

IUBH Discussion Papers

BUSINESS & MANAGEMENT

CRASHTEST: IMMOBILIEN UND WIRTSCHAFTSKRISEN

Eine Untersuchung der Immobilienmarktrenditen in Deutschland und den USA seit 1980 mit „Corona-Ausblick“.

Jörn Oldenburg

IUBH Internationale Hochschule

Main Campus: Erfurt

Juri-Gagarin-Ring 152

99084 Erfurt

Telefon: +49 421.166985.23

Fax: +49 2224.9605.115

Kontakt/Contact: [k.janson@iubh.de/](mailto:k.janson@iubh.de)

Autorenkontakt/Contact to the author(s):

Prof. Dr. Jörn Oldenburg

Campus: Hamburg

Waterloohain 9 • 22769 Hamburg

j.oldenburg@iubh-dualesstudium.de

IUBH Discussion Papers, Reihe: Business & Management, Vol.3, Issue 7 (Mai 2020)

ISSN-Nummer: **2512-2800**

Website: <https://www.iubh-university.de/forschung/publikationen/>

CRASHTEST: IMMOBILIEN UND WIRTSCHAFTSKRISEN

Eine Untersuchung der Immobilienmarktrenditen in Deutschland und den USA seit 1980 mit „Corona-Ausblick“.

Jörn Oldenburg

Abstract:

In the long term, real estate in Germany and the USA delivers high returns of 5% to 8% per year. However, the path to these average yields differs greatly: total returns on the German real estate markets tend to develop similarly to the gross domestic product with only slight fluctuations. The US real estate markets tend to show high yield fluctuations with a time lag parallel to the stock market.

The corona pandemic is a huge exogenous shock with an uncertain outcome for society, the economy and the financial markets. The study of real estate data over the last 40 years and the analysis of two economic crises (2000-2003 and 2007-2009) indicate that the German residential and office markets in particular will also survive the corona pandemic with stable performance. In the USA, stronger price declines are to be expected with a time lag, which will probably recover in subsequent years.

Keywords:

Immobilien, Immobilienmarkt, Immobilienrenditen, Wirtschaftskrise, Finanzkrise, Corona

JEL classification:

R31, R33, O16

1. Einleitung

In den letzten 40 Jahren erschütterten zwei große Krisen die Wirtschafts- und Finanzmärkte: Die Neue-Markt-Krise (2000-2003) und die Weltfinanzkrise (2007-2009). Die Corona-Pandemie stellt nun erneut Gesellschaft, Wirtschaft und Finanzmärkte vor große Herausforderungen. Zum Zeitpunkt der Studiererstellung im April 2020 sind die Folgen kaum prognostizierbar.

Was erwartet Immobilieneigentümer?¹ Diese Studie nähert sich dem Thema auf historischem Weg. Die Leitfragen lauten:

1. Wie haben sich die Renditen von ausgewählten Immobilienmärkten generell in den letzten 40 Jahren und speziell in Wirtschafts- und Finanzkrisen entwickelt?
2. Lassen sich aus der Historie mögliche Auswirkungen der Corona-Pandemie auf Immobilienrenditen ableiten?

Zur Beantwortung der Fragen bietet sich folgendes Vorgehen an:

Nach der Beschreibung der Methodik werden zunächst die Begriffe Wirtschafts- und Finanzkrise definiert, geeignete Krisenindikatoren ausgewählt und die großen Krisen beschrieben.

Anschließend werden die für die Untersuchung ausgewählten Immobilienmärkte in Deutschland und den USA vorgestellt und deren Renditeverläufe von 1980 bis 2019 im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt Deutschland und dem Aktienindex MSCI Welt skizziert. Dabei werden jeweils die Nutzungsarten Wohnimmobilien und Gewerbeimmobilien einzeln betrachtet.

In Kombination der beiden Kapitel wird folgend das Verhalten von Immobilienmärkten in Wirtschaftskrisen grafisch und finanzmathematisch dargestellt und erläutert.

Im Rahmen eines Fazits mit Ausblick wird kurz diskutiert, ob und welche Erkenntnisse sich auf die Corona-Pandemie anwenden lassen. Hier ist auch auf die Grenzen jeder auf historischen Daten basierenden Prognose zu verweisen.

