

## Büroimmobilien Flächennachfrage sinkt 2010 und 2011

Der deutsche Büroimmobilienmarkt zeigt sich in der Krise äußerst robust. Notverkäufe und Insolvenzen sind bislang ausgeblieben, und auch die Mieten sind im letzten Jahr annähernd stabil geblieben. Nach Angaben der BulwienGesa AG gaben die Büromieten in Citylage lediglich in Frankfurt am Main kräftiger nach. Es ist allerdings zu erwarten, dass der Druck auf Mieten und Leerstände in diesem Jahr wächst.

Die Nachfrage nach Büroflächen wird maßgeblich durch die Zahl der Bürobeschäftigten bestimmt. Steigt die Zahl der Beschäftigten, werden zusätzliche Büros benötigt, bei Kündigungen oder gar Insolvenzen geht die Flächennachfrage entsprechend zurück. Hierbei gibt es allerdings eine zeitliche Verzögerung, da Mietverträge zumeist längere Laufzeiten haben und die Unternehmen nicht direkt ihren Flächenverbrauch an geänderte Beschäftigungszahlen anpassen. Damit wird sich die gestiegene Arbeitslosigkeit im Jahr 2009 also erst im Laufe dieses Jahres auf den Büromarkt auswirken.

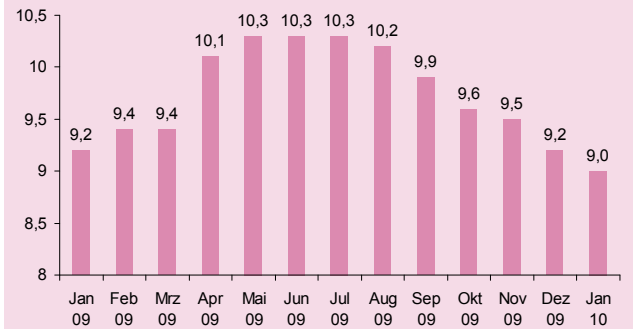
Für das Jahr 2010 wird darüber hinaus mit einem weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit gerechnet. Nach dem Consensus Forecast, der den Mittelwert der Prognosen von etwa 20 Wirtschaftsforschungsinstituten und Banken abbildet, wird die Arbeitslosenquote im Jahr 2010 auf etwa 9,2 Prozent steigen. Damit haben sich die Erwartungen zwar eindeutig aufgehellt, da im Sommer noch mit einem Anstieg auf über 10 Prozent gerechnet wurde (Schaubild). Nichtsdestotrotz wären hiermit aber etwa 450.000 zusätzliche Arbeitslose verbunden.

Dabei ist nicht auszuschließen, dass die Arbeitslosigkeit bei Bürobeschäftigten überproportional steigt. Bereits im Jahr 2009 ist die Zahl der arbeitslosen Bürobeschäftigten um mehr als 13 Prozent gestiegen, während die Zahl der Arbeitslosen insgesamt nur um etwas mehr als 6 Prozent gestiegen ist. Ende 2009 waren 569.000 Menschen arbeitslos, die zuvor in Büros gearbeitet haben. Basierend auf den derzeitigen Prognosen könnte deren Zahl bis Ende 2010 auf 650.000 steigen. Legt man eine durchschnittliche Bürogröße von 23 Quadratmetern pro Mitarbeiter zugrunde, würde die Flächennachfrage damit um knapp 2 Millionen Quadratmeter zurückgehen.

Regional ist dabei mit erheblichen Unterschieden zu rechnen, wie die Entwicklung der Arbeitslosenquoten zeigt.

