

Internationale Investoren

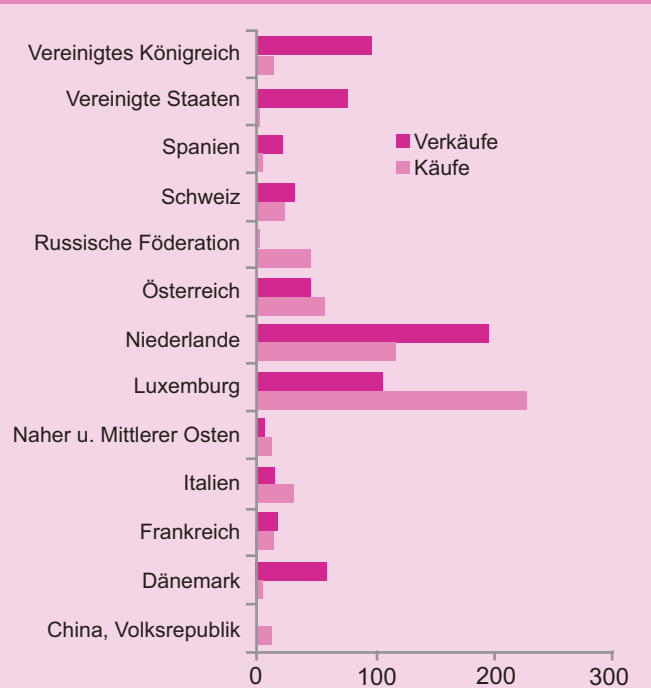
Kein Run auf deutsche Immobilien

Deutschland gilt derzeit als der sichere Hafen in Europa. Internationale Investoren zögern trotzdem, in den deutschen Immobilienmarkt zu investieren. So überwiegen im Jahr 2011 sogar die Verkäufe gegenüber den Käufen. Für die Zurückhaltung gibt es wesentliche Gründe.

Deutsche Wohnimmobilien erleben derzeit einen Preisboom, ohne das eine spekulative Blase erkennbar ist (siehe S. 2/3). Ausländer partizipieren an dieser Entwicklung jedoch kaum. So zeigen neue Zahlen der Bundesbank, dass ausländische Investoren im Jahr 2011 Immobilien im Wert von nur 685 Millionen Euro in Deutschland gekauft haben – ein Minus von fast 18 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Auf der anderen Seite belief sich der Wert der Verkäufe auf insgesamt 816 Millionen Euro, sodass der Grundbesitz in ausländischer Hand sogar verkleinert wurde. Insgesamt beläuft sich der Grundbesitz in ausländischer Hand auf 23 Milliarden Euro.

Nachbarn überwiegen unter den ausländischen Investoren

Käufe und Verkäufe im deutschen Immobilienmarkt nach Ländern in Millionen Euro



Quelle: Deutsche Bundesbank

Die meisten Immobilien wurden aus Luxemburg gekauft, vermutlich von dort ansässigen Fonds. Da diese

Fonds wiederum überwiegend von deutschen institutionellen Anlegern finanziert werden, handelt es sich nur teilweise um echte grenzüberschreitende Transaktionen. Besonders aktiv sind auch die Niederlande, von denen aus Immobilien in Deutschland im Wert von 126 Millionen Euro gekauft wurden. Mit 208 Millionen Euro überwiegen jedoch auch hier die Verkäufe.

Bei den Ländern mit negativen Salden fällt auf, dass es sich vor allem um Länder handelt, die in der jüngeren Vergangenheit von schweren Immobilienkrisen betroffen waren oder sind, wie die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich oder auch Spanien. Scheinbar wird versucht mit realisierten Gewinnen in Deutschland die Verluste im Heimatland teilweise zu kompensieren.

Zu den Ländern, die hierzulande ihren Immobilienbestand aufgebaut haben, zählen vor allem die Schwellenländer. So weisen sowohl die Länder des Nahen und Mittleren Ostens, China und Russland positive Salden auf, wenn auch auf niedrigem Niveau. Russische Investoren waren demnach mit Käufen in Höhe von 50 Millionen Euro am aktivsten.