2. Methodik

Für die Studie wurden Datenreihen seit 1980 ausgewertet. Die Basisdaten stammen aus folgenden Quellen:

- Bruttoinlandsprodukt Deutschland: Statistisches Bundesamt (preisunbereinigt).
- Aktien Welt: MSCI World Index in EUR (Performanceindex inkl. Dividenden).
- Wohnimmobilien Deutschland: vdp Immobilienpreisindex Wohnen zzgl. Mietrendite gem. RDM/IVD Mietspiegel (2003-2019); DIX Deutscher Immobilienindex (Performanceindex 1996-2002); bulwiengesa-Index für Wohnimmobilien (Preisindex 1980-1995) zzgl. Mietrendite.
- Gewerbeimmobilien Deutschland: vdp Immobilienpreisindex Gewerbe zzgl. Mietrendite (2003-2019); DIX Deutscher Immobilienindex (Performanceindex 1996-2002); bulwiengesa-Index für Gewerbeimmobilien (Preisindex 1980-1995) zzgl. Mietrendite.
- Wohnimmobilien USA: NCREIF Property Index Apartment (Performanceindex, umgerechnet in EUR).
- Gewerbeimmobilien USA: Mittelwert aus NCREIF Property Indices Office, Retail und Industrial (Performanceindices, umgerechnet in EUR).

Die aggregierten Daten zu Immobilienrenditen wurden durch Finanzsoftware der Microplan GmbH zur Verfügung gestellt (Microplan, 2020). Um die Immobilienindizes aus Investorensicht darzustellen und mit dem Aktienindex

¹ Zu Studien und Prognosen zu Auswirkungen der Corona-Pandemie auf Immobilienmärkte vgl. für viele: Braun & Simons (2020); bulwiengesa (2020b); F+B (2020); Manager Magazin (2020); Rottke (2020); Sebastian & Fedele (2020).

vergleichbarer zu machen, werden bei allen Immobilienindizes pro Jahr 1% geschätzte Kosten für Erwerb und Instandhaltung und 0,5% für Qualitätsverlust abgezogen.

Weitere Modellannahmen: keine Berücksichtigung von Fremdfinanzierungen, keine Steuern, keine Inflationsbereinigung.

3. Wirtschafts- und Finanzkrisen

Eine **Krise** kann allgemein als Wendepunkt eines Zustands in einem natürlichen oder sozialen System beschrieben werden, dem eine gravierende Störung vorausging (Schmidt, 2010, S. 443 f.).

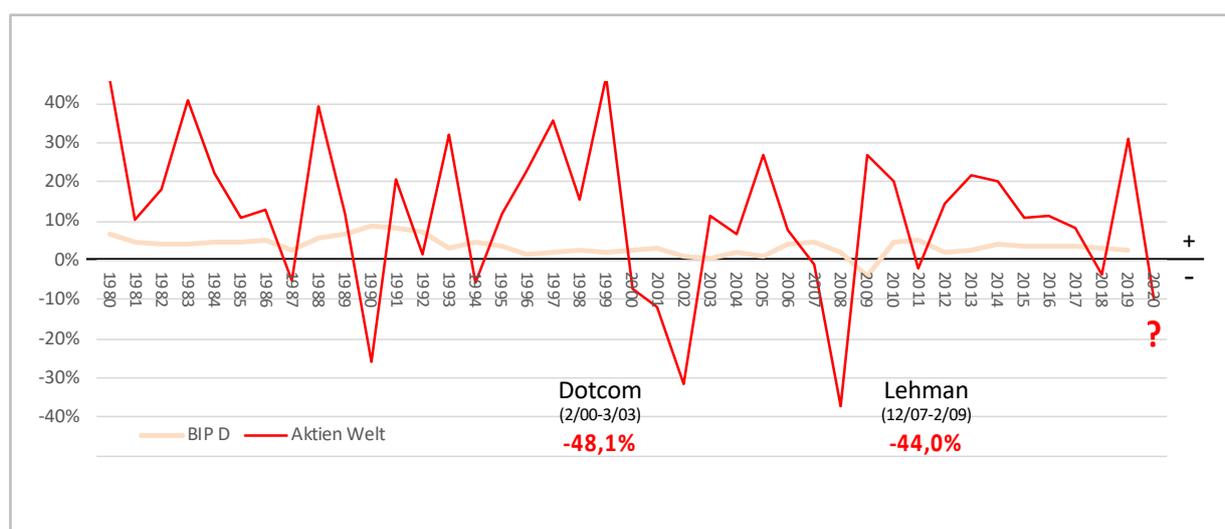
Als **Wirtschaftskrise** wird in der Volkswirtschaftslehre die Phase einer deutlich negativen Entwicklung des Wirtschaftswachstums bezeichnet. Eine Rezession liegt bereits vor, wenn das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen nicht wächst oder sinkt. Bei einer Depression verharrt die Wirtschaft über einen ungewöhnlich langen Zeitraum in einem Tiefstand. Nach Schumpeter kennzeichnet eine Depression eine „besondere wirtschaftliche Notlage, die das Eingreifen des Staates so gut wie unvermeidlich mache“ (2008, S. 150 ff.).