### Die Stimmung hellt sich auf

Consensus Forecast für die Arbeitslosenquote in Deutschland im Jahr 2010 in Prozent



Quelle: Consensus Forecast

So hat sich die Zahl der registrierten Arbeitslosen in Berlin, Frankfurt am Main, Düsseldorf und Köln zwischen Januar 2009 und Januar 2010 kaum verändert. Deutlicher angestiegen sind die Zahlen dagegen in Hamburg, München und Stuttgart. In Hamburg stieg die Quote um 0,6 Prozentpunkte auf 9,1 Prozent, in München um 0,5 Prozentpunkte auf 5,4 Prozent und in Stuttgart sogar um 0,9 Prozentpunkte auf 6,1 Prozent. Diese Arbeitslosenzahlen spiegeln zwar den Gesamtmarkt wider und nicht nur die Bürobeschäftigtenentwicklung, aber sie können dennoch als Indikator für die Büroflächennachfrage herangezogen werden. Dass die Wirtschaftskrise primär die Wirtschaftszentren in Süddeutschland trifft, lässt sich vor allem auf den Einbruch des Welthandels zurückführen. Die Wirtschaft in Bayern und Baden-Württemberg ist insgesamt sehr exportintensiv, sodass die Produktion dort besonders stark gedrosselt werden musste. Dies wird sich zunehmend auch auf die dort tätigen Bürobeschäftigten auswirken.

Insgesamt erweist sich der Büroimmobilienmarkt in der Krise jedoch als sehr stabil. So gibt es bislang kaum Meldungen über Insolvenzen oder Notverkäufe. Wesentlich hierfür ist, dass sich der deutsche Büromarkt am internationalen Preisboom größtenteils nicht beteiligt hat. Darüber hinaus sind Gewerbeimmobilienunternehmen in der Regel langfristig finanziert, was sie unabhängiger von der Finanzmarktentwicklung macht.

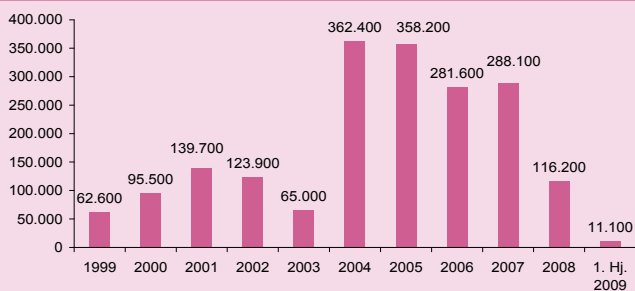
## Öffentliche Wohnungen Privatisierung 2.0?

Vor einigen Jahren trennte sich die öffentliche Hand von einem Teil ihres Wohnungsbestands. Allein zwischen 2002 und 2008 wurden etwa 600.000 Wohnungen an private Investoren verkauft. Überwiegend zählten zu den Investoren angelsächsische Beteiligungsgesellschaften, die zum einen Wirtschaftlichkeitspotenziale vermuteten und zum anderen auf allgemein steigende Wohnungspreise setzten. Mit dem Ausbruch der Finanzkrise nahm das Interesse jedoch rapide ab. Wurden 2006 und 2007 noch etwa 280.000 Wohnungen pro Jahr gehandelt, waren es 2008 nur noch 116.000 und im 1. Halbjahr 2009 nur 11.000 Wohnungen (Schaubild). Dabei ist zu berücksichtigen, dass im Jahr 2008 im Wesentlichen ein großer Verkaufsfall – die Privatisierung der LEG in Nordrhein-Westfalen – die Statistik trägt.

Nicht nur von der Nachfrage, sondern auch vom Angebot her kam der Markt zum Erliegen. Gerade die Kommunen mussten feststellen, dass die Bürger teilweise massiv gegen die Privatisierungsbemühungen protestierten. So erreichte eine Bürgerbewegung in Freiburg beispielsweise einen Verzicht auf den Verkauf des kommunalen Wohnungsunternehmens. Dies wirkte auch abschreckend auf andere Städte und Gemeinden.