Insgesamt ist der Umfang der grenzüberschreitenden Transaktionen im deutschen Immobilienmarkt eher gering. Abgesehen von den Jahren 2006 und 2007, in denen zusammen 15 Milliarden Euro in den Immobilienmarkt investiert wurden, bewegen sich die investierten Beträge zwischen 0,2 und 2 Milliarden Euro jährlich.

Die hohen Investitionen in den Jahren 2006 und 2007 wurden vor allem von Beteiligungsgesellschaften getätigt, die hier Wertsteigerungen realisieren und Wirtschaftlichkeitsreserven heben wollten. Für andere institutionelle und eigenkapitalstarke internationale Investoren scheint der hiesige Markt hingegen weniger attraktiv zu sein. Gründe hierfür können vor allem die im europäischen Vergleich hohen Transaktionskosten sein, die durch die Erhöhung der Grunderwerbsteuer in vielen Bundesländern noch einmal gesteigert wurden, sowie die geringe Transparenz des Marktes. Während in anderen Ländern Daten von Immobilien einschließlich der Preise auch auf Ebene von Straßen frei verfügbar sind, ist die Datenlage in Deutschland deutlich schwieriger und teilweise auch widersprüchlich. Hinzu kommt, dass die Märkte kleinteiliger sind als im Ausland, wo sich das Marktgeschehen im Prinzip auf eine Metropole fokussiert. Die genauen Bestimmungsgründe für internationale Immobilienkäufe will das IW Köln jedoch noch genauer untersuchen.

Wohnungsmarkt

Noch keine Überhitzung

Immobilien in Deutschland werden teurer. Seit zwei Jahren liegen die Preissteigerungen mit bis zu 4,5 Prozent sogar deutlich über der Inflationsrate. Vor allem in Ballungsgebieten steigen die Werte von Wohnungen und Häusern nahezu konstant an. Eine Preisblase ist jedoch nicht erkennbar.

In den fünf bevölkerungsreichsten Städten in Deutschland haben die Preise für Wohnimmobilien in den vergangenen Jahren deutlich angezogen. In Hamburg etwa stiegen die Preise für Eigentumswohnungen von 2003 bis 2011 um mehr als 31 Prozent, in Berlin sogar um 39 Prozent. Moderater war die Entwicklung in München und Frankfurt am Main, wo die Preise um weniger als 15 Prozent anstiegen.

2011 ging es mit den Preisen am stärksten aufwärts. Allein in jenem Jahr wurden Wohnimmobilien in Berlin, Hamburg und München um 8 bis 9 Prozent teurer, in Frankfurt am Main gut 6 Prozent und in Köln knapp 5 Prozent.

Die Frage, ob dies auf eine Preisblase hindeutet, lässt sich nur beantworten, wenn man die Gründe für die steigenden Preise kennt. Denn von einer Blase spricht man erst dann, wenn sich die aktuell hohen Preise einzig mit dem Glauben der Investoren erklären lassen, dass es in der Zukunft einen höheren Wiederverkaufspreis gibt. Realisieren die Marktteilnehmer schließlich, dass ihre Erwartungen zu optimistisch waren, kommt es zu einer Welle von Verkäufen und die Spekulationsblase platzt.

Um die Frage nach einer Blase zu klären, hat das IW Köln den deutschen Wohnimmobilienmarkt untersucht und dabei besonders die Preis-Miet-Relationen, die Einkommens- und Beschäftigungsentwicklung, die Transaktionsvolumina und die Kreditvergabepraxis untersucht.