Das Gabler Wirtschaftslexikon definiert **Finanzkrisen** als „meist innerhalb kurzer Zeit auftretende gravierende und nicht-temporäre Verschlechterungen in den Ausprägungen von wesentlichen Finanzmarktindikatoren (...), die massive und andauernde realwirtschaftliche Folgen nach sich ziehen können“ (Gabler, 2020).

Diese Studie verwendet zwei Indikatoren zur Einordnung der Renditeverläufe von Immobilienmärkten: Das Bruttoinlandsprodukt für Deutschland (BIP D) und den Aktienindex MSCI World in EUR (Aktien Welt). Auf Basis von Jahreszahlen ist das (preisunbereinigte) BIP D kein geeignetes Maß zur Darstellung von Wirtschaftskrisen. Seit 1980 hatte das BIP immer positive Wachstumsraten – einzige Ausnahme ist das Jahr 2009 mit einem Rückgang um -4,0% (Statistisches Bundesamt, 2020, S. 16).

Aktienmärkte reagieren unmittelbar auf exogene Ereignisse, mögliche zukünftige Entwicklungen sind bereits in den Kursen enthalten. Kursausschläge sind in der Regel deutlich stärker als die erst im Nachhinein festgestellte Veränderung der realen Wirtschaftsleistung. Sie eignen sich auch zur Beantwortung der Leitfrage als sinnvoller Vergleichsmaßstab für einen renditeorientierten Immobilieninvestor.

Abb. 1: Jährliche Veränderungen von Bruttoinlandsprodukt Deutschland und Aktienindex MSCI Welt



Quelle: Eigene Darstellung (Datenbasis: Statistisches Bundesamt, 2020; MSCI, 2020; vgl. Methodik)

Mit dem Aktienindex MSCI Welt als Indikator lassen sich seit 1980 zwei einschneidende Krisen mit Verlustperioden über 40% identifizieren: die Neue-Markt-Krise bzw. „Dotcom-Blase“ (2000-2003) und die Weltfinanzkrise, vielfach kurz auch „Lehman-Krise“ genannt (2007-2009).

Die größeren Ausschläge in den 1980er und 1990er Jahren führten zu keinen längerfristigen Verwerfungen und werden daher hier nicht detaillierter analysiert. Zu erwähnen ist der **Börsencrash vom 19. Oktober 1987** („Schwarzer Montag“), an dem es an der New Yorker Aktienbörse zum bisher schwersten Kursrückgang an einem Tag kam: Der Dow-Jones-Index verlor 22,6% und zog die Aktienmärkte weltweit bis Anfang November über 30% ins Minus. Es folgte jedoch keine anhaltende Krise. Aufgrund der positiven Kursentwicklung vor und nach dem Crash schloss der MSCI Welt das Jahr 1987 nur mit relativ kleinem Verlust von 5,0% ab.

Ein weiterer großer Aktieneinbruch erfolgte im Sommer 1990, nachdem der Irak in Kuwait einmarschierte und damit den **Golfkrieg 1990/ 1991** auslöste. Der MSCI Welt verlor 1990 über 26%, doch bereits 1991 konnten Kursgewinne über 20% die Verluste schon fast wieder ausgleichen.