### Der Boom ist zunächst vorbei

Verkaufte Wohnungen in Portfolien (ab 800 Wohnungen)



Quelle: BBSR

Nichtsdestotrotz erscheint es nicht unwahrscheinlich, dass der Verkauf öffentlicher Wohnungen bald von Neuem beginnt. Ursächlich hierfür sind die finanziellen Schwierigkeiten der Kommunen. Bedingt durch die Wirtschaftskrise brechen vielen Kommunen die Einnahmen weg. Auf der anderen Seite nehmen jedoch die Verpflichtungen zu, beispielsweise durch die Auflage, die Kinderbetreuung für unter Dreijährige auszubauen, oder aber durch die gestiegene Zahl von Arbeitslosengeld II-Empfängern, für die die Kommunen die Wohnkosten übernehmen müssen. Nach Zahlen der Deutschen Bundesbank stieg die Verschuldung der Gemeinden gegenüber

2008 bereits um 3 Milliarden Euro auf 121 Milliarden Euro. Ein weiterer Schuldenaufbau wird allgemein erwartet.

Wie man durch den Verkauf der kommunalen Wohnungen finanziellen Spielraum gewinnt, hat die Stadt Dresden gezeigt. Für 981,7 Millionen Euro verkaufte die Stadt 48.500 Wohnungen an Fortress. Mit diesem Geld konnte sich die Stadt aller Schulden entledigen und zusätzlich in Kindergärten und Schulen investieren und eine Stiftung mit einem Stammkapital von 25 Millionen Euro für die Förderung von kulturellen und sozialen Zwecken gründen.

Dass sich der Verkauf der öffentlichen Bestände zumindest für die Mehrzahl der Kommunen lohnen würde, zeigt auch ein Blick in die amtliche Statistik. Zwischen 2000 und 2007 beliefen sich die aggregierten Verluste der öffentlichen Wohnungsgesellschaften auf 3,1 Milliarden Euro. Ein Plus von 688 Millionen Euro bleibt, wenn Sondereinflüsse unberücksichtigt bleiben, also nur das Ergebnis der normalen Geschäftstätigkeit betrachtet wird (Schaubild). Deutlich zeigt sich die mangelnde Rentabilität anhand der Eigenkapitalrendite. Sie lag im Jahr 2007 je nach Abgrenzung zwischen 0,4 und 2,7 Prozent. Für Fremdkapitalzinsen musste die öffentliche Hand hingegen durchschnittlich 4,4 Prozent Zinsen zahlen. Selbst in dem erfolgreichen Jahr 2007 belasteten die öffentlichen Wohnungsunternehmen also den Staat. Im Durchschnitt der betrachteten Jahre lag die Eigenkapitalverzinsung bei ausschließlicher Betrachtung der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit bei knapp unter 0 Prozent.

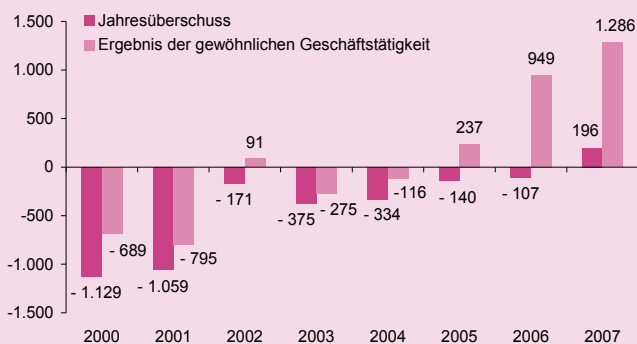
Die Buchwerte der 2,1 Millionen kommunalen und der 200.000 landeseigenen Wohnungen summieren sich auf 93 Milliarden Euro im Jahr 2007. Da hier stille Reserven vermutet werden können, sind bei einem Komplettverkauf Einnahmen von über 100 Milliarden Euro nicht unwahrscheinlich. Würde das noch gebundene Eigenkapital von 47 Milliarden Euro für Tilgungen eingesetzt werden, könnte die öffentliche Hand bei einem Zinssatz von 4,4 Prozent jährlich etwa 2 Milliarden Euro Zinskosten einsparen. Angesichts des wieder zunehmenden Interesses an deutschen Wohnimmobilien ist jedoch wie erwähnt mit höheren Erlösen zu rechnen.

