

Euler Hermes Rating – Special Comment

Gebaut wird immer, nur wo und wieviel?
Zur Zyklizität von Immobilienmärkten

November 2017



EULER HERMES

Auch Immobilienmärkte unterliegen zyklischen Schwankungen. Die Entwicklung auf den Immobilienmärkten wird neben dem Konjunkturverlauf allerdings auch stark von anderen Faktoren beeinflusst. Zudem beeinflussen die Charakteristika von Immobilien deren zyklischen Verlauf und die Abgrenzung des relevanten Marktes.

Besonderheiten von Immobilienmärkten

Immobilienmärkte weisen aufgrund der Beschaffenheit des Guts Immobilie Besonderheiten auf, die die Zyklizität des Immobilienmarkts beeinflussen. Wesentliche Besonderheiten gegenüber den meisten anderen Gütern sind dabei:

Charakteristika von Immobilien

- Immobilität / Standortgebundenheit
- Fehlende Vermehrbarkeit von Grund und Boden
- Langlebigkeit
- Langfristigkeit der Erstellung
- Hoher Investitionsbedarf
- Möglichkeit, als Kapitalanlageobjekte zu dienen
- Bei Wohnimmobilien: Befriedigung eines Grundbedürfnisses

Die Langfristigkeit der Erstellung, die hohen Investitionskosten sowie das begrenzte Flächenaufkommen führen dazu, dass das Immobilienangebot grundsätzlich nur begrenzt bzw. stark zeitverzögert auf Nachfrageüberhänge, die nicht durch etwaige vorhandenen Leerstände bedient werden können, reagiert bzw. reagieren kann. Aufgrund der langen Fertigstellungsphase kann das dann gestiegene Angebot auf eine bereits wieder rückläufige Nachfrage treffen, sodass sich der Immobilienmarkt in der Regel im Ungleichgewicht befindet. Ebenfalls zeitverzögert zeigen sich entsprechende Miet- und Kaufpreisanpassungen.

Aufgrund der Tatsache, dass Immobilien nicht nur von Eigennutzern sondern auch von privaten oder institutionellen Investoren nachgefragt werden, können Immobilien-

märkte auch klassische Investmentzyklen aufweisen. Hierbei können die Preisschwankungen noch deutlich größer ausfallen,

Immobilienmärkte sind aufgrund der Standortgebundenheit der Objekte grundsätzlich regionale bzw. lokale Märkte, die zwar alle denselben Einflussfaktoren unterliegen, von diesen aber in sehr unterschiedlichem Ausmaß betroffen sein können. Insofern sind bei der Analyse von Immobilienmärkten stets die Entwicklungen am Mikrostandort zu berücksichtigen.

Wirtschaftliche Einflussfaktoren

Immobilienmärkte werden auch vom Konjunkturverlauf beeinflusst, wobei die Ausprägung je nach Immobilienart unterschiedlich stark ist. Ein länger andauernder positiver Konjunkturverlauf bei entsprechend positiver Erwartungshaltung führt ceteris paribus in der Regel zu einem Anstieg der Beschäftigtenzahlen, steigenden Real-einkommen und in deren Folge höheren Investitionsausgaben der Unternehmen, öffentlichen Hand und Privathaushalte. Dadurch könnte sich die Nachfrage nach Büroimmobilien erhöhen. Ebenso kann dann auch die Nachfrage nach anderen Gewerbeimmobilien insbesondere Logistik- oder Industrieimmobilien steigen. Durch eine stabile Entwicklung der Beschäftigungszahlen kann auch die Nachfrage nach Wohnraum (Eigentum oder höherwertiger Wohnraum) steigen. Allerdings ist die Nachfrage nach Wohnraum grundsätzlich deutlich konjunkturunabhängiger, da Wohnen ein Grundbedürfnis darstellt. Auch Handelsimmobilien können von steigenden Konsumentenausgaben positiv beeinflusst werden.

Tourismusimmobilien entwickeln sich unseres Erachtens differenziert. Die Nachfrage nach Hotelübernachtungen ist neben der inländischen und regionalen Konjunktur auch von der wirtschaftlichen Entwicklung der Herkunftsländer der Touristen abhängig. Dabei ist auch noch zu unterscheiden, ob die entsprechende Region bzw. Tourismusimmobilie überwiegend auf Privat- oder Geschäftsreisende ausgerichtet ist.