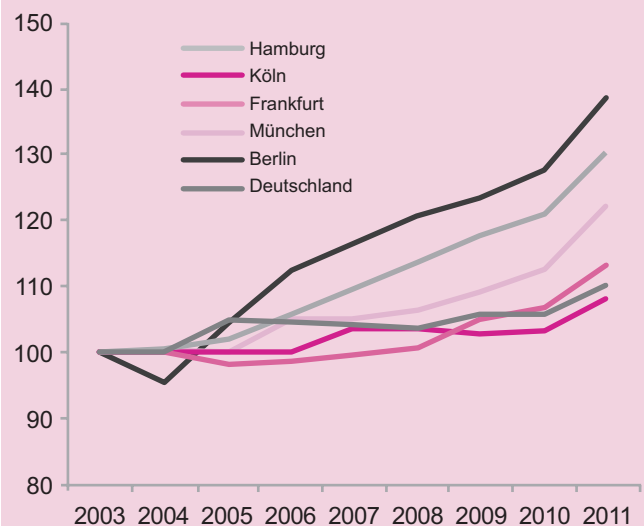
Aktuelle Zahlen von Immobilienscout24 zeigen, dass sich die Preise in Köln, Berlin und Frankfurt am Main nicht schneller entwickelt haben als die Mieten. In Hamburg und München dagegen sind die Preise zwischen 2007 und 2011 um rund 9 Prozent bzw. 21 Prozent stärker gewachsen. Das klingt erst einmal viel, ist im internationalen Vergleich doch gering – vor allem, wenn man auf die Krisenländer blickt. So haben sich zum Beispiel die nationalen Preis-Miet-Verhältnisse am spanischen Markt von 2001 bis 2004 um 43 Prozent und in Irland um 44 Prozent erhöht.

Nicht nur der Zuwachs in den Preisen, sondern auch in der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung ist in den fünf betrachteten Großstädten kräftiger als im Bundesdurchschnitt. In Deutschland stieg die Beschäftigung zwischen März 2006 und September 2011 um 11,7 Prozent, in München um 12,2 Prozent, in Hamburg um 16,1 Prozent und in Berlin sogar um 16,6 Prozent.

Auch künftig dürften die Einkommen in den Großstädten steigen, schließlich entstehen vor allem in den Metropolen immer wieder neue Arbeitsplätze. Darüber hinaus ist zu beachten: Im Gegensatz zum Bundesdurchschnitt wachsen die Großstädte auch noch weiter. Allein in München wird bis 2030 mit einer Zunahme der Einwohnerzahl um knapp 15 Prozent gerechnet; für Frankfurt am Main und Hamburg wiederum wird ein Wachstum um mehr als 7 Prozent prognostiziert.

Preise für Eigentumswohnungen sind kräftig gestiegen

Index: 2003=100



Quelle: vdpResearch

In Boomphasen ist sehr häufig zu beobachten, dass der Anteil derjenigen Transaktionen steigt, die allein deswegen getätigt werden, weil auf weiter steigende Preise gesetzt wird – was dann zu einer spekulativen Blase führen kann. Eine Preisblase ist somit gekennzeichnet von einer erhöhten Wiederverkaufsrate der Immobilien und einem größeren Transaktionsvolumen.

Problematisch ist allerdings, dass es in Deutschland kaum Daten zu Transaktionen gibt. Die Statistiken der Gutachterausschüsse reichen nur bis zum Jahr 2010 und können damit zur Beurteilung der aktuellen Lage noch nichts beitragen. Auch aus der Grunderwerbssteuerstatistik lassen sich keine aktuellen Entwicklungen ableiten. Eine mögliche Datenalternative bietet immerhin das Internet – insbesondere Google Insights for Search, mit dessen Hilfe Suchanfragen systematisch ausgewertet werden können.

Laut den Google-Daten folgt in Deutschland die Nachfrage nach Immobilienkäufen den Anfragen für Mietwohnungen. Die Anfragen nach Wohnungskäufen stiegen von