Neue-Markt-Krise (02/2000 – 03/2003)

Ende der 1990er Jahre galten Technologie-Aktien als große Hoffnungsträger. Eine gute Story und hohe Wachstumsraten wurden wichtiger als fundamentale Bewertungskennzahlen, und so stiegen die Kurse in nie geahnte Sphären. Im März 2000 brachten zunehmende Zweifel an den Gewinnversprechen der Technologieunternehmen die Spekulationsblase endgültig zum Platzen und die Kurse fielen rasant. Verstärkt wurde der Trend durch einen exogenen Schock, der in der Finanzwelt auch als „Schwarzer Schwan“ (Taleb, 2008) bezeichnet wird: die Anschläge am 11. September 2001 in New York („9/11“). Bis März 2003 folgte ein Kursrückgang des MSCI Welt um fast 50%. Der Technologieindex NASDAQ verlor sogar über 80% an Wert. Mit Zeitverzug sanken auch die Veränderungsraten des Bruttosozialproduktes von 3,0% (2001) auf 1,2% (2002) bzw. 0,6% (2003).

Weltfinanzkrise (12/2007 – 02/2009)

Um die Konjunktur nach dem Platzen der Blase am Neuen Markt in Gang zu halten, senkte die amerikanische Notenbank den Leitzins von 6,5% auf 1%. Das niedrige Zinsniveau verleitete US-Banken zu einer leichtfertigen Vergabe von Immobiliendarlehen – auch an finanzschwache Kreditnehmer. Viele dieser Hypothekendarlehen wurden gebündelt und weiterverkauft. Seit 2004 wurde der Leitzins kontinuierlich wieder angehoben. Viele hochverschuldete Hauseigentümer konnten die steigenden Zinsen nicht mehr zahlen. Dies führte in den USA zu fast einer Million Zwangsversteigerungen. Sinkende Immobilienpreise brachten auch finanzierende Banken und Eigentümer von Hypothekenanleihen unter Druck. Höhepunkt der Krise war wie 2001 ein unerwarteter Schock bzw. Schwarzer Schwan: der Zusammenbruch der Großbank Lehman Brothers im September 2008, der weitere Insolvenzen und einen drastischen Anstieg der Staatsverschuldungen diverser Volkswirtschaften nach sich zog. Weltweit brachen die Aktienmärkte um mehr als 40% ein und aus der US-Immobilienkrise wurde eine Weltfinanzkrise. Die Veränderungsraten des (preisunbereinigten) Bruttosozialproduktes sanken von 4,8% (2007) auf 1,9% (2008) bzw. -4,0% (2009).

Die zunehmende Staatsverschuldung gipfelte 2011 in der **EU-Staatsschuldenkrise**. Nach mehrfachen Herabstufungen durch Ratingagenturen mussten mehrere südeuropäische Länder höhere Zinsen für ihre Staatsanleihen bezahlen. Interventionen der EZB (u.a. Anleihekäufe) und Rettungsschirme wurden nötig, um Staatsinsolvenzen zu verhindern. Die negativen Folgen für die Aktienmärkte waren im Vergleich zu den beiden vorgenannten Krisen eher gering und werden daher nicht weiter analysiert. In den Folgejahren führte die Schuldenkrise sogar zu einem Boom der Sachwerte: Edelmetalle, Immobilien und auch Aktien gewannen deutlich an Wert.

Parallelen der Wirtschafts- und Finanzkrisen

Auslöser der beiden großen Krisen waren platzende Preisblasen (für US-Immobilien bzw. Technologieunternehmen), die sich teils auf Basis von Fehleinschätzungen, teils auf betrügerischen Bewertungsgrundlagen gebildet hatten. In beiden Fällen wirkte mit dem Terroranschlag „9/11“ bzw. der Lehman-Insolvenz ein exogener Schock bzw. ein Schwarzer Schwan als ‚Brandbeschleuniger‘. Beide Krisen führten zu längerfristigen weltweiten Einbrüchen der Aktienmärkte um über 40%. Auf die Kursrückgänge am Aktienmarkt

folgten mit Zeitverzug auch (deutlich moderater) sinkende Wachstumsraten der realen Wirtschaftsleistung (BIP D).