Im Konjunkturabschwung könnte die Entwicklung - ebenfalls zeitverzögert - entsprechend umgekehrt verlaufen. Allerdings könnte insbesondere in Großstädten die Nachfrage nach Wohnraum auch im Konjunkturabschwung steigen, wenn die Bereitschaft, möglichen Arbeitsstellen hinterherzuziehen, zunimmt.

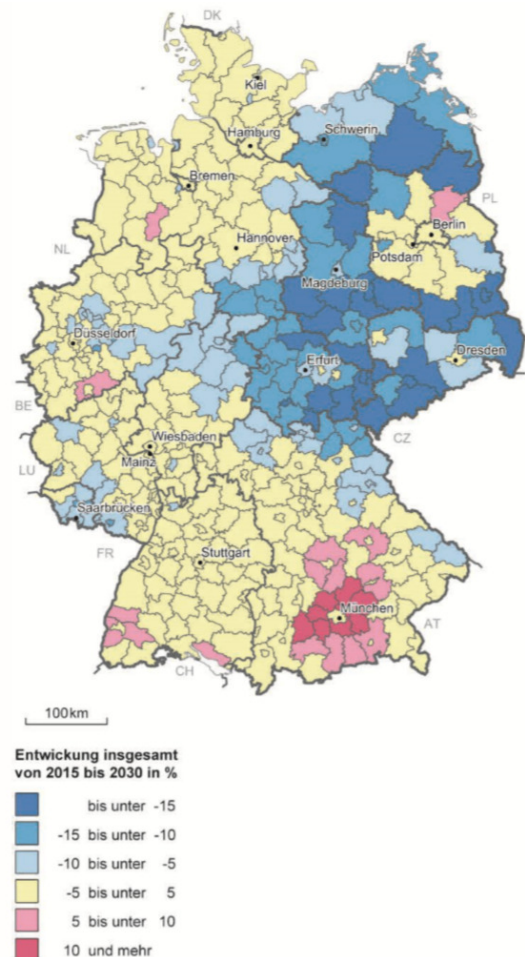
Die Nachfrage nach Spezialimmobilien wie bspw. Krankenhäuser, Schulen und Pflegeheime ist dabei in der Regel weniger vom Konjunkturverlauf abhängig.

Einen weiteren wesentlichen Einfluss auf die Nachfrage nach Immobilien haben das Zinsniveau sowie die Kreditvergabepraxis der Kreditinstitute. Zinsen stellen einen wesentlichen Kostenfaktor bei dem Bau bzw. Erwerb einer Immobilie dar. Die Kreditvergabepraxis (Höhe des einzubringenden Eigenkapitals, Anforderungen an die Bonität etc.) beeinflusst zudem, ob und in welcher Höhe Kredite an private oder institutionelle Investoren vergeben werden. Seit der Einführung des Euros ist die Geldpolitik auf EU-Ebene angesiedelt. Da sich die nationalen Konjunkturverläufe der Mitgliedsstaaten zum Teil aber deutlich voneinander unterscheiden, kann es zu einer prozyklisch wirkenden Geldpolitik kommen, wie wir heute beobachten können. In den vergangenen Jahren hat das sehr niedrige Zinsniveau in Zusammenhang mit der vorhandenen Liquidität den Anlagedruck auch von institutionellen Investoren deutlich erhöht. Mangels alternativer Investments hat die Nachfrage nach Immobilien in diesem Bereich deutlich überproportional zugenommen, was sich insbesondere in den A-Städten an den gegenüber Mieten deutlich stärker gestiegenen Kaufpreisen und entsprechend gesunkenen Eigenkapitalrenditen erkennen lässt. Eine Zinserhöhung würde sich nach unserer Erwartung entsprechend negativ auf die Nachfrage auswirken, da zum einen für institutionelle Investoren Anlagealternati-

ven attraktiver werden und sich gleichzeitig die Finanzierungsbedingungen verschlechtern. In der Folge sind in diesem Szenario sinkende Kaufpreise zu erwarten.

