

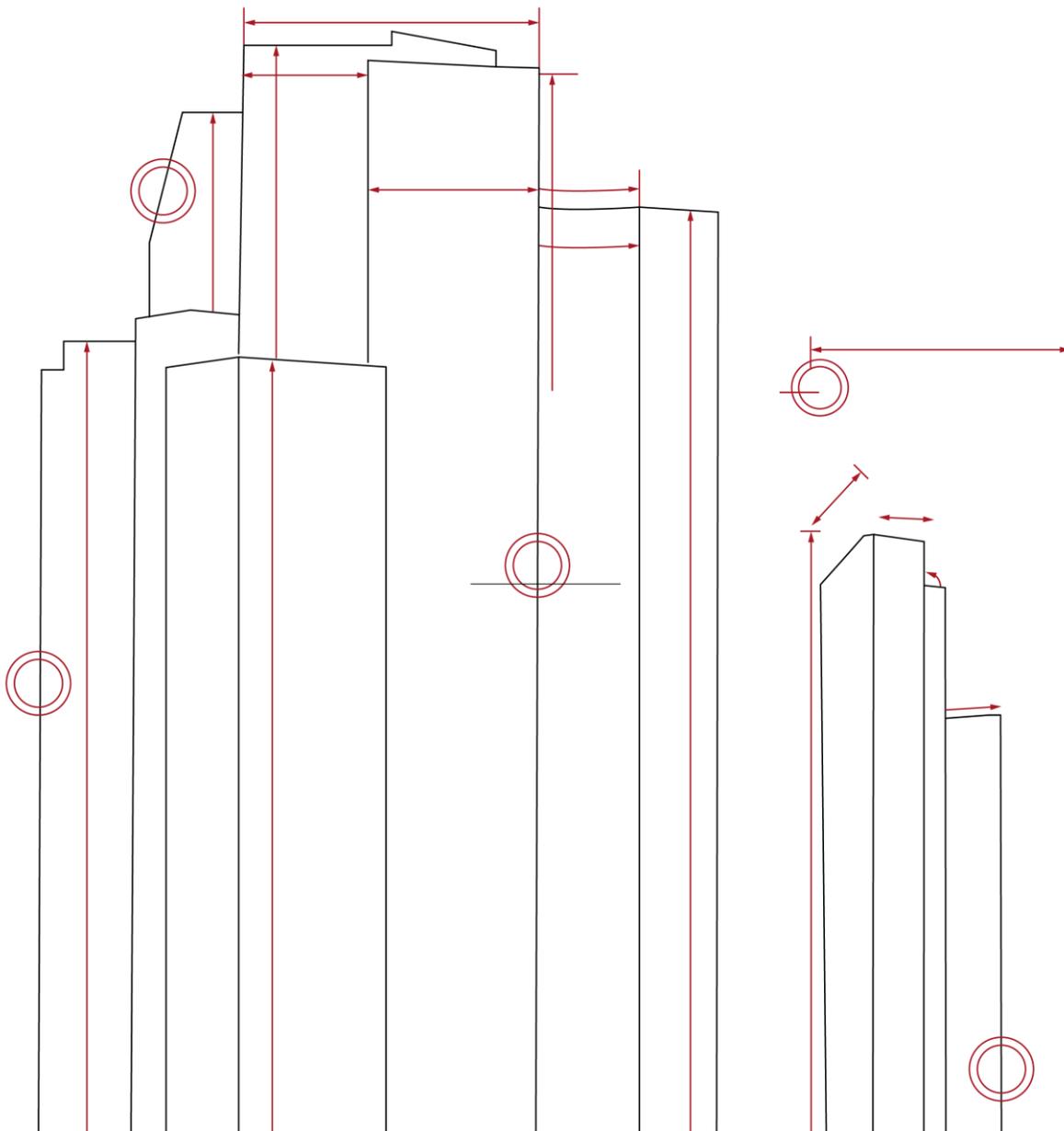
CORONA - PANDEMIE

AUSWIRKUNGEN AUF DEN IMMOBILIENMARKT

KGAL GmbH & Co. KG
Tölzer Straße 15
82031 Grünwald

Stand: 16.04.2020

Autor:
Axel Drwenski



EINLEITUNG

Die Corona-Pandemie hat erhebliche Auswirkungen auf die Gesundheit der Menschen, die Gesellschaften und die Wirtschaften weltweit. Es gibt in der jüngeren Geschichte keine Entwicklungen, die einen Vergleich zulassen bzw. als „Blaupause“ dienen könnten.

Was der von den USA entfachte Handelsstreit und der Brexit nicht geschafft haben, schafft jetzt ein kleiner Virus: Deutschland, Europa und viele weitere Länder stürzen in eine massive Rezession. Nahezu 63 % der weltweiten Wirtschaftsleistung befindet sich im „Shutdown“, und während in China die Wirtschaft langsam wieder Fahrt aufnimmt, erwartet man in Europa erst in der zweiten April-Hälfte und in den USA erst Anfang Mai das langsame Anfahren der Wirtschaft. Neben der fehlenden Erfahrung, wie eng vernetzte Ökonomien nach einem solchen Ereignis wieder hochfahren können, stellt auch der zeitliche Verzug zwischen den drei Weltregionen Unternehmen vor komplexe Herausforderungen, und es wird Zeit in Anspruch nehmen, bis Lieferketten und Produktionsprozesse wieder im Takt laufen.

Wir erwarten, dass nach einem scharfen Einbruch im ersten und zweiten Quartal des Jahres, in der zweiten Hälfte eine starke Erholung einsetzt.

Wir stehen noch relativ weit am Anfang des Abschwungs, weshalb derzeit und auch in den kommenden Wochen negative Daten und Informationen überwiegen. Die Herausforderung wird sein, durch diese negative Informationsflut hindurchzusehen und zu erkennen, wo sich Chancen für Anleger ergeben und wo Risiken neu bewertet werden müssen.