Entgegen dem internationalen Trend sind die Wohnimmobilienpreise in Deutschland im letzten Jahr nicht gefallen, sondern sogar leicht gestiegen. Von allen OECD-Ländern weisen die deutschen Wohnimmobilienpreise die geringste Volatilität auf. Diese Stabilität weckt zunehmend das Interesse institutioneller Anleger wie Versicherungen und Pensionsfonds, die ihr Kapital langfristig anlegen wollen.

Damit stehen die Chancen für die Kommunen gut, mittelfristig nicht nur einen Käufer zu finden, sondern auch einen angemessenen Verkaufspreis zu erzielen. Neben den rein wirtschaftlichen Aspekten bleibt jedoch die Frage, ob die öffentlichen Bestände für übergeordnete Aufgaben benötigt werden. An dieser Stelle wird zumeist angeführt, dass die kommunalen Wohnungsgesellschaften mit ihrem Angebot an günstigen Wohnungen einen sozialpolitischen Auftrag erfüllen. Allerdings sind die Wohnungsgesellschaften schon seit 1990 nicht mehr gemeinnützig. Sie sind daher nicht mehr daran gebunden, die Wohnungen günstiger als die private Konkurrenz anzubieten. Tatsächlich bieten 43 Prozent der kommunalen Wohnungsgesellschaften ihre Bestände zur ortsüblichen Vergleichsmiete an, darunter auch die bereits angesprochene „Stadtbau“ in Freiburg. Die restlichen Gesellschaften bleiben unterhalb der Vergleichsmiete. Doch ist diese Art von Sozialpolitik ein wenig überzeugendes Argument für öffentliche Wohnungsbestände. Schließlich zeigt der soziale Wohnungsbau, dass sich Sozialwohnungen auch mit privaten Investoren realisieren lassen. Vor allem zeigt sich am sozialen Wohnungsbau aber, dass Sozialpolitik über Wohnungen nur wenig treffsicher ist. Rund 40 Prozent der Wohnungen sind fehlbelegt – die Zielgruppe der Sozialpolitik, die bedürftigen Haushalte, werden nur zum Teil erreicht. Wesentlich zielgenauer sind dagegen Transfers, die sich direkt an die Haushalte richten. Mit den Unterhaltszahlungen im Rahmen der sozialen Grundsicherung und mit dem Wohngeld stehen diese sozialpolitischen Instrumente schon längst zur Verfügung.

**Mehr Verluste als Gewinne**

Entwicklung der aggregierten Gewinne der öffentlichen Wohnungsunternehmen in Deutschland in Mio. Euro



Quelle: Statistisches Bundesamt, IW Köln

Darüber hinaus kann über den Kauf von Belegungsrechten aus dem Bestand dafür gesorgt werden, dass jeder Haushalt Zugang zum Wohnungsmarkt erhält. Solche Belegungsrechte können sich die Kommunen direkt bei einem Verkauf ihrer Wohnungen sichern. Je nach Bedarf können dann zusätzliche Belegungsrechte von privaten Vermietern gekauft werden. Durch eine breite

regionale Streuung der Belegungsrechte kann dabei auch dem Problem der sozialen Segregation wirksam vorgebeugt werden.