Strukturelle Einflussfaktoren

Prognose der Bevölkerungsentwicklung



Quelle: Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung

Strukturelle Veränderungen haben zum Teil einen starken Einfluss auf die Immobilienmärkte. In der Regel wirken diese eher langfristig, wirken sich aber aufgrund der Langlebigkeit der Immobilien und langfristigen Planungshorizonte zum Teil bereits heute aus. Hierzu zählt insbesondere die demographische Entwicklung, d. h. die Entwicklung der Bevölkerungsanzahl, die durch Geburten- und Sterberate sowie Nettozuzug bestimmt wird, aber auch deren Altersstruktur.

Auch hier ist wiederum die Entwicklung in der konkreten Region relevant, da die Unterschiede insbesondere zwischen großen Ballungszentren und eher ländlichen Räumen zum Teil erheblich sind. Dabei spielen auch Trends wie die Urbanisierung eine wesentliche Rolle. Aber selbst benachbarte Immobilienmärkte können sich abweichend voneinander entwickeln. Auch soziologische Trends wie die Abnahme der Haushaltsgrößen durch steigende Singlehaushalte und weniger Kinder und damit eine steigende Nachfrage nach Wohnungen auch bei stagnierender und ggf. rückläufiger Bevölkerungsentwicklung haben einen Einfluss auf die Nachfrage.

Neben demographischen und soziologischen Trends, die sich hauptsächlich auf Wohn- und Sozialimmobilien auswirken, können auch andere Entwicklungen z. B. technologische Neuerungen einen Einfluss auf die Nachfrage nehmen. Die zunehmende Digitalisierung und Vernetzung führt z. B. zu einem veränderten Konsumverhalten mit entsprechendem Einfluss auf den Einzelhandel und die Anforderungen an Einzelhandels- und Logistikimmobilien. Gleichzeitig erwachsen aber auch Möglichkeiten, standortungebundener leben und arbeiten zu können, was sich zukünftig auch auf die Nachfrage nach Büroflächen und die regionale Nachfrage nach Wohnraum auswirken könnte.

Fazit

Auch Immobilienmärkte unterliegen grundsätzlich zyklischen Schwankungen. Allerdings fallen diese je nach Region bzw. Standort und Immobilienart unterschiedlich stark aus. Aufgrund des hohen Einflusses weitgehend konjunktur-unabhängiger Faktoren kann sich ein spezifischer Immobilienmarkt anders entwickeln als es der allgemeine Konjunkturverlauf vermuten ließe – sowohl was die Dynamik, als auch was die Richtung der Entwicklung angeht. Insofern müssen zur Beurteilung der Zyklizität der Immobilienmärkte zunächst der relevante Markt abgegrenzt und die konkrete Entwicklung bzw. relevante Einflussfaktoren analysiert werden. Immobilien sind immer individuelle Objekte an einem regionalen Standort mit spezifischen Angebots- und Nachfrageverhältnissen. Die konjunkturelle Entwicklung beeinflusst in unterschiedlichem Ausmaß auch die Immobilienmärkte, allerdings kann dieser Einflussfaktor von anderen Einflussfaktoren überlagert werden.

Politische Einflussfaktoren

Neben den wirtschaftlichen und strukturellen Einflüssen beeinflussen auch politische Entscheidungen die Entwicklung auf den Immobilienmärkten. Ein aktuelles Beispiel sind hier exemplarisch die vielerorts ausgesprochenen Mietpreisbremsen, die das Mietsteigerungspotenzial für Investoren und damit die Renditen begrenzen sollen. Vor dem Hintergrund der hohen Kaufpreismultiples war hier allerdings ein stärkerer Einfluss auf die Preise zu erwarten gewesen. Aber auch die Initiativen zur Schaffung von bezahlbarem Wohnraum mit den damit verbundenen Investitionen der kommunalen Wohnungsunternehmen oder Subventionen zugunsten der privaten Immobilienwirtschaft wirken auf die Entwicklungen am Wohnimmobilienmarkt. Ebenfalls Einfluss nehmen Entscheidungen hinsichtlich der Bebauungspläne und Baugenehmigungen und der generellen Politik bzgl. des Ausweisens neuer Bauflächen für Gewerbe aber auch für Wohnen. Ebenfalls können politische Entscheidungen Einfluss auf die Steigerung von Bau- oder Modernisierungskosten nehmen, wenn entsprechende Vorgaben z. B. aus der Energieeinsparverordnung (EnEV) oder zur Barrierefreiheit eingehalten werden müssen.