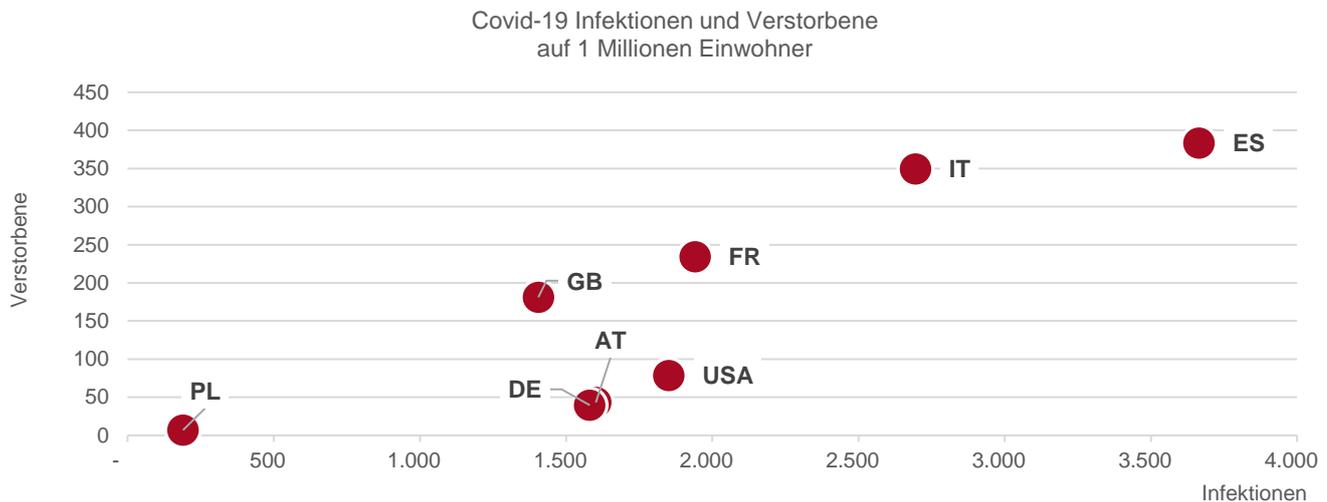
INHALT

1. Die Corona-Pandemie.....	3
2. Auswirkungen auf die Wirtschaft	4
3. Ausblick auf den Immobilienmarkt.....	6
3.1. Wohnungsmarkt	8
3.2. Büromarkt	8
3.3. Einzelhandel	8
3.4. Logistik	9
3.5. Hotelimmobilie	10
4. Fazit.....	10

1. DIE CORONA-PANDEMIE

Die in der großen Mehrzahl der europäischen Länder während der letzten Wochen getroffenen Maßnahmen haben zum Ziel, die Ausbreitung des Corona Virus in der Bevölkerung zu verlangsamen und so die Belastung der Gesundheitssysteme zu verringern (Mitigationsstrategie). Dass eine Verlangsamung der Ausbreitungsgeschwindigkeit erfolgreich sein kann, belegen Untersuchungen zur Spanischen Grippe von Hatchett et. Al (2007)¹. Eine andere Strategie wurde in einigen asiatischen Ländern (u. a. Süd-Korea, Singapur) verfolgt, wo durch strikte medizinische Kontrollen und individuelle Quarantänemaßnahmen die Ausbreitung des Virus gemindert und verhindert wurde (Subpressionsstrategie). Beiden Strategien ist gemeinsam, dass sie mit erheblichen Einschränkungen des individuellen, öffentlichen und wirtschaftlichen Lebens einhergehen.

ABBILDUNG 1 CORONA INFEKTIONEN IN BEZUG ZUR BEVÖLKERUNGSGRÖSSE



Quelle: KGAL Research basierend auf John Hopkins University, Stand 15. April 2020

Während Belgien, Frankreich, Italien, Österreich, Tschechien und Spanien Ausgangssperren zur Verlangsamung der Virus-Ausbreitung nutzen, gehen andere Länder Europas, wie zum Beispiel Deutschland, einen etwas weniger restriktiven Weg. Zwar ist auch hier per Anordnung das öffentliche und wirtschaftliche Leben nahezu zum Stillstand gekommen und ein Großteil des Groß- und Einzelhandels darf seine Ladengeschäfte nicht öffnen, allerdings gibt es keine bundesweite Ausgangssperre.

Derzeit sind die Einschränkungen in Deutschland auf den 19. April terminiert, allerdings ist die angekündigte schrittweise Lockerung von der weiteren Entwicklung der Infektionszahlen abhängig. Die in den letzten Tagen von der John-Hopkins-Universität veröffentlichten Daten zu den Neuinfektionen deuten darauf hin, dass in Europa der Höhepunkt erreicht sein könnte, und die Diskussion, wie die Einschränkungen gelockert werden, nimmt Fahrt auf. Weiterhin besteht aber die Gefahr, dass es nach dem Ende der Maßnahmen zu einem erneuten Anstieg der Infektionen kommt, was für erneute Einschränkungen sorgen würde.

TABELLE 1: DAUER DER BESCHRÄNKUNGEN*

Land	Beschränkungen voraussichtlich in Kraft bis:
Deutschland	19. April, erste Lockerungen ab 20. April
Frankreich	11. Mai
Italien	3. Mai, erste Lockerungen seit 14. April
Großbritannien	Ende Mai
Österreich	1. Mai, erste Lockerungen seit 14. April
Polen	19. April, erste Lockerungen ab 20. April
Spanien	26. April

*Stand 16. April 2020

¹ Richard Hatchett et. Al. „Public health interventions and epidemic intensity during the 1918 influenza pandemic“, Princeton 2007

2. AUSWIRKUNGEN AUF DIE WIRTSCHAFT

Wir stehen noch am Anfang der Entwicklung und es gibt so gut wie keine belastbaren Daten zur aktuellen Lage der Wirtschaft in Deutschland und Europa. Die Geschäfts- und Grenzschließungen führen zu erheblichen Umsatz- und Produktionsrückgängen in vielen Branchen sowie einer Verschlechterung der Einkommenssituation der privaten Haushalte: Die Unternehmen erleben gleichzeitig einen Nachfrage- und Angebotsschock - eine scharfe Rezession in Deutschland und fast allen europäischen Ländern ist deswegen unvermeidbar.

Ein wichtiger Aspekt für die Einschätzung der komplexen wirtschaftlichen und fiskalen Folgen ist die Dauer der getroffenen Maßnahmen zur Abschwächung der Corona-Pandemie, ein anderer die wirtschaftlichen Stützungsmaßnahmen der Regierungen. Das beste Szenario für die Wirtschaft wäre, dass die Maßnahmen wie geplant wieder aufgehoben würden und sich die wirtschaftliche Lage über den Sommer nach und nach wieder normalisieren könnte. Diese Erholung würde erst langsam an Fahrt aufnehmen, da gestörte Lieferketten und der zeitlich versetzte Krankheitsverlauf in Teilen Europas, den USA und den Schwellenländern bremsen würden. Ein schlechteres Szenario, von dem wir derzeit nicht ausgehen, wäre eine Verlängerung der Maßnahmen bis über den Sommer bzw. das erneute Ergreifen von einschränkenden Maßnahmen im Jahresverlauf wegen eines erneuten Anstiegs der Infektionszahlen. Hier würde sich die wirtschaftliche Erholung weiter nach hinten verschieben und nur sehr verhalten einsetzen.

ABBILDUNG 2: STIMMUNG IN DER DEUTSCHEN WIRTSCHAFT



Quelle: ifo Institut, Geschäftsklima, April 2020

Einen Eindruck über die Lage und die Stimmung in der Wirtschaft geben die bisher veröffentlichten Stimmungsindikatoren. So kollabierte der Einkaufsmanagerindex für Deutschland von 50,7 Punkten im Februar auf 37,2 Punkte im März und der Teilindex für das Dienstleistungsgewerbe sank auf 34,5 Punkte und damit auf den tiefsten Stand, den dieser Index jemals gemessen hat². Mit einem Stand von 28,4 Punkten im März brach der auf den Euroraum bezogene Einkaufsmanagerindex ebenfalls auf ein Rekordtief ein. Ab 50 Punkten signalisiert der Einkaufsmanagerindex Wachstum, weshalb die gemessene Stimmung auf eine kräftige Rezession hindeutet. Eine vergleichbare Entwicklung zeigt auch der auf Deutschland bezogene ifo Geschäftsklimaindex, der im März den niedrigsten Wert seit 2009 erreichte und bei dem der Rückgang stärker ausfiel als bei der Weltfinanzkrise 2008/2009³. Es ist davon auszugehen, dass sich die Stimmung in den kommenden Monaten weiter verschlechtern wird.

