unsicherheit und dies dämpft die Investitionsfreude. Da die Investitionen die Basis künftigen Wachstums sind, trübt sich auch die mittelfristige Wachstumsperspektive ein.

■ Die expansive Geldpolitik der großen Zentralbanken setzt sich auch 2015 fort. Während die Europäische Zentralbank die Zügel allerdings noch weiter lockern wird, beginnt die Fed in den USA mit ihrer Straffung. In der Konsequenz bleiben die Zinsen am europäischen Geldmarkt bei nahe Null, lang laufende Bundesanleihen verzeichnen dagegen im Jahresverlauf geringe Renditeanstiege. Eine Erhöhung des EZB-Leitzinses ist angesichts der konjunkturellen Entwicklung und der damit verbundenen niedrigen Inflation in noch weitere Ferne gerückt und nicht vor 2018 zu erwarten.

Vor dem Hintergrund dieser real- und finanzwirtschaftlichen Rahmenbedingungen erwarten wir im Jahr 2015 folgende Entwicklungen am deutschen Immobilienmarkt.

## 2015 wird erneut starkes Jahr am Investmentmarkt - Renditekompression vor allem bei Non-Core

Um eines vorweg zu nehmen: Für den deutschen Investmentmarkt bedeuten die Rahmenbedingungen unseres Basisszenarios auch weiterhin „Feuer frei“. Die Zinsen werden ein weiteres Jahr extrem niedrig bleiben, das heißt am Geld- und Rentenmarkt lassen sich real kaum positive Renditen erzielen. Selbst 10-jährige Unternehmensanleihen

## Ergebnisse in Kürze

### Unsere Thesen für 2015

#### ■ These 1: Erneut starkes Jahr am Investmentmarkt - Renditerückgang bei Non-Core

Der Nachfrageüberhang am Investmentmarkt bleibt bestehen. Aus zwei Gründen sinken die Non-Core-Renditen stärker als im Core-Bereich: Erstens steigt die Risikobereitschaft der Investoren weiter, zweitens führt die Straffung der US-Geldpolitik zu einer Verlangsamung des Renditerückgangs im Spitzensegment.

#### ■ These 2: Am Büromarkt stagnieren Nachfrage und Angebot - die Spitzenmieten steigen

Wegen fehlender konjunktureller Impulse stagniert die Flächennachfrage. Weil kaum gebaut wird, sinkt das verfügbare Flächenangebot und die Spitzenmieten steigen. Mieten für schlechtere Flächenqualitäten bleiben dagegen unter Druck.

#### ■ These 3: Kapitalwerte und Mieten entkoppeln sich weiter - nun auch bei Non-Core-Immobilien

Deutlich gesunkene Anfangsrenditen und nur leicht steigende Mieten führten zum beträchtlichen Auseinanderdriften von Mieten und Kapitalwerten im Spitzensegment. Diese Entwicklung vollzieht sich nun beschleunigt bei Non-Core-Immobilien.

#### ■ These 4: Steigende Loan-to-Values am Finanzierungsmarkt - Eigenkapitalrenditen gehen weniger stark zurück als Gesamrenditen

Weil sich der Finanzierungsmarkt aus Investorensicht erfreulich entwickelt (steigende LTVs, sinkende Margen), schlägt der Rückgang der Anfangsrenditen nur teilweise auf die Eigenkapitalrenditen durch.

mit BBB-Rating, die im Hinblick auf ihr Ausfallrisiko für viele regulierte Investorengruppen wie Versicherungen und Pensionsfonds als Anlageform gerade noch zulässig sind, rentieren derzeit bei lediglich etwa 2 %. Da auch diese 2 % in den meisten Fällen unterhalb des erforderlichen Verzinsungsniveaus liegen dürften, wird zwangsläufig noch mehr Geld in reale Anlageklassen – und damit auch in Immobilien – umgeschichtet werden (müssen). Kurzum: Im Jahr 2015 wird noch mehr Geld für Immobilieninvestments zur Verfügung stehen als im Jahr zuvor. Die Immobiliennachfrage bleibt folglich weiterhin höher als das zur Verfügung stehende Angebot und das Transaktionsvolumen dürfte das Vorjahresvolumen übertreffen.