Autoren

Silke Naused
Senior Rating Analyst
Tel. (+49) 40 8834 - 6430
E-mail: silke.naused@eulerhermes-rating.com

Maïke Holzhauer
Senior Rating Analyst
Tel. (+49) 40 8834 - 6428
E-mail: maïke.holzhauer@eulerhermes-rating.com

Über Euler Hermes Rating

Die Euler Hermes Rating GmbH (Euler Hermes Rating) wurde 2001 als unabhängige europäische Ratingagentur der Euler Hermes und Allianz Gruppe gegründet und fokussiert sich auf das Rating von Emittenten und Emissionen. Euler Hermes Rating ist gemäß der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 des Europäischen Parlaments und des Rates als Credit Rating Agency (CRA) registriert und wird als External Credit Assessment Institution (ECAI) bei der European Banking Authority (EBA) geführt. Euler Hermes Rating ist eine Tochtergesellschaft von Euler Hermes (ELE:PA), dem weltweiten Marktführer im Kreditversicherungsgeschäft.

Weitere Informationen zu Euler Hermes Rating finden Sie unter www.eulerhermes-rating.com.

Pressekontakt: Euler Hermes Rating GmbH

Ralf Garrn
Geschäftsführer
E-Mail: Ralf.Garrn@eulerhermes-rating.com
Friedensallee 254
22763 Hamburg
Tel. (+49) 40 8834 - 640
Fax (+49) 40 8834 - 6413
www.eulerhermes-rating.com

© 2017 Euler Hermes Rating GmbH ("EHRG") and/or its licensors and affiliates. All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY EHRG ARE EHRG'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND EHRG'S PUBLICATIONS MAY INCLUDE EHRG'S CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES. EHRG DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL, FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND, IN THE CASE OF ISSUANCE-LEVEL CREDIT RATINGS, ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS AND EHRG'S OPINIONS INCLUDED IN EHRG'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS ARE NEITHER A PROSPECTUS NOR A SUBSTITUTE FOR INFORMATION ASSEMBLED AND PRESENTED BY COMPANIES OR ISSUERS FOR INVESTORS REGARDING THE PURCHASE OF A SECURITY OR FOR ASSESSING THE CREDITWORTHINESS OF A RATED ENTITY. CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. NEITHER CREDIT RATINGS NOR EHRG'S PUBLICATIONS COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. EHRG ISSUES ITS CREDIT RATINGS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, CONDUCT ITS OWN INDEPENDENT ANALYSES, CREDIT ASSESSMENTS AND OTHER VERIFICATIONS AND EVALUATIONS OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

EHRG'S CREDIT RATINGS AND EHRG'S PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE EHRG'S CREDIT RATINGS OR EHRG'S PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT EHRG'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

All information contained herein is obtained by EHRG from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. EHRG adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources EHRG considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, EHRG is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the EHRG publications.

Please note that summaries of contracts, laws and other documents contained in any EHRG publication, rating report or other materials cannot replace careful study of the relevant complete texts.

EHRG and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if EHRG or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by EHRG. The limitations do not apply to the extent that fraud, intent or any other type of liability cannot be excluded and/or limited under applicable law.

EHRG and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, on the part of, or any contingency within or beyond the control of, EHRG or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information. The limitations do not apply to the extent that fraud, intent or any other type of liability cannot be excluded and/or limited under applicable law.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY SUCH RATING OR OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY EHRG IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

The dissemination and use of an EHRG rating report may be prohibited by law in certain jurisdictions. Any persons who come into the possession of such information should inquire about and comply with any prohibitions that may be in place. EHRG assumes no liability of any kind with respect to such dissemination and use of any rating in any jurisdiction whatsoever.

Euler Hermes Rating GmbH