Anhand bisher veröffentlichter Prognosen lässt sich eine grobe Einschätzung über die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland geben. So sieht die sehr ausführlich begründete Prognose der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose im besten Fall, nämlich der Normalisierung der Wirtschaft ab dem Sommer, einen BIP Rückgang von -4,2 % für das laufende Jahr und ein deutliches Plus von 5,8 % im kommenden Jahr⁴.

² IHS Markit PMI März, April 2020

³ Ifo Institut, ifo Geschäftsklimaindex März 2020, April 2020

⁴ Gemeinschaftsdiagnose 1-2020: Wirtschaft unter Schock – Finanzpolitik hält dagegen, 8. April 2020

Auch andere Prognosen, wie beispielsweise die der Commerzbank (-3,5 % 2020 und 4,0 % 2021)⁵, von Oxford Economics (-3,9 % 2020 und 4,7 % 2021)⁶ und der DekaBank (-4,7 % 2020 und 4,8 % 2021)⁷ zeigen vergleichbare Verläufe: Unabhängig von den unterschiedlichen Stärken des prognostizierten Abschwungs wird deutlich, dass eine starke Erholung für die deutsche Wirtschaft im kommenden Jahr erwartet und dass diese bereits in der zweiten Hälfte 2020 einsetzen wird. Dies ist auch in den Prognosen der Eurozone zu sehen (-5,1 % für 2020 und 4,6 % für 2021)⁸.

TABELLE 2: WACHSTUMSPROGNOSEN 2020 -21 (IN % P. A.)

Land	2020	2021
Euroraum	-5,1	4,6
Deutschland	-3,9	4,7
Frankreich	-5,3	4,4
Italien	-7,6	3,8
Großbritannien	-5,1	6,0
Österreich	-5,6	6,8
Polen	-1,7	5,2
Spanien	-5,6	4,2

Quelle: Oxford Economics, 15. April 2020

Zu den am stärksten betroffenen Wirtschaftsbereichen in Deutschland zählen in erster Linie das produzierende Gewerbe, das Gastgewerbe, die Luftfahrt- sowie die Freizeitbranche. In diesen Branchen erwartet das ifo Institut⁹ einen Rückgang der Kapazitätsauslastung von 80 % bis 100 %. Etwas weniger stark wird wohl der Rückgang im Handel, im Banken- und Versicherungswesen und der Baubranche (bis zu 50 %) ausfallen. Allerdings täuscht im Handel das Gesamtbild der Branche darüber hinweg, dass die in Teilen massiven Rückgänge von nahezu 100 % (z. B. stationärer Fashion- und Elektronikhandel) von der gestiegenen Auslastung in anderen Teilen (z. B. Drogerie- und Lebensmittelhandel) teilweise kompensiert werden. Weniger betroffen werden beispielsweise Unternehmen der Ver- und Entsorgung, die staatliche Verwaltung und das Gesundheitswesen sein. In den beiden letzteren ist sogar davon auszugehen, dass Kapazitäten aufgebaut werden.

Unternehmen mit geringen Gewinnmargen haben meist zu wenig Substanz, um den Verlust der Einnahmen über längere Zeit zu kompensieren. Wie robust die Reserven der jeweiligen Unternehmen sind, variiert von Branche zu Branche und ist schwer einzuschätzen. Einen Anhalt über die Liquidität in der Wirtschaft gibt eine Auswertung des Bonitätsdienstleisters Creditreform, nach dessen Zahlen der durchschnittliche Zahlungsverzug von 10,6 Tagen Anfang Februar auf 11,6 Tage Ende März anstieg – der stärkste Anstieg den Creditreform bisher gemessen hat¹⁰.

Zwar haben Regierungen Rettungs- und Unterstützungspakete für private Haushalte und die Wirtschaft in bisher ungekannter Größenordnung geschnürt, allerdings erwarten wir, dass die Zahl der Insolvenzen und damit einhergehend auch die Zahl der Arbeitslosen steigen wird. Eine Indikation, wie stark die Corona-Pandemie in Deutschland auf den Arbeitsmarkt wirken wird, geben das Ende März veröffentlichte ifo Beschäftigungsbarometer¹¹ und die Zahl der bei der Bundesagentur für Arbeit gemeldeten Kurzarbeiter. Das ifo Beschäftigungsbarometer brach vom Februar auf den März 2020 geradezu ein, und mit einem Rückgang von 4,6 Punkten in diesem Zeitraum wurde der stärkste Abschwung des Barometers seit seiner Einführung im Jahr 2002 registriert. Insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe, dem Handel und im Dienstleistungsgewerbe ist davon auszugehen, dass Arbeitsplätze abgebaut werden. Für das Bauhauptgewerbe ist das Bild nur scheinbar besser: Zwar sank das ifo Barometer für diesen Wirtschaftsbereich ebenfalls sehr stark, es liegt allerdings immer noch auf einem Niveau, welches für einen leichten Beschäftigungsaufbau spricht. Aber auch die Baubranche ist nicht immun gegen den Virus, weshalb wir davon ausgehen, dass sich auch hier die Beschäftigungslage an die der anderen Branche anpassen wird. Die Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose geht davon aus, dass in Deutschland dieses Jahr die Arbeitslosenquote auf 3,6 % und die Zahl der Kurzarbeiter auf 2,4 Millionen Menschen ansteigt – das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte wird erstmals seit 2008 wieder sinken (-5 % ggü. Vorjahr)¹².