Als neueres Argument für den Erhalt der öffentlichen Wohnungen wird die Stadttrendite kommunaler Wohnungsunternehmen angeführt. Unter der Stadttrendite werden dabei die Leistungen der Wohnungsunternehmen subsumiert, die der Stadt neben dem rein betrieblichen Gewinn zugute kommen. Das sind vor allem Maßnahmen, die die soziale Stabilität in den Wohnvierteln erhöhen, also im weitesten Sinne zu den Aufgaben des Quartiersmanagements gehören. Die Argumentation ist nun, dass diese Leistungen so gewichtig sind, dass sie für die Stadt unverzichtbar sind und den zumeist mageren Gewinn der öffentlichen Unternehmen deutlich kompensieren. Doch auch dieses Argument kann nicht überzeugen. Für jedes Wohnungsunternehmen hängt der Vermietungserfolg nicht nur von dem Preis und der Qualität der Wohnungen ab, sondern auch von dem Wohnumfeld. Verschlechtert sich das Wohnumfeld, wächst die Unzufriedenheit der Mieter und der Leerstand steigt. Deshalb kümmert sich jedes große private Wohnungsunternehmen um die soziale Stabilität in seinem Quartier und investiert dort, wo es geboten ist, zum Beispiel in die Sanierung von Kindergärten, oder in die Organisation von Jugendtreffs. Für die Kommunen folgt hieraus, dass sie sich auf das Gebot der Subsidiarität besinnen sollten. Kommunale Unternehmen verdrängen nicht nur ein privates Mietwohnungsangebot, sondern sie verdrängen auch das soziale Engagement der privaten Akteure.

Gegen die wirtschaftliche Rationalität spricht auch die Befürchtung, die privaten Investoren könnten auf Instandsetzungen und Modernisierungen verzichten, um ihre Gewinne zu erhöhen. Eine solche Strategie funktioniert allenfalls kurzfristig, weil ansonsten höhere Leerstände drohen. Auch ein Verkauf der Bestände wird dann schwierig, weil davon auszugehen ist, dass potenzielle Erwerber die Bestände eingehend prüfen. Gerade aufgrund der vielen kritischen Berichte werden Erwerber besonders umfassende Begutachtungen vornehmen lassen. Lediglich wenn die Mieten unter dem Marktniveau liegen, könnte es für den Vermieter Anreize zur Vernachlässigung der Bestände geben. Daher sollte die öffentliche Hand vor dem Verkauf die Mieten besser an das Marktniveau anpassen und die Mieter direkt über befristete Zuzahlungen kompensieren.

Somit bleibt nicht ein überzeugendes Argument für den Erhalt kommunaler Wohnungsbestände übrig. Dennoch stellt dieser Schritt die Bürgermeister vor eine schwierige politische Aufgabe, denn die Privatisierung gilt als äußerst unpopulär. Das Beispiel Dresden zeigt jedoch, dass dieser Weg dennoch lohnend ist.

## Inflation

## Internationale Diversifikation als Inflationsschutz

Durch die effektive Geldpolitik der letzten Jahre sind die Inflationsraten weitestgehend stabil und niedrig geblieben. Die OECD prognostiziert für Deutschland eine Inflationsrate von 0,2 Prozent für das Jahr 2010 und 0,3 Prozent für 2011. Trotz niedriger Inflationserwartungen ist Inflationsschutz jedoch ein Thema.

Ein Vergleich unterschiedlicher Anlageklassen in Bezug auf Inflationsschutz kann durch Analyse der inflationsbereinigten Renditen in Bezug auf Rendite und Risiko geschehen. Das Risiko wird anhand des Value-at-Risk Maßes beziffert. Dieses entspricht derjenigen inflationsbereinigten Rendite, die mit einer Wahrscheinlichkeit (z. B. von 5 Prozent) nicht unterschritten wird. Da die Verteilungen dieser Renditen unbekannt sind und offensichtlich keiner Normalverteilung folgen, wurden die Renditen mit Hilfe der statistischen Methode des Bootstrapping berechnet. Dieses Verfahren basiert auf wiederholtem Ziehen von Stichproben. Statt wirklicher Stichproben werden „künstliche“ Stichproben aus den vorhandenen Daten gezogen. Die resultierenden Werte stellen Durchschnitte über 10.000 dieser „künstlichen“ Stichproben dar.

Die durchschnittliche inflationsbereinigte Rendite von Wohnimmobilien beträgt in Deutschland 3,2 Prozent und ist damit niedriger als in Frankreich, wo sie 5,1 Prozent beträgt (Tabelle). Höhere Renditen lassen sich in Kanada (8,9 Prozent) und den Niederlanden (9,1 Prozent) erreichen. In diesen Ländern ist das Value-at-Risk positiv, das heißt die Wahrscheinlichkeit negativer realer Renditen ist gering. Wohnimmobilien bieten in diesen Ländern somit einen Schutz gegen Inflation. Zwar haben deutsche Wohnimmobilien eine geringere durchschnittliche Rendite als französische, ihr Value-at-Risk ist jedoch größer, was auf die Stabilität des deutschen Wohnimmobilienmarktes hindeutet.