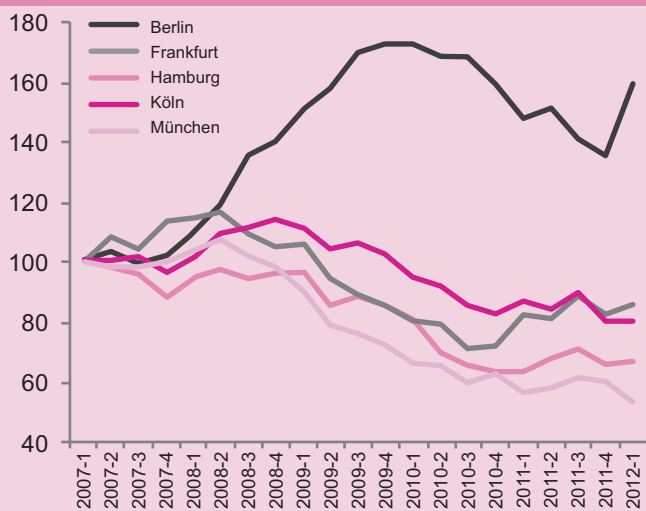
Januar 2011 bis Mai 2012 um 53 Prozent an, die Anfragen nach Wohnungsanmietungen in fast der gleichen Höhe.

Dies deutet insgesamt auf eine höhere Nachfrage nach Wohnungsnutzungen (Kauf oder Miete) hin und weniger auf eine spekulativ bedingte Nachfrage.

Die Entwicklung der angebotenen Objekte bietet einen Anhaltspunkt dafür, ob die Transaktionsgeschwindigkeit in den betrachteten Metropolen zunimmt. Wie Daten von Immobilienscout24 für die fünf bevölkerungsreichsten Städte zeigen, ist die Anzahl der angebotenen Objekte rückläufig (Abbildung). Die höheren Preise dürften somit lediglich die zunehmenden Knappheiten widerspiegeln.

Nur in Berlin steigt das Angebot

Anzahl der auf Immobilienscout 24 angebotenen Immobilien (Index: 1. Quartal 2007=100)



Quelle: Immobilienscout24

Nur Berlin macht eine deutliche Ausnahme: In der Bundeshauptstadt hat sich die Zahl der angebotenen Objekte seit 2007 um 60 Prozent erhöht. Dies kann zwar auch mit der spezifischen Nutzung von Immobilienscout24 zu tun haben, jedoch erscheint es naheliegender, dass hier tatsächlich die Transaktionsgeschwindigkeit und damit auch die Wiederverkaufsrate der Immobilien angestiegen sind.

Da in Berlin die fundamentalen Werte im Vergleich zu den anderen Metropolen weniger gut sind – das heißt, Berlins Bevölkerung ist älter und es gibt einen hohen Anteil von Grundsicherungs- und Wohngeldempfängern –, erscheint es in Berlin am wahrscheinlichsten, dass die Erwartungen zu hoch sind. Auffällig ist auch, dass sich an der Spree die Preise für Eigentumswohnungen und Eigenheime (Einfamilien-, Zweifamilien- und Reihenhäuser) sehr unterschiedlich entwickeln. Eigentumswohnungen sind seit 2003 über 30 Prozent teurer geworden. Dagegen blieben die Preise für Eigenheime konstant. Zu erwarten gewesen wäre daher eigentlich ein Ausgleich, da sich – rein theoretisch – die Nachfrage hin zu den Eigenheimen hätte verschieben müssen. Dass es dazu nicht gekommen ist, könnte ein weiteres Indiz dafür sein, dass der Berli-

ner Markt für Eigentumswohnungen etwas überhitzt ist. Nichtsdestotrotz: Berlin ist eine attraktive Stadt mit insgesamt guten Perspektiven, von daher dürften die Preise bei einer Korrektur des Marktes auch nur geringfügig fallen.

Zuletzt werden spekulative Blasen typischerweise von einer expansiven Kreditvergabe begleitet, da die Marktteilnehmer die Eigenkapitalrenditen über den Einsatz von Fremdkapital maximieren. Durch diesen massiven Einsatz von fremdem Kapital werden die Blasen für die Gesamtwirtschaft extrem gefährlich. Gerade in den USA, Spanien und Irland wurde der Preisboom von einer solchen expansiven Kreditvergabe begleitet. In Deutschland jedoch ist eine expansive Kreditvergabe à la USA nicht zu beobachten – von Januar 2003 bis April 2012 sind die Kreditbestände gerade einmal um 7 Prozent gestiegen. Zum Vergleich: In Spanien und Irland wurden die Kreditbestände für Wohnungskäufe um mehr als 150 Prozent ausgeweitet.