⁵ Commerzbank Research, Woche im Fokus, 9. April 2020

⁶ Oxford Economics, 9. April 2020

⁷ DekaBank Research, Volkswirtschaft Prognose, 2. April 2020

⁸ Oxford Economics, 9. April 2020

⁹ Ifo Institut, Economic Costs of Coronavirus Shutdown. 1. (mildes) Szenario, März 2020

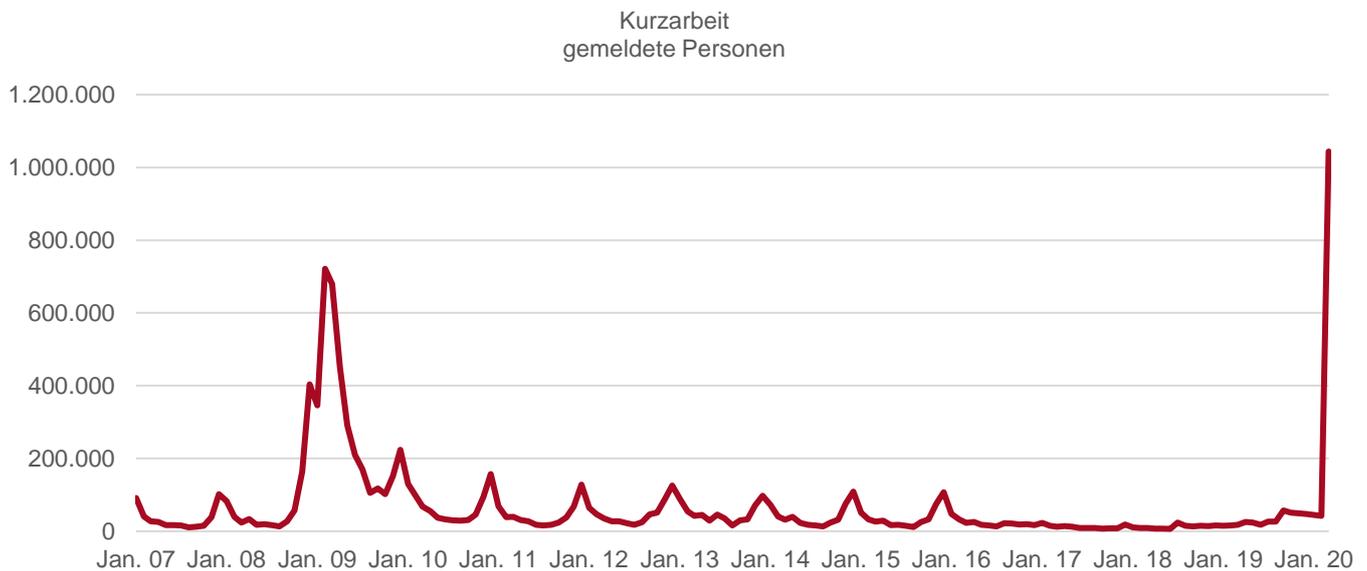
¹⁰ Zitiert in: Die Welt: Die Zahlungsmoral deutscher Firmen bricht ein, 30. März 2020

¹¹ Ifo Institut, Beschäftigungsbarometer März 2020

¹² Gemeinschaftsdiagnose 1-2020: Wirtschaft unter Schock – Finanzpolitik hält dagegen, 8. April 2020

Ein weiterer Indikator für die Entwicklung der Beschäftigungslage ist der Anstieg der Kurzarbeit in Deutschland. Nach Berechnungen der Bundesagentur für Arbeit stieg die Zahl der zur Kurzarbeit gemeldeten Personen von knapp 42.000 im Februar auf 1,04 Millionen im März 2020 an. Man muss kein Prophet sein um vorherzusagen, dass auch die Zahl der arbeitslos gemeldeten Personen in den kommenden Monaten deutlich ansteigen wird. Wesentlich für die Höhe der Arbeitslosigkeit in den kommenden Monaten wird die Dauer der Einschränkungen sein, außerdem, wie schnell sich eine neue Normalität einstellen wird. Ein Anstieg der Arbeitslosen- und Kurzarbeiterzahlen bedeutet auch, dass der private Konsum in den nächsten Monaten rückläufig sein wird und dieser wichtige Wachstumsmotor für die Wirtschaft mittelfristig ausfällt.

ABBILDUNG 3: ENTWICKLUNG DER KURZARBEIT



Quelle: Bundesagentur für Arbeit, April 2020. Stand der Daten 25. März 2020

3. AUSBLICK AUF DEN IMMOBILIENMARKT

Der Bau- und Immobilienmarkt ist eng verflochten mit der wirtschaftlichen Entwicklung eines Landes und deswegen auch nicht immun gegen die Auswirkungen der Corona-Pandemie. Nach einem zehn Jahre währenden Wirtschaftsaufschwung, der - auch dank historisch günstiger Finanzierungsmöglichkeiten - den deutschen und europäischen Immobilienmarkt in teilweise ungeahnte Höhen trieb, erwarten wir, dass jetzt der Gegenwind zunehmen wird.

Eine (nicht-repräsentative) Befragung durch PwC¹³ deutete bereits Mitte März auf das Aufziehen von dunklen Wolken am deutschen Immobilienhimmel hin:

- 54 % der Befragten erwarteten, dass die Corona-Pandemie einen „negativen“ oder „stark negativen“ Einfluss auf die Immobilienbranche haben wird;
- 74 % befürchteten Umsatzeinbußen für 2020;
- 25 % gingen davon aus, dass Personal abgebaut werden muss.

Insbesondere der Rückgang bei der Nachfrage nach Gewerbeimmobilien, Mietausfälle und der Bruch von Covenants bei Finanzierungen stehen bei den Befragten ganz oben, wenn es um die direkten Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft geht. Ein ähnliches Bild zeichnet eine Umfrage von EY¹⁴.

Hier erwarten die Befragten, dass der deutsche Immobilienmarkt in den kommenden Monaten durch sinkende

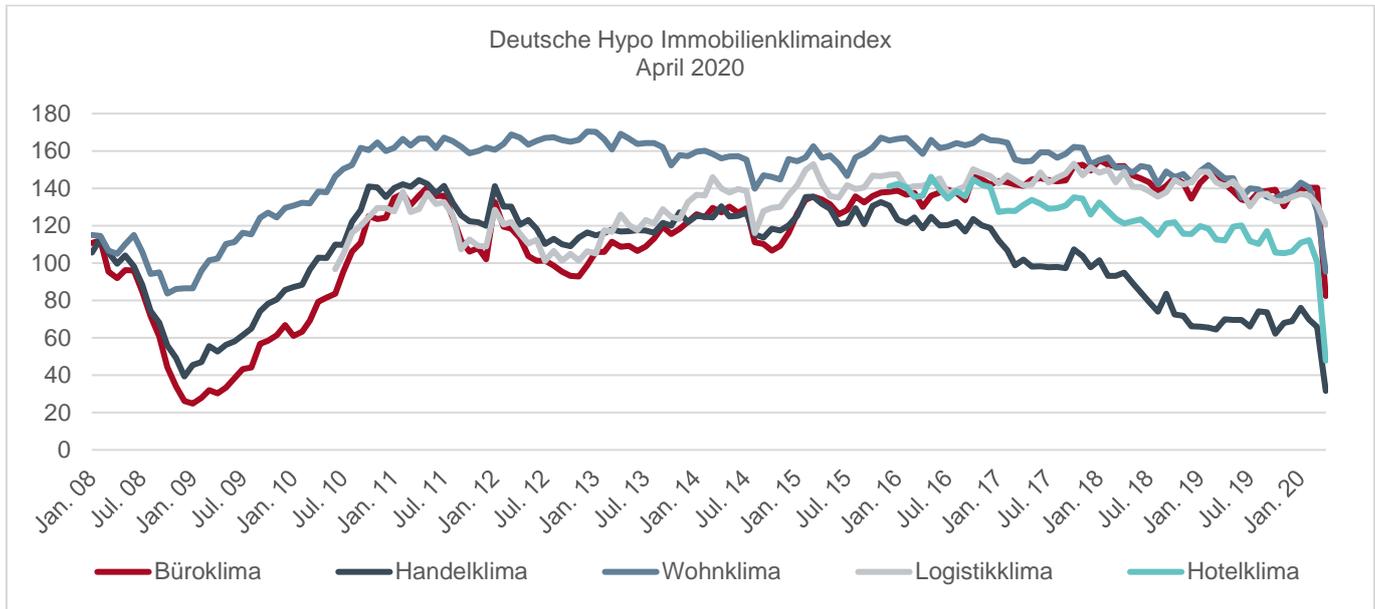
¹³ PwC, Covid-19 – Folgen für die Immobilienwirtschaft in Deutschland, März 2020. 190 Personen. Die Befragung fand zwischen dem 12. und 14. März, also noch vor dem Shut-down in Deutschland statt.