Dieses Szenario klingt zunächst nach einer Wiederholung des Vorjahres, in den Details dürften sich die Entwicklungen der Jahre 2014 und 2015 jedoch durchaus unterscheiden. Einer dieser Unterschiede dürfte sein, dass die Spitzenrenditen nicht mehr so stark nachgeben werden. Der Grund: Die Straffung der Geldpolitik in den USA führt dort zu steigenden Anleiherenditen. In der Folge geraten auch die Kurse langlaufender europäischer Anleihen unter Druck. Da die Renditen dieser Anleihen, etwa jene 10-jähriger Bundesanleihen, für viele Core-Investoren ein relevanter Benchmark sind, bremst ihr Anstieg den Rückgang der Immobilienspitzenrenditen. Hinzu kommt, dass die Spitzenrenditen mit etwa 4,0 % bis 4,5 % inzwischen ein Niveau erreicht haben, das für viele Investoren die Untergrenze dessen darstellt, was sie zu akzeptieren bereit sind. Einzig asiatische Investoren, deren Engagement im Jahr 2015 nochmals deutlich steigen dürfte, könnten bereit sein, noch geringere Renditen zu akzeptieren, weil sie aus ihren Heimatmärkten zum Teil an noch niedrigere Niveaus gewöhnt sind.

Gerade weil die Spitzenrenditen durchweg Tiefststände erreicht haben, sind zuletzt auch eher konservative Investoren zunehmend auf B-Städte, B-Lagen und Nutzungsarten abseits von Büro und Handel ausgewichen. Diese Entwicklung wird sich 2015 fortsetzen und eventuell sogar beschleunigen, zumal nicht nur die Risikotoleranz bei den Investoren, sondern auch bei

den Fremdkapitalgebern gestiegen ist. Von dem Mehr an Geld, das 2015 für Investitionen in deutsche Immobilien bereitsteht, wird folglich überproportional viel auf Non-Core-Strategien entfallen. Dies wiederum führt in diesem Segment zu sinkenden Anfangsrenditen. Als Konsequenz aus beiden Entwicklungen – Verlangsamung des Renditerückgangs im Spitzensegment auf der einen, beschleunigter Rückgang der Anfangsrenditen im Non-Core-Segment auf der anderen Seite – sinkt die Renditedifferenz zwischen Core- und Non-Core-Immobilien (Abb. 1).

### „Große Stagnation“ am Bürovermietungsmarkt - Preisschere zwischen Prime und Secondary öffnet sich weiter

Auch im Jahr 2015 fehlen dem Bürovermietungsmarkt nachfrageseitig die positiven Impulse: Die konjunkturelle Dynamik ist gering, zudem halten diverse Risiken (Ukraine-Krise, Eurokrise etc.) die Unternehmen von größeren Investitionen – und damit auch vom Abschluss neuer Mietverträge – ab. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass die Büromieter noch stärker als in den Vorjahren zu einer Verlängerung ihrer bestehenden Mietverträge tendieren und von mit Kosten und Risiken verbundenen Umzügen im Zweifel absehen. Gleichwohl ist auch im Jahr 2015 mit einem leichten Wachstum der Zahl der Bürobeschäftigten in den deutschen Städten zu rechnen, so dass der Flächenumsatz unter dem Strich etwa auf Vorjahresniveau liegen sollte.

Doch nicht nur die Nachfrageseite, auch die Angebotsseite dürfte von Stagnation geprägt sein. Denn die allgemeine Investitionszurückhaltung gilt auch hier, so dass das Flächenfertigstellungsvolumen nach einem kurzen Anstieg auf niedrigem Niveau wieder zurückgeht. Etwa 900.000 m<sup>2</sup> Bürofläche werden 2015 in den Top-6-Standorten neu an den Markt kommen (2014: ca. 1,2 Mio. m<sup>2</sup>), wovon jedoch bereits mehr als die Hälfte vermietet ist.