Die sehr geringe Zunahme der Kredite für Wohnungskäufe in Deutschland ist bemerkenswert, da die Zinsen derzeit historisch niedrig sind, was die Kreditnachfrage erhöhen sollte. Auch die steigenden Immobilienpreise sollten sich theoretisch positiv auf die Kreditvergabe auswirken.

Die Haushalte in Deutschland nutzen jedoch die niedrigen Zinsen vorrangig, um schneller zu tilgen und sich längerfristig abzusichern. Die Eigenkapitalanteile bei der Finanzierung bleiben konstant oder erhöhen sich sogar. Ganz anders war dagegen die Situation in den USA im Vorfeld der Krise. Dort wurden zunehmend variable Darlehen mit hohem Beleihungsauslauf gewählt, um den maximalen Vorteil aus den niedrigen Zinsen zu ziehen.

Insgesamt passen die Entwicklung der Kreditvergabe und die verstärkte Eigenkapitalfinanzierung in das derzeitige Bild. Schließlich sind die Marktteilnehmer aufgrund der Euro-Krise verunsichert und suchen nach Alternativen, beispielsweise zu Staatsanleihen. Eine höhere Fremdkapitalfinanzierung würde dem entgegenlaufen, da gerade das Eigenkapital investiert werden soll. Wie schon in der Vergangenheit stabilisiert die Immobilienfinanzierung den deutschen Immobilienmarkt.

Allerdings kommt eines oft zu kurz: Hohe und steigende Preise und Mieten können zu sozialen Spannungen führen, da die Belastung durch Wohnkosten zunimmt. Steigen die Mieten in den Großstädten weiter, sind die Sozialsysteme an die neuen Gegebenheiten anzupassen. Da jedoch die Angemessenheitsgrenzen im Grundsicherungssystem sowie die Miethöchstbeträge im Wohngeld nur unregelmäßig angepasst werden, besteht die Gefahr, dass Bedürftige kaum noch bezahlbare Wohnungen finden oder sogar ihre Wohnkosten nicht mehr tragen können.

Die Studie „Gibt es eine spekulative Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt?“ ist unter www.immobilienscout24.de frei verfügbar.

AIFM

Perversion der Regelsetzung

Die Umsetzung der Richtlinie zur Regulierung von Verwaltern alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Manager Directive – AIFM) nutzt der deutsche Gesetzgeber zu einem beispiellosen Eingriff in die Produktgestaltung offener und geschlossener Fonds. Ein Kommentar.

Der Finanzmarkt braucht Regeln. Dies ist unbestritten, gerade vor dem Hintergrund der Finanzkrise. Doch Regeln sind kein Selbstzweck, sondern sie sollen die Funktionsfähigkeit der Märkte verbessern. Zum einen soll verhindert werden, dass Fehler Einzelner Rückwirkungen auf Dritte oder aber sogar die ganze Volkswirtschaft haben, wie dies im Bankensektor zu beobachten war und ist. Zum anderen sollen Regeln die Verbraucher vor unseriösen Angeboten schützen.

Mit dem Referentenentwurf zum Kapitalanlagegesetzbuch schießt der Gesetzgeber weit über das Ziel hinaus. Sicherlich ist es richtig, dass die Initiatoren geschlossener Fonds strenger überwacht werden müssen, um die schwarzen Schafe der Branche endlich loszuwerden. Unverständlich und volkswirtschaftlich schädlich sind jedoch die zahlreichen Einschränkungen bei der Produktgestaltung. Gerade geschlossene Fonds zeichneten sich in der Vergangenheit durch ihre Innovationskraft und ihre Flexibilität aus. Wenn nun das Anlagespektrum festgeschrieben wird, steht dieses Vehikel für die Finanzierung alternativer Innovationen nicht mehr zur Verfügung. Dass nach aktuellem Stand in erneuerbare Energien investiert werden darf, hätte der Gesetzgeber vor 20 Jahren vermutlich nicht vorgesehen – nur ein Beispiel, warum der Gesetzgeber hier mehr Flexibilität zulassen sollte.

Auch die Einschränkungen bei der Fremdkapitalquote (30 Prozent) sowie die höheren Auflagen bei Ein-Objekt Fonds, um nur einige Punkte zu nennen, sind unverständlich. Geschlossene Fonds richten sich schließlich nicht an Kleinanleger, sondern an erfahrene und vermögende Kunden. Warum diese nur noch sichere, aber dafür weniger rentable Investitionen tätigen dürfen, bleibt offen.

Noch problematischer sind die Eingriffe bei offenen Immobilienfonds. Zugegeben, die letzten Jahre waren schwierig und durch Schließungen und Auflösungen einzelner Fonds gekennzeichnet. Der Großteil der Experten und der Investoren ist sich jedoch sicher, dass mit der bereits beschlossenen Reform, die u. a. Mindesthaltedauern und Kündigungsfristen vorsieht, ein ausreichender Anlegerschutz gewährleistet ist und dass das Segment wieder prosperieren wird. Nun dürfen neue offene Immobilienfonds nicht mehr aufgelegt werden. Dass die bestehenden Fonds Bestandschutz erhalten, ist dabei nicht nur aus Wettbewerbsgründen fraglich, denn entweder die Anleger müssen geschützt werden, oder sie müssen es nicht. Die

faktische Zulassung zum Vertrieb nur daran zu knüpfen, ob der Anbieter heil durch die Finanzkrise kam, ist eine weitere Perversion der Regelsetzung.

Die Folgen einer Umsetzung des Referentenentwurfs wären weitreichend. Für Versicherungen und Pensionsfonds sind Immobilien-Spezialfonds weitgehend alternativlos. Bislang ist dieser Markt kontinuierlich gewachsen, auch in Zeiten der Finanzkrise. Vermutlich werden nun institutionelle Anleger bei Neuanlagen nach Luxemburg ausweichen, wo ähnliche Fonds aufgelegt werden können. Oder aber sie werden ihre Immobilieninvestitionen weiter einschränken, weil auch schon Solvency II Immobilienanlagen diskriminiert. Auch Initiatoren von geschlossenen Fonds, die ihre Ideen unter den bestehenden Regeln nicht umsetzen können, werden sich nach Alternativen umschauen. Eine Möglichkeit besteht dabei in der Verlagerung des Fonds ins Ausland, beispielsweise an steuerbegünstigte Orte wie Guernsey oder die Isle-of-Man. Schon als Reaktion auf die schleppende Einführung des REIT-Gesetzes wurden im Ausland vermehrt unregulierte, synthetische REITs aufgelegt, ähnliches ist nun auch im Fondssegment denkbar.

Mittlerweile hat das Bundesfinanzministerium angedeutet, dass offene Spezialfonds weiter bestehen können. Welche Auflagen dann gelten und ob die Anleger bereit sind in ein Vehikel zu investieren, dass auf der politischen Abschlussliste steht, bleibt jedoch abzuwarten.

Kleinanleger haben im Gegensatz zu institutionellen Anlegern kaum Ausweichmöglichkeiten. Sie müssen die Angebote der bestehenden offenen Immobilienfonds akzeptieren oder aber auf Immobilienlagen verzichten. Anders als in anderen Ländern fallen hierzulande Investmentfonds für Immobilienaktien als Alternative weitgehend aus; u. a. weil auch in diesem Bereich die Regulierung Schwächen hat. Somit schwinden für Kleinanleger die Möglichkeiten, an einem Aufschwung im Immobilienmarkt zu partizipieren und ihr persönliches Portfolio zu diversifizieren.

Alles in allem würde die Reform somit Investitionen belasten und Wohlstand kosten, ohne tatsächlich die Finanzstabilität zu erhöhen oder die Verbraucherinteressen zu schützen. Profitieren würden vermutlich nur die Staaten, die sich bei unattraktiven Alternativen günstiger finanzieren können. Schließlich gilt die Staatsfinanzierung in allen Regulierungsvorhaben (z. B. Basel III und Solvency II) trotz Schuldenkrise immer noch als risikolos. Gute Regeln sehen anders aus.

Der nächste IW-Immobilien-Monitor erscheint am 18. Dezember 2012.