¹⁴ EY, Covid-19 und die Auswirkungen auf die deutsche Immobilienwirtschaft, 31. März 2020. Befragt wurden rund 300 Akteure der Immobilienbranche zwischen dem 19. und 24. März 2020.

Transaktionsvolumen, sinkende Preise in Teilsegmenten des Marktes, ein sich verschlechterndes Finanzierungsumfeld und eine Verringerung der Bautätigkeit geprägt sein wird.

Der massive Rückgang des Deutsche Hypo Immobilienklimaindex¹⁵ für den April untermauert dieses Bild. Nach Auswertung der Befragung von 1.200 Immobilienexperten verschlechterte sich das Immobilienklima vom März auf den April um 37 %. Während das Ergebnis bei Logistikimmobilien nur leicht negativ war, brach erwartungsgemäß der Stimmung Indikator für Handels- und Hotelimmobilien (jeweils -52 %) deutlich ein. Überraschend war hingegen der starke Rückgang bei Büro- (-41 %) und Wohnimmobilien (-25 %).

ABBILDUNG 4: STIMMUNG IN DER DEUTSCHEN IMMOBILIENWIRTSCHAFT



Quelle: Deutsche Hypo Immobilienklima, April 2020

Auf dem Transaktionsmarkt werden in den kommenden Wochen die Aktivitäten zurückgehen. Derzeit ist die Sicht auf das, was auf dem Immobilienmarkt passiert und noch passieren wird noch sehr verschwommen, weshalb es kurzfristig schwierig sein wird, Kaufgelegenheiten auf einer fundierten Basis zu bewerten. In den folgenden Monaten werden viele Investoren die Assetklasse Immobilie neu beurteilen, da sich sowohl die Risikoeinschätzung von Mietern und der Cashflow im Bestand als auch die Zukunftsaussichten (Stichwörter: stärkere Digitalisierung von Prozessen, Flexibilisierung der Arbeit) an sich verändern.

Diesen negativen Vorzeichen für die Entwicklung der Ankaufpreise steht gegenüber, dass das Zinsumfeld weiterhin attraktiv bleiben wird. Aufgrund der wirtschaftlichen Lage und der anhaltend niedrigen Kerninflation sehen wir für die EZB keinen Anlass, von der Niedrigzinspolitik der letzten Jahre abzurücken. Wenn die Corona-Pandemie wieder abebbt, dürfte auch die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen wieder etwas ansteigen – auf absehbare Zeit wird sie jedoch negativ bleiben. Allerdings sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass auch Banken und andere Finanziers die Ausfallrisiken von Mietern und die Zukunftsaussichten von Immobilien neu bewerten werden. Dies kann zu höheren Aufschlägen führen. Für einen mittelfristigen Anstieg der Kapitalkosten spricht auch, dass aufgrund von Basel IV (Einführung ab 2022) mit höheren Margen für Immobilienfinanzierungen zu kalkulieren ist.

Die Corona-Pandemie wird auf allen Ebenen auf den Immobilienmarkt wirken: Nachfrage, Mieten, Renditen, Finanzierungen und Arbeitskonzepte. Allerdings ist der Immobilienmarkt langfristig orientiert und recht träge: Daten werden nur zeitversetzt veröffentlicht, weshalb einige Folgen der Corona-Pandemie erst mit deutlicher Verzögerung sichtbar werden dürften. Wir erwarten, dass es bei der Bewertung von Bestandsimmobilien und Portfolien erst einmal nur wenig Korrekturbedarf gibt. Dies gilt insbesondere für Immobilien, die durch eine konservative Einschätzung Bewertungsreserven haben. Davon ausgenommen sind allerdings die Immobilien, die bereits heute absehbar einen langfristig gestörten Cash-Flow haben. Je länger die Krise andauert, desto höher wird auch der Druck, die Auswirkungen der Corona-Pandemie in den Bewertungen abzubilden.

¹⁵ Deutsche Hypo Immobilienklima, Marktbericht April 2020, 8. April 2020

3.1. Wohnungsmarkt

Der Wohnimmobilienmarkt ist relativ unempfindlich gegenüber exogenen Schocks und wird stärker von langfristigen Trends, wie dem lokalen Bevölkerungswachstum als Nachfragefaktor und dem lokalen Angebot, als kurzfristigen wirtschaftlichen Verwerfungen bestimmt. Aufgrund eines über die vergangenen Jahre starken Zuzugs in viele deutsche Städte, ist dort das Angebot auf ein sehr ungesundes Niveau gesunken, was gegen sinkende Mieten sprechen dürfte. Die steigende Arbeitslosigkeit und Unsicherheit werden kurzfristig für eine nachlassende Nachfrage nach Wohnungen und Häuser sorgen, diese Nachfrageschwäche sollte im Jahr 2021 im Großen und Ganzen überwunden sein. Drohende Mietausfälle werden durch Maßnahmen und Regelungen des Bundes (vereinfachtes Hartz-4 Verfahren, Stundung von Mietzahlungen etc.) zum Teil abgefedert, wodurch auch der Cashflow eine Stabilisierung erfährt.

Beim gewerblichen Transaktionsmarkt ist davon auszugehen, dass viele Marktakteure ihre sektoral bisher breit aufgefächerte Allokationsstrategie mehr auf Wohnimmobilien fokussieren. Auch werden sich mittelfristig Investoren wieder an den langfristigen Trends, wie der regionalen Bevölkerungsentwicklung und dem lokalen Angebot, orientieren. Wir erwarten deswegen kurzfristig für Mehrfamilienhäuser ein relativ stabiles Preisniveau, aber langfristig wieder steigende Preise, insbesondere in den Schwarmstädten. Für risikoaverse Immobilieninvestoren sind Mehrfamilienhäuser in den kommenden Monaten der sicherste Anlagehafen. Aber auch hier wachsen die Bäume nicht in den Himmel, weshalb wir davon ausgehen, dass die Ertragsperspektive zwar stabil, aber wenig berauschend sein wird. Im privaten, kleinteiligen Segment, im hochpreisigen Bereich sowie bei Serviced Apartments gehen wir von sinkenden Preisen aus, da in allen genannten Bereichen kurz- und mittelfristig die Nachfrage sehr verhalten sein wird.