Die Konstellation aus sowohl stagnierender Nachfrage als auch stagnierendem Angebot ist jener des Jahres 2014 recht ähnlich, so dass sich die aktuell zu beobachtenden Entwicklungen im Hinblick auf

## Unsere Thesen vom letzten Jahr

### Drei Treffer, ein Mal daneben

#### ✘ These 1: Der Büroflächenumsatz steigt

Die finalen Zahlen für 2014 liegen noch nicht vor, aber statt des von uns prognostizierten Umsatzanstiegs dürfte der Flächenumsatz um etwa 5 % gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen sein. Unsere optimistische Prognose basierte auf dem damals erwarteten BIP-Wachstum von 2,0 % für 2014. Tatsächlich ist die deutsche Wirtschaft wohl nur etwas mehr als halb so stark gewachsen – ein wesentlicher Grund für den geringeren Büroflächenumsatz.

#### ✓ These 2: Die Spitzenrenditen geben weiter nach

Tatsächlich gaben die Spitzenrenditen nochmals nach. Im Durchschnitt über die Top-6-Standorte betrug der Rückgang in den ersten drei Quartalen 14 Basispunkte bei Büros und 10 Basispunkte bei Geschäftshäusern.

#### ✓ These 3: Der Gewerbeinvestmentmarkt behält sein Tempo bei, der Umsatz mit Wohnungsportfolios geht zurück

Bis Ende November 2014 wurden etwa 11,3 Mrd. Euro in deutsche Wohnportfolios investiert, im Vorjahr waren es zur selben Zeit 12,9 Mrd. Euro. Die erwartete Temporeduzierung ist also eingetreten. Der Gewerbeinvestmentmarkt hat sein Tempo nicht nur beibehalten, sondern nochmals deutlich erhöht. Hier wurden bis einschließlich November bereits 32,6 Mrd. Euro investiert und damit mehr als im gesamten Jahr 2013 (ca. 30,4 Mrd. Euro).

#### ✓ These 4: Die Schere zwischen Core und Non-Core schließt sich – beim Volumen mehr als bei den Renditen

Die Renditen im Non-Core-Segment sind geringfügig stärker gefallen als im Core-Bereich. So beliefen sich die Rückgänge bei Büroobjekten von mittlerer Qualität in den ersten drei Quartalen auf durchschnittlich 14 Basispunkte in zentralen Lagen und 27 Basispunkte in sekundären Lagen. Dass sich die Schere beim Volumen stärker geschlossen hat, mag folgende Betrachtung verdeutlichen: Das Transaktionsvolumen von gewerblichen Single Assets mit einem Quadratmeterpreis von weniger als 2.000 Euro (= Non-Core-Objekte) stieg bis einschließlich November 2014 gegenüber der Vorjahresperiode um 17 %, wohingegen sich der Anstieg bei Objekten mit einem Preis ab 2.000 EUR/m<sup>2</sup> nur auf 13 % belief. Hinzu kommt ein Anstieg des Portfoliotransaktionsvolumens um 76 % – hierbei handelt es sich im Wesentlichen um Non-Core-Assets.

Leerstand und Miete auch im Jahr 2015 fortsetzen werden. Konkret heißt das: Der Büroflächenleerstand wird weiterhin leicht rückläufig sein, zumal nach wie vor viele ältere Bestände zum Zwecke der Umnutzung in Wohnungen vom Markt genommen werden. Eine weitere Verknappung ist dabei insbesondere für das moderne Flächensegment zu erwarten, wo ohnehin schon ein Nachfrageüberhang besteht. Denn durch die geringe Projektentwicklungsaktivität der vergangenen Jahre ist der Anteil der Neubaufächen am gesamten Büroflächenbestand stetig gesunken und das Durchschnittsalter der Bürogebäude entsprechend gestiegen. Dies wiederum stützt die Mietentwicklung, vor allem im Spitzensegment. Hier ist deshalb mit einer Fortsetzung des seit 2010 laufenden Aufwärtstrends zu rechnen und die Spitzenmieten werden im Durchschnitt über die Top-6-Standorte um voraussichtlich 2 % bis 3 % steigen (2014: ca. 1,5 %). Am anderen Ende des Marktes werden die Mieten dagegen weiterhin unter Druck bleiben, insbesondere in Städten wie Düsseldorf oder Frankfurt, wo die Leerstandsquoten nach wie vor zweistellig sind. In der Konsequenz wird die Spreizung zwischen den im Top-Segment erzielbaren Mieten und jenen in B-Flächen in B-Lagen noch größer (Abb. 2).