4. Immobilienmärkte

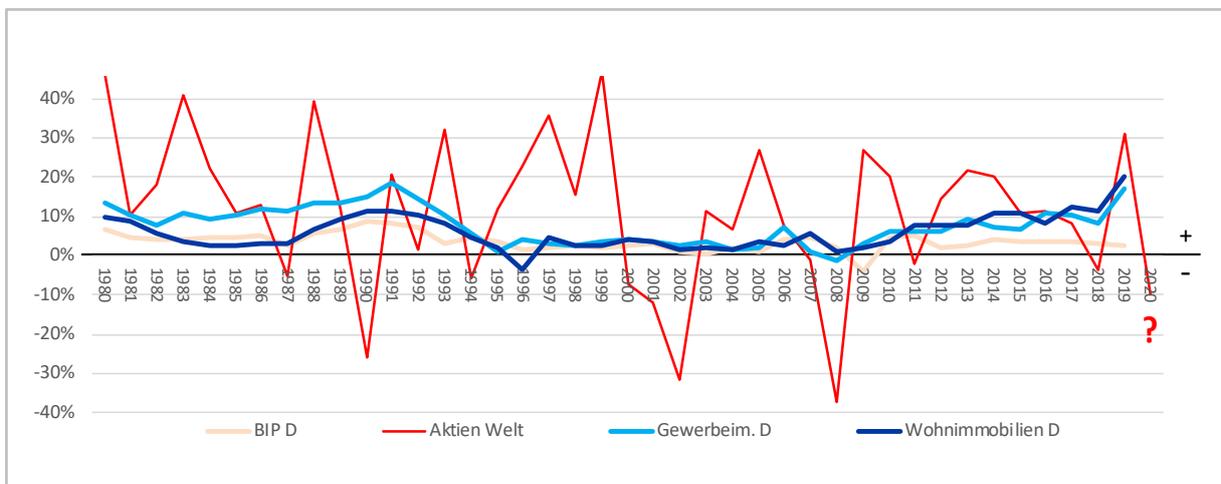
Im Folgenden soll das Verhalten verschiedener Immobilienmärkte im Vergleich zu den Wirtschafts- und Finanzindikatoren untersucht werden. Analysiert werden zunächst der deutsche und anschließend der US-amerikanische Investmentmarkt für Wohn- und Gewerbeimmobilien. Um die Immobiliendaten aus Investorensicht mit dem Aktienindex vergleichbarer zu machen, wurde das Jahresergebnis wie folgt ermittelt (Microplan, 2020; vgl. Methodik; vgl. Kofner, 2016, S. 115ff. und 185):

$$\text{Jahresrendite} = (\text{Preisänderung in \%} - 0,5\% \text{ Qualitätsverlust}) + (\text{Mietrendite} - 1\% \text{ Kosten für Erwerb u.})$$

Deutschland

Der deutsche Immobilieninvestmentmarkt ist nach einer Analyse von MSCI (2018, S. 11) mit einem Volumen von über USD 500 Mrd. der fünfgrößte der Welt. Die Markttransparenz ist nicht ganz so hoch wie bei den angelsächsischen Staaten (JLL, 2018, S. 6), so dass es nicht so einfach ist, einheitliche lange Datenreihen zu erhalten wie beispielsweise für die USA. Wie in der Methodik beschrieben, wurden daher unterschiedliche Datenquellen genutzt, wie die Indizes vom Verband Deutscher Pfandbriefbanken (vdp, 2019), der DIX Deutsche Immobilien Index² (MSCI, 2019b; Vornholz, 2017, S. 40) und der bulwiengesa-Immobilienindex (bulwiengesa, 2020a).

Abb. 2: Immobilienmärkte Deutschland (Jahresrenditen von 1980 bis 2019 im Vergleich zu BIP und Aktienindex)



Quelle: Eigene Darstellung (Datenbasis: Statistisches Bundesamt, 2020; MSCI, 2020; Microplan, 2020; vgl. Methodik)

Bei Betrachtung der langen Datenreihen von 1980 bis 2019 fällt zunächst auf, dass sich in Deutschland die Nutzungsarten Wohnen und Gewerbe relativ gleichförmig entwickeln. Die Jahresrenditen liegen stabil mit wenigen Ausreißern im Korridor zwischen 2% bis 12%. Es gibt jeweils nur ein Jahr mit negativer Rendite: Wohnimmobilien 1996 mit -3,5% und Gewerbeimmobilien 2008 mit -1,2%.