3.2. Büromarkt

Der Büroimmobilienmarkt reagiert zyklisch, und mit einer Rezession in Deutschland und Europa, die nahezu alle Wirtschaftsbranchen erfasst, wäre es blauäugig zu glauben, dass der Büromarkt nur mit ein paar Kratzern durch die Corona-Pandemie kommt.

In vielen Branchen ist die kurz- und mittelfristige Entwicklung eingetrübt und unsicher, und diese Unsicherheit sorgt dafür, dass Expansionspläne von Unternehmen in die Schublade wandern und für Stabilisierungs- und Einsparpläne Platz machen. Auch ist davon auszugehen, dass die Welle von Insolvenzen, die derzeit die Wirtschaft erfasst, am Büromarkt nicht vorbeigehen wird. Die deswegen zu erwartende, nachlassende Nachfrage wird die Mieten unter Druck setzen, allerdings wirkt der in vielen deutschen und europäischen Städten äußerst niedrige Leerstand stabilisierend. Stabilisierend im Portfolio wirkt auch die Langfristigkeit von gewerblichen Mietverträgen, die bei entsprechender Restdauer durchaus geeignet sind, Marktabschwünge zu überbrücken. Dieser stabilisierende Faktor entfällt jedoch bei Neuvermietungen oder dem Ausfall des Mieters.

Eine Erfahrung, die wir in den letzten Abschwüngen des Marktes machen konnten, ist, dass die Bautätigkeit einfriert. Nicht nur, dass sich laufende Projekte aufgrund der bestehenden Beschränkungen (hier insbesondere die der sozialen Distanzierung) und der Unterbrechung von Lieferketten verlangsamen. Auch, dass geplante, aber noch nicht angefangene Bauprojekte zum Teil gestoppt werden, kennen wir bereits aus den vergangenen Abschwüngen. Hinzu wird kommen, dass spekulative Projektentwicklungen bei Finanzierungsinstituten auf sehr wenig Gegenliebe stoßen werden. Wir gehen deswegen davon aus, dass die Bautätigkeit sinken wird. Diese nachlassende Bautätigkeit wird allerdings die Vermarktungssituation im Bestand stärken, was sich wiederum dämpfend auf den Rückgang der Mieten auswirken sollte.

Wir erwarten, dass sich der Markt in den Core-Lagen und bei erstklassigen Immobilien als relativ werthaltig erweisen wird, auch wenn wir davon ausgehen, dass es nur wenige Referenztransaktionen geben wird. Herausfordernder wird die Situation bei qualitativ weniger guten Immobilien und Lagen sowie bei Immobilien mit auslaufenden Mietverträgen, da diese das derzeitige Sicherheitsbedürfnis von Investoren nicht befriedigen können. Hier ergeben sich Chancen für Investoren mit einem starken Assetmanagement und der Bereitschaft höher auf der Risikokurve zu investieren. Ebenfalls können sich mittelfristig Chancen bei geplanten und genehmigten aber unterfinanzierten Bauprojekten ergeben.

3.3. Einzelhandel

Der stationäre Einzelhandel steht schon seit geraumer Zeit unter Druck. Überzeugte er im letzten Abschwung 2008 Investoren und Eigentümer noch durch stabile Cashflows und Werte, hat sich diese Einschätzung über die letzten Jahre ins Gegenteil gedreht. Insbesondere die veränderten Konsumgewohnheiten und der damit einhergehende Verlust von Marktanteilen an den Onlinehandel haben diesem Immobilienmarktsegment stark zugesetzt. Die Unsicherheit bei Konsumenten und die Einschränkungen des öffentlichen Lebens wirken auf Teile des bereits angeschlagenen Einzelhandels wie ein Brandbeschleuniger: Nach Zahlen vom HDE¹⁶ liegt der Umsatz beim Nicht-Lebensmittelhandel in Deutschland normalerweise bei 1,15 Milliarden Euro pro Tag. Wegen der

¹⁶ HDE Handelsverband Deutschland, Pressemitteilung: Unterstützung für mittelständische Unternehmen gefordert, 1. April 2020

angeordneten Ladenschließungen für nicht lebensnotwendige Geschäfte ist dieser Umsatz nahezu vollständig eingebrochen. Einzelhändler im Non-Food Segment haben so gut wie keinen Umsatz mehr, was Vermieter mit immer mehr Forderungen nach Stundung oder Reduzierung der Vertragsmiete konfrontiert. Dies ist eine Herausforderung für das Assetmanagement, welches derzeit an vorderster Front steht, wenn es darum geht, den Cashflow der einzelnen Immobilie oder von Portfolien zu sichern.

Es ist jedoch davon auszugehen, dass nach dieser Krise der Nachholbedarf der Konsumenten auf ein verändertes Angebot treffen wird. Hinzu kommt, dass die Produktions- und Lieferketten massiv gestört bzw. unterbrochen sind. Entscheidend für die weitere Entwicklung in diesem Immobiliensegment wird neben der Dauer der Schließung sein, inwieweit Banken bereit sein werden, Kredite zur Finanzierung von neuen Waren bereitzustellen.

Lebensmittelhändler, Drogeristen und Apothekenbetreiber kommen gut durch die Krise. Zwar gibt es auch hier Einschränkungen (Lieferengpässe bei einigen Gütern, Abstandsregelungen und Obergrenzen für die Anzahl von Kunden) die den Flächenumsatz mindern, diese werden allerdings durch verlängerte Öffnungszeiten kompensiert. Mit zunehmender Sicherheit bei den Konsumenten, dass nahezu alle Waren vorhanden sind und Lebensmittel, Drogeriewaren und Arzneimittel zu nahezu „normalen“ Bedingungen eingekauft werden können, normalisiert sich auch das Kaufverhalten. Es ist davon auszugehen, dass es in diesem Handelssegment die geringsten Verwerfungen während der Krise, aber auch den geringsten Nachholbedarf nach der Krise geben wird: Wir gehen davon aus, dass Eigentümer von Immobilien mit diesen Mietern einen relativ stabilen Cashflow haben werden.

Der Onlinehandel gehört nicht „per se“ zu den Gewinnern der Corona-Krise, sondern spiegelt in seinen Umsätzen die Situation im stationären Einzelhandel wider. Nach Zahlen des Bundesverbandes E-Commerce und Versandhandel e. V.¹⁷ brach der Onlinehandel in Deutschland im März gegenüber dem Vorjahr um fast 20 % ein. Während der Onlinehandel mit Lebensmitteln (+55 % p. a.), Drogerieartikeln (+29 % p. a.) und Medikamenten (+88 % p. a.) zulegte, sank zum Beispiel der Umsatz bei Schmuck & Uhren (-52 % p. a.), Bekleidung (-35 % p. a.), Schuhen (-31 % p. a.), Computern/Zubehör/Software (-21 % p. a.) erheblich. Insgesamt ging der Umsatz von 4,4 Mrd. Euro (März 2019) auf 3,6 Mrd. Euro im März 2020 zurück.