Die durchschnittliche Rendite von deutschen Büroimmobilien beträgt 2,1 Prozent und ist damit niedriger als die Renditen in den übrigen Ländern. Immerhin lassen sich in den Niederlanden Renditen von 8,8 Prozent erzielen, während sich in Schweden 7,9 Prozent und 6,9 Prozent in Frankreich erreichen lassen. In Bezug auf das Inflationsrisiko sind Büroimmobilien deutlich riskanter als Wohnimmobilien. Hier ist sogar das 10 Prozent Value-at-Risk negativ. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 10 Prozent wird also eine Rendite realisiert, die unter dem angegebenen Wert liegt. Eine Ausnahme stellen Büros in Finnland dar. Dort ist das Value-at-Risk zwar klein, aber positiv. Niederländische Büros haben zwar eine vergleichsweise hohe

Rendite, sie haben jedoch auch ein vergleichsweise hohes Risiko. Das Value-at-Risk liegt hier bei -17,3 Prozent.

Handelsimmobilien schneiden insgesamt besser ab als Büros. Zwar ist die durchschnittliche Rendite mit 3,9 Prozent in Deutschland geringer als in den übrigen Ländern, jedoch sind Handelsimmobilien auch weniger riskant. Bis auf Kanada und Schweden haben diese in den übrigen Ländern einen positiven Value-at-Risk. In Frankreich erzielen sie sogar eine reale Rendite von 14,9 Prozent.

### Wohnimmobilien vor Gewerbeimmobilien beim Inflationsschutz

	Durchschnitts-Rendite	10 Prozent Value-at-Risk	5 Prozent Value-at-Risk
Jährliche inflationsbereinigte Rendite von Wohnimmobilien			
Kanada	8,9	1,6	0,2
Finnland	7,2	3,4	3,1
Frankreich	5,1	-2,3	-3,8
Deutschland	3,2	-0,2	-1,6
Niederlande	9,1	3,9	2,5
Schweden	10,7	2,4	-1,3
Jährliche inflationsbereinigte Rendite von Büroimmobilien			
Kanada	6,6	-5,4	-8,7
Finnland	5,9	2,6	1,8
Frankreich	6,9	-6,2	-8,6
Deutschland	2,1	-1,3	-1,9
Niederlande	8,8	-9,0	-17,3
Schweden	7,9	-4,0	-5,3
Jährliche inflationsbereinigte Rendite von Handelsimmobilien			
Kanada	8,3	-0,3	-1,6
Finnland	7,8	2,9	1,3
Frankreich	14,9	5,6	3,0
Deutschland	3,9	2,0	1,7
Niederlande	8,8	5,2	4,4
Schweden	10,0	0,3	-2,2

Quelle: IPD, IW Köln

Ein risikoscheuer Investor sollte folglich lieber in Wohn- und Handelsimmobilien investieren als in Büros. Diese haben ein deutlich geringeres Risiko, einen Verlust zu erleiden. Wer jedoch auf eine hohe Rendite aus ist, sollte zusätzlich auch Büroimmobilien berücksichtigen. Eine internationale und sektorale Diversifikation eines Immobilienportfolios erscheint vor diesem Hintergrund sinnvoll. Hiermit lassen sich finanzielle Risiken streuen, allerdings wird damit auch das Monitoring schwieriger.

\* Markus Demary/Michael Voigtländer (2010), „The Inflation-Hedging Properties of Direct Real Estate Investments: International Evidence“, unveröffentlichtes Manuskript.

Der nächste IW-Immobilien-Monitor erscheint am 15. Juni 2010.