### Investment- und Vermietungsmärkte driften weiter auseinander

Die zwangsläufige Folge der beiden oben dargestellten Entwicklungen ist ein weiteres Auseinanderdriften von Bürovermietungs- und Investmentmarkt. Dies vollzog sich bereits in den vergangenen Jahren, war aber aufgrund der hohen Risikoaversion der Investoren weitgehend auf das Spitzensegment begrenzt. Hier gingen leicht steigende Mieten mit deutlich sinkenden Anfangsrenditen einher, wodurch die Kapitalwerte wesentlich stärker stiegen als die Mieten. Seit etwa Ende 2013 lässt sich dasselbe im B-Segment beobachten. Bis dahin entwickelten sich Mieten und Kapitalwerte nahezu identisch. Inzwischen haben die Kapitalwerte ihren Stand von Anfang 2009 bereits um knapp 4 % übertroffen, wohingegen die Mieten nach wie vor 5 % darunter liegen. Dieses Auseinanderdriften

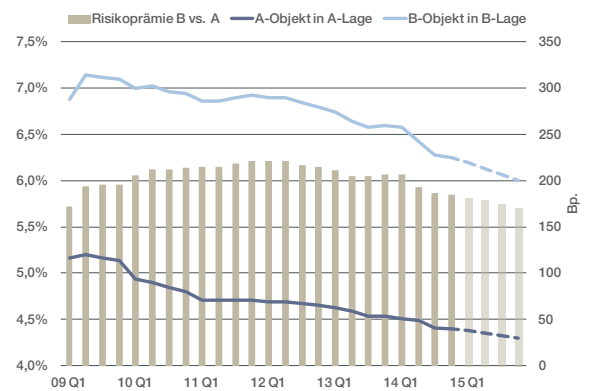
von Mieten und Kapitalwerten wird sich aufgrund der erwarteten Renditekompression im Laufe des Jahres 2015 noch beschleunigen. Auch im Spitzensegment werden sich die Kapitalwerte weiter von den Mieten entfernen, aufgrund des soliden Mietwachstums und der nur noch geringfügig sinkenden Anfangsrenditen aber bei Weitem nicht so stark wie im Non-Core-Segment (Abb. 3).

### Chancen und Risiken für Investoren

Diese Entwicklung birgt für Investoren Risiken - und natürlich auch Chancen. Kurzfristig könnten Investoren in allen Marktsegmenten auf eine weitere Renditekompression sowie, sofern die Mieten zumindest stabil bleiben, das damit einhergehende Kapitalwertwachstum setzen. Aufgrund der höheren Anfangsrenditen sowie der zu erwarteten stärkeren Renditerückgänge erscheint hierfür vor allem das Non-Core-Segment geeignet. Investoren mit einem etwas längeren Anlagehorizont bietet das derzeitige Umfeld Chancen beim Neubau von Büroobjekten. Durch eine Beteiligung an oder die Akquisition von spekulativen Projekten können sie von der Knappheit hochwertiger Büroimmobilien, wie sie sowohl am Vermietungs- als auch am Investmentmarkt noch länger bestehen dürfte, profitieren. Dasselbe gilt für Value-Add-Investoren, die in guten Lagen Refurbishment-Strategien umsetzen.

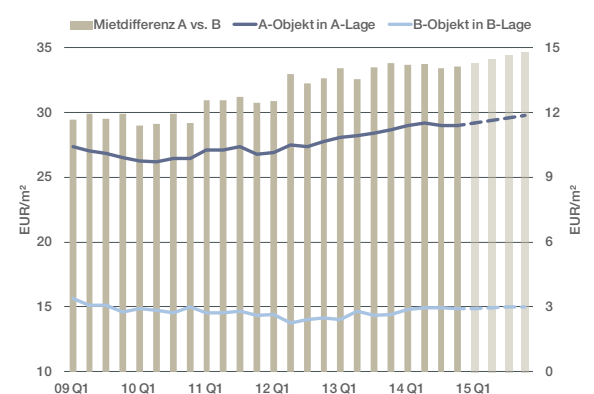
Das wohl größte Risiko verbirgt sich in der hohen Differenz zwischen Mieten und Kapitalwerten. Ein so starkes Auseinanderdriften hat es in den knapp 25 Jahren seit der Wiedervereinigung noch nicht gegeben. Überhaupt lagen die indextierten Kapitalwerte nur ein einziges Mal - 2006/07 - für längere Zeit über dem Mietindex, bevor sie anschließend wieder darunter fielen. Gut möglich, dass die derzeitige Situation Teil der „neuen Normalität“ im Kontext dauerhaft niedriger Zinsen ist. Denkbar ist aber auch, dass die EZB in einigen Jahren mit Leitzinserhöhungen beginnt. Dann wäre die Fallhöhe für Investoren beträchtlich. Denn ausgehend von den derzeitigen Werten bedeutete ein Anstieg der Bürospitzenrendite um 50 Bp. einen Kapitalwertverlust von mehr als 10 %. Ein zum Ausgleich dieses Verlusts notwendiger Mietanstieg von 11 % erscheint heute recht unrealistisch.

ABB. 1 Renditekompression zwischen Core und Non-Core beschleunigt sich\*



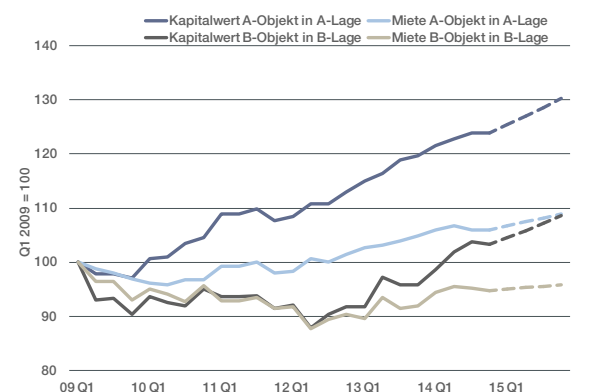
Quelle: Savills / \* durchschnittliche Renditen für Büros in den Top-5-Standorten

ABB. 2 Büromieten driften weiter auseinander\*



Quelle: Savills / \* durchschnittliche Mieten in den Top-5-Standorten

ABB. 3 Kapitalwerte entfernen sich von Mieten - nun auch bei Non-Core\*



Quelle: Savills / \* jeweils Durchschnitt für Büros in den Top-5-Standorten

## Ausblick auf den Finanzierungsmarkt 2015

Gastbeitrag von Curth-C. Flatow, Geschäftsführer von Flatow AdvisoryPartners

Der deutsche Finanzierungsmarkt für Gewerbeimmobilien wird sich im kommenden Jahr positiv entwickeln. Die Stabilität in der gewerblichen Immobilienfinanzierung wird getragen durch eine weiterhin hohe Nachfrage. Institutionelle Investoren werden auch im kommenden Jahr sehr aktiv auf dem deutschen Markt sein. Wir gehen davon aus, dass es mehr Finanzierungen unter Beteiligung von Versicherungen und Versorgungswerken bzw. Kreditfonds geben wird. Ebenfalls werden neue internationale Finanzierer versuchen den deutschen Markt zu betreten. Aufgrund der hohen Nachfrage werden die Margen niedrig bleiben und in einigen Segmenten wie Wohnen weiter fallen.

Ein weiterer Trend für 2015 wird sein, dass Loan-To-Values (LTVs) durchschnittlich weiter ansteigen werden, etwa um drei Basispunkte. Lag der LTV 2014 im Durchschnitt über alle Nutzungsarten noch bei 72 %, wird er 2015 auf durchschnittlich 75 % ansteigen. Spannend zu beobachten ist in diesem Zusammenhang die von der Bundesbank aufgeworfene Diskussion um 100-Prozent-Finanzierungen. Getrieben von der Befürchtung, dass es zu Preisrückgängen und Kreditausfällen an stark kreditfinanzierten Immobilienmärkten kommen könnte, sieht die Bundesbank die Finanzstabilität in Gefahr. Um die Preisniveaustabilität zu gewährleisten, muss sie sich mit möglichen Blasenbildungen und Finanzmarktrisiken auseinandersetzen. Bundesbank-Vizepräsidentin Claudia Buch kommt zu dem Ergebnis, dass es auf dem deutschen Immobilienmarkt trotz steigender Preise für Wohnimmobilien keine übermäßigen Risiken für die Finanzmarktstabilität gibt. Die Bankenumfrage der Bundesbank hat ergeben, dass das Kreditvolumen mit 2 % jährlich zuletzt nur moderat gestiegen ist. Als mögliches Instrument im Falle einer notwendigen Stabilisierung schlägt sie unter anderem vor, notfalls die Beleihungsquote zu begrenzen.

Ein weiterer Finanzierungstrend in 2015 wird das Wiedererstarben der CMBS-finanzierten Ankäufe sein. Wir erwarten, dass durch Hypothekendarlehen besicherte Wertpapiere in Europa und Deutschland zunehmen werden – nicht nur zur Refinanzierung, sondern auch vermehrt zur Ankaufsförderung. Exemplarisch hierfür steht die Verbriefung der rund 680 Mio. Euro schweren IVG-Refinanzierung durch die Deutsche Bank. Waren es in 2013 zehn Deals, so wurden bis Anfang November 2014 bereits sieben Deals im Wert von 2,57 Mrd. Euro abgeschlossen. Es befinden sich nach unserer Beobachtung weitere zwölf in der Pipeline, die Anfang 2015 auf dem Markt sein werden.



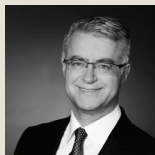
**Curth-C. Flatow**  
Geschäftsführer FAP  
+49 (0) 30 844 15 94 90  
ccf@fap-finance.com

## Savills Deutschland

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an



**Marcus Lemli**  
CEO Germany  
+49 (0) 69 273 000 12  
mlemli@savills.de



**Andreas Wende**  
Investment  
+49 (0) 40 309 977 110  
awende@savills.de



**Marcus Mornhart**  
Office Agency  
+49 (0) 69 273 000 70  
mmornhart@savills.de



**Karsten Nemecek**  
Corp. Finance - Valuation  
+49 (0) 30 726 165 138  
knemecek@savills.de



**Drazenko Grahovac**  
Corp. Finance - Valuation  
+49 (0) 30 726 165 140  
dgrahovac@savills.de



**Matthias Pink**  
Research  
+49 (0) 30 726 165 134  
mpink@savills.de



Savills ist eines der führenden, weltweit tätigen Immobiliendienstleistungs-Unternehmen mit Hauptsitz und Börsennotierung in London. Das Unternehmen wurde 1855 gegründet und blickt auf eine lange Geschichte mit überwältigendem Wachstum zurück. Savills setzt Trends statt ihnen zu folgen und verfügt heute über mehr als 600 Büros und Partner in Amerika, Europa, Afrika, dem asiatisch-pazifischen-Raum sowie dem Nahen Osten mit über 27.000 Mitarbeitern. In Deutschland ist Savills Immobiliendienstleister mit rund 160 Mitarbeitern in sechs Büros an den wichtigsten Immobilienstandorten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln und München präsent.

Diese Publikation dient allein informativen Zwecken. Wir übernehmen keine Haftung für Verluste, Kosten oder sonstige Schäden, die aus der Verwendung der veröffentlichten Informationen resultieren. Die Informationen beruhen auf Quellen, die von uns als verlässlich eingestuft wurden, wir können jedoch nicht dafür garantieren, dass diese Informationen korrekt oder vollständig sind. Eine Vervielfältigung dieser Publikation oder von Teilen davon bedarf der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch Savills.  
© Savills Dezember 2014