Aus früheren Krisen wissen wir, dass, nach Abflauen der Krise, der private Konsum stark ansteigt, zum Teil sogar über das Vorkrisenniveau. So erwartet beispielsweise die Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, dass in diesem Jahr der private Konsum um über 5 % p. a. sinkt, aber im kommenden Jahr um mehr als 8 % p. a. zulegen wird¹⁸. Um die Chancen zu erkennen, müssen wir Einzelhandelsimmobilien so heterogen sehen, wie auch der Handel selbst ist. Während wir zum Beispiel die Zukunft von kleineren Einkaufszentren kritisch sehen, erwarten wir, dass große und ihre Region dominierende Einkaufszentren deutlich bessere Aussichten haben. Zwar tendiert auch hier der Umsatz derzeit gegen Null, aber wir erwarten, dass, nach der Aufhebung der Beschränkungen, diese Zentren mit ihrem breiten Branchenmix und Freizeitangebot die Bedürfnisse der Kunden nach Erlebnis und Konsum am besten befriedigen werden. Gleiches gilt auch für die zentralen und hochfrequenten Einkaufsstraßen, wo wir ebenfalls von einer schnellen Erholung ausgehen. Aber auch hier trennt die Corona-Pandemie Spreu vom Weizen, und der Ankauf von Ladenflächen außerhalb der genannten Lagen sollte auch zukünftig gut überlegt sein. Entscheidend für die Entwicklung der Werte von Fachmarktzentren wird der aktuelle Mietermix sein. Wir gehen davon aus, dass dieses Marktsegment langfristig seinen Platz in der Portfolioallokation verteidigen kann.

3.4. Logistik

Die weltumspannende und zeitlich versetzte Ausbreitung der Corona-Pandemie hat spürbare Auswirkungen auf Nachfrageverhalten, Lieferketten, Produktionsprozesse und die Logistik. So muss sich die Logistikbranche einerseits auf weniger Güter durch Produktionsausfälle sowie gestörte Lieferketten und andererseits auf mehr Nachfrage bei Gütern des täglichen Bedarfs einstellen.

Deutliche Zuwächse vermelden auf Lebensmittel spezialisierte Logistiker, bzw. große Händler wie EDEKA, REWE und Tengelmann. Laut der Bundesvereinigung Logistik e. V. gingen aus dieser Gruppe innerhalb weniger Tage bei Maklern Anfragen nach verfügbaren Flächen in der Größenordnung von 1. Mio. Quadratmetern ein¹⁹. Es ist davon auszugehen, dass diese Sonderkonjunktur in der zweiten Hälfte des Jahres wieder abflachen wird, die Cashflows dieser Immobilien sich aber über den Abschwung der Wirtschaft hinaus als stabil erweisen werden.

Auch die Nahverkehrslogistik („Letzte Meile“) leidet unter der Corona-Pandemie: Infolge der Schließung von Geschäften, Verwaltungen und Unternehmen ist das zu transportierende Volumen für Kurier-, Express- und Paketdienste deutlich zurückgegangen.

¹⁷ Bundesverband E-Commerce und Versandhandel Deutschland e.V., Pressemitteilung: Corona-Pandemie führt zu deutlichen Umsatzverlusten im Onlinehandel, 6. April 2020. Auch die Suchanfragen bei Google, zeugen davon, dass Onlinehändler über den März weniger häufig gesucht wurden als in den Monaten zuvor.

¹⁸ Gemeinschaftsdiagnose 1-2020: Wirtschaft unter Schock – Finanzpolitik hält dagegen, 8. April 2020

¹⁹ Bundesvereinigung Logistik e. V.: Pressemitteilung: Lebensmittelhandel löst sprunghafte Nachfrage nach Lagerflächen aus, 25. März 2020

So gehen Branchenexperten davon aus, dass bei Geschäftspaketen der Rückgang bei 70 % liegt²⁰. Zwar steht dem ein Anstieg der Pakete für Privatempfänger gegenüber, dieser reicht aber nicht aus, um die Ausfälle zu kompensieren. Der Druck auf Paket-zusteller ist groß, und wir erwarten, dass dieser anhalten wird. Wir sehen deshalb derzeit Lagerflächen für die letzte Meile wenig positiv und erwarten in diesem Teilsegment des Marktes einen höheren Anteil an Mietausfällen und -stundungen als in der Logistikbranche insgesamt. Eigentümer müssen sich deswegen auf schwierige Monate und möglicherweise sinkende Werte einstellen, es kann jedoch davon ausgegangen werden, dass mit der Erholung der Wirtschaft mittelfristig ein deutlicher Anstieg des Transportvolumens einhergeht und langfristig der Bedarf an Lager- und Kommissionierflächen für die letzte Meile wieder überdurchschnittlich steigen wird und sich so Chancen für Wertsteigerungen ergeben werden.

Herausfordernd ist auch die aktuelle Lage bei Produktionslagerflächen sowie bei Lagerflächen in den großen Gateway Flug- und Seehäfen. Hier machen sich die eingeschränkte Produktion und die gestörten Lieferketten bemerkbar. So brachte der Februar im weltweiten Containerumschlag einen noch nie registrierten Einbruch²¹. Die erwartete Erholung der Wirtschaft ab der zweiten Hälfte des Jahres sollte in diesen Segmenten für einen kräftigen Schub sorgen. Wir gehen davon aus, dass es, wenn überhaupt, nur zu kurzfristigen Turbulenzen in diesem Immobiliensegment kommt. Langfristig wird die derzeit diskutierte Verkürzung von Lieferketten zu einer Wertsteigerung bei Produktionslagerflächen führen.

3.5. Hotelimmobilie

Leere Hotelzimmer, geschlossene Grenzen, abgesagte Firmenveranstaltungen, Reisen, Messen und Großveranstaltungen, geschlossene Restaurants - Hotels und Gaststätten sind von der Corona-Pandemie besonders schwer betroffen und viele Unternehmen befinden sich in einer ausgesprochenen Existenzkrise. Dies trifft insbesondere auf kleine und mittelständische Betriebe zu, und bereits in der März-Statistik der Bundesagentur für Arbeit ist die Schwere der Belastung herauszulesen: Nach 173 Personen, die im Februar 2020 als Kurzarbeiter im Gastgewerbe gemeldet waren, explodierte die Anzahl auf über 174.000 im März. Nur das verarbeitende Gewerbe hat absolut mehr Kurzarbeiter im März gemeldet²².

Unter der Voraussetzung, dass sich die Wirtschaft über den Sommer wieder erholt, sollte der Sommertourismus und Nachholeffekt bei Veranstaltungen u. ä. für ein kräftiges Plus im zweiten Halbjahr sorgen. Allerdings sehen wir die Chancen eher beim inländischen Tourismus als bei Fernreisen und Kreuzfahrten. Auch Touristen aus den USA und Asien werden mittelfristig nur zögerlich nach Deutschland und Europa kommen. Auch gehen wir davon aus, dass ein nennenswerter Teil der zukünftigen Geschäftsreisen zu Gunsten von digitalen Alternativen, wie zum Beispiel Telefon- und Videokonferenzen, entfallen wird.