Der Vergleich mit der Entwicklung der Wirtschafts- und Finanzindikatoren verdeutlicht, dass die Immobilienmärkte kaum mit dem Aktienindex korrelieren; die Renditeschwankungen verlaufen tendenziell gleichgerichtet zum Bruttoinlandsprodukt³. Seit 2011 ist eine Abkopplung der Immobilienrenditen vom BIP zu erkennen. Die seitdem

² Der DIX gehört zur MSCI Indexfamilie und wird dort als „MSCI German Annual Property Index“ geführt.

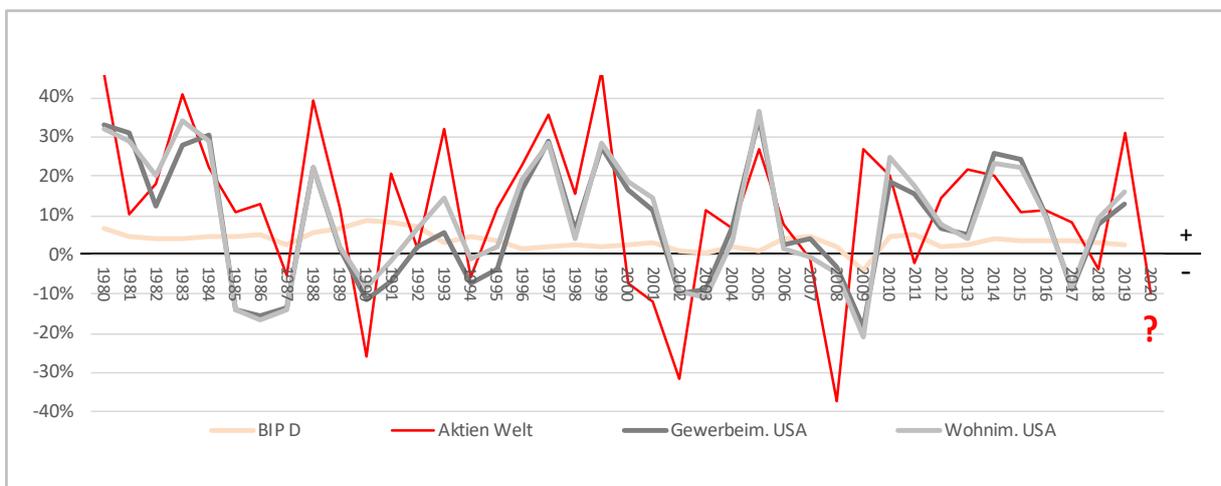
³ Vgl. auch Metzner (2020, S. 13ff.)

rasant steigenden Immobilienpreise sind vornehmlich mit dem Boom der Sachwerte als Folge der EU-Staatschuldenkrise zu erklären, die u.a. zu dauerhaft niedrigen Zinsen führte.

USA

Der US-amerikanische Immobilieninvestmentmarkt ist mit einem Volumen von über USD 3.000 Mrd. weltweit mit Abstand der Größte (MSCI, 2018, S. 11). Außerdem ist er als „hoch-transparenter“ Immobilienstandort (JLL, 2018, S. 6) auch für deutsche Analytiker und Investoren gut erschlossen. Zum Beispiel bieten die NCREIF Property Indizes seit 1977 kostenlos zugängliche Daten zu diversen Immobilien-Teilmärkten, die auch in dieser Studie als Basis genutzt werden (NCREIF, 2020).

Abb. 3: Immobilienmärkte USA (Jahresrenditen von 1980 bis 2019 in EUR im Vergleich zu BIP und Aktienindex)



Quelle: Eigene Darstellung (Datenbasis: Statistisches Bundesamt, 2020; MSCI, 2020; Microplan, 2020; vgl. Methodik)

Auch in den USA haben die Renditen der Nutzungsarten Wohnen und Gewerbe einen fast identischen Verlauf. Im Vergleich zu Deutschland sind die Renditeschwankungen in einem Korridor zwischen -21% bis 37% gewaltig. Seit 1980 gab es zwölf Verlustjahre, die meist zügig durch hohe positive Renditen in den Folgejahren ausgeglichen werden konnten.