Die prekäre Lage vieler Unternehmen wird sich auch im Cashflow der Vermieter in Form von Mietstundungen und Mietausfällen bemerkbar machen. Dies trifft nicht nur auf kleinere und mittlere Hotelbetreiber zu, selbst größere Ketten haben vereinzelt Marktabschwungsphasen genutzt, um Mieten und Mietkonditionen zu ihren Gunsten anzupassen. Trotzdem haben sich in der Vergangenheit Pachtverträge mit solventen Ketten als vergleichsweise wertstabil erwiesen. In den kommenden Wochen werden Hotels von Immobilieninvestoren gemieden werden, da eine Neubewertung dieses Teilsegmentes notwendig ist: 76 % der von EY im März befragten Immobilienfachleute erwarten, dass die Preise stark sinken werden – keine andere Assetklasse wird so negativ eingeschätzt²³. Wir teilen diese generelle Einschätzung nur bedingt, da die Hotellerie in Deutschland sehr vielfältig ist: Während beispielsweise Hotels, die stark vom Saisontourismus abhängig sind, die Ausfälle nicht wieder wettmachen können, sollten städtische und gut gelegene Hotels mit einem ausgewogenen Mix aus Businessgästen und Städtetouristen schneller aus der Krise kommen. Aus der starken Ablehnung dieser Immobilienklasse durch viele Investoren werden sich mittelfristig interessante Opportunitäten ergeben.

4. FAZIT

Der Immobilienmarkt ist im Vergleich zu vielen anderen Wirtschaftsbereichen ineffizient, und es fehlt an aktuellen und relevanten Informationen: Trotz vieler Initiativen, die in der letzten großen Krise ihren Anfang nahmen, hat die Transparenz kaum zugenommen und die Informationsasymmetrie zwischen den einzelnen Akteuren ist kaum weniger ausgeprägt, als noch zum Anfang des Jahrhunderts. Wir wissen nicht, was wirklich jetzt in der Wirtschaft und noch weniger, was auf den Immobilienmärkten passiert

²⁰ Bundesverband der Kurier-Express-Post-Dienste e. V., Lagebild Paketdienste, 27. März 2020

²¹ RWI Leibniz Institut für Wirtschaftsforschung: Containerumschlag-Index, Pressemitteilung vom 24. März 2020. Der Index basiert auf dem monatlichen Umschlag von Container in 89 Häfen weltweit.

²² Bundesagentur für Arbeit, Anzeige Kurzarbeit, März 2020

²³ EY, Covid-19 und die Auswirkungen auf die deutsche Immobilienwirtschaft, 31. März 2020. Befragt wurden rund 300 Akteure der Immobilienbranche zwischen dem 19. und 24. März 2020

beziehungsweise noch passieren wird, und jede Entscheidung, die derzeit getroffen werden muss, basiert auf einer unvollkommenen Informationslage. Diese Ungewissheit ist ein Risiko, sie eröffnet aber auch Chancen.

Der Immobilienmarkt wird derzeit kräftig durchgeschüttelt, und folgt man den Forschungsergebnissen aus historischen Marktbewegungen, befinden wir uns derzeit irgendwo zwischen der Trendwende und einem Abwärtstrend des Marktes. Nach der Arbeit von Rüdiger von Nitzsch²⁴ lassen sich diese Marktphasen dadurch charakterisieren, dass

- in der Phase der Trendwende Anleger an ihren Erwartungen in Bezug auf die Wertentwicklung festhalten und positive Nachrichten gesucht werden und
- in der Abschwungsphase unter anderem die Verschlechterung der Fundamentaldaten immer mehr in das Bewusstsein der Anleger rückt und die Marktteilnehmer von einer teilweise irrationalen Panik erfasst werden.

Die Arbeit von Rüdiger von Nitzsch zeigt aber auch, dass am Tiefpunkt des Marktes, wenn die Stimmung am schlechtesten ist und viele Marktakteure nicht mehr an einen Aufschwung glauben, die Preise niedrig sind und es mehr Verkäufer als Käufer gibt. Diese Chance gilt es zu erkennen, auch wenn es noch sehr unklar ist, wann der Markttiefpunkt erreicht sein wird.

Chancen kann zum Beispiel der derzeit hart gebeutelte Hotelimmobilienmarkt eröffnen, da wir davon ausgehen, dass der Tourismus und auch die Geschäftsreisertätigkeit, wie auch in den vorherigen Rezessionen, nach einer Schwächephase wieder anspringt und mittelfristig das ursprüngliche Wachstumsniveau erreicht. Ebenfalls werden sich für professionelle Investoren, wenn sich der Markt nach unten korrigiert, interessante Opportunitäten im Büromarkt oder sogar im Einzelhandel ergeben. Preisliche Stabilität, aber auch eine starke Konkurrenz ist bei Wohnimmobilien zu erwarten.

TABELLE 3: AUSWIRKUNGEN AUF AUSGEWÄHLTE IMMOBILIENARTEN

Land	kurzfristig	mittel- bis langfristig
Wohnimmobilien		
Mehrfamilienhäuser	►	▲
hochpreisiges Wohnen	▼	▼
Büroimmobilien		
erstklassige Büroimmobilien, gute Lage	►	▲
durchschnittliche Büroimmobilien, „normale“ Lage	▼	►
Einzelhandel		
Einkaufszentren, regional dominierend	▼	▲
Einkaufszentren, nicht dominierend	▼	▼
Einkaufstraßen	▼	▲
Fachmarktzentren, periodischer Bedarf dominiert*	▲	►
Fachmarktzentren, aperiodischer Bedarf dominiert*	▼	►
Nahversorger	▲	►
Gastgewerbe		
Hotels und Gastronomie	▼	▼
Serviced Apartments	▼	▼
Logistik		
Produktion- Lagerlogistik	▼	▲
Versorgungslogistik, regional	▲	▲
Nahversorgungslogistik („Letzte Meile“)	▼	▲
Gateway Logistik	▼	▲
▲ positiv ► neutral ▼ negativ		

²⁴ Von Nitzsch, Rüdiger: Entscheidungslehre. Aachen 2006

Kontakt

Axel Drwenski

Leiter Research

KGAL GmbH & Co. KG
Tölzer Straße 15
82031 Grünwald
Deutschland

T +49 (0) 89 641 43 766
axel.drwenski@kgal.de

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Beratung dar.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen sind öffentliche Daten und stammen aus Quellen, die von der KGAL GmbH & Co. KG als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Die KGAL GmbH & Co. KG übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck.

Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinungen der KGAL GmbH & Co. KG wider. Die KGAL GmbH & Co. KG ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird.

Alle gemachten Aussagen beziehen sich auf Immobilienmärkte und -sektoren in ihrer Gesamtheit (Top Down Ansatz). Ein Rückschluss auf individuelle Immobilien ist nicht möglich.

Weder die KGAL GmbH & Co. KG noch ihre Geschäftsleitungsorgane, leitenden Angestellten oder Mitarbeiter übernehmen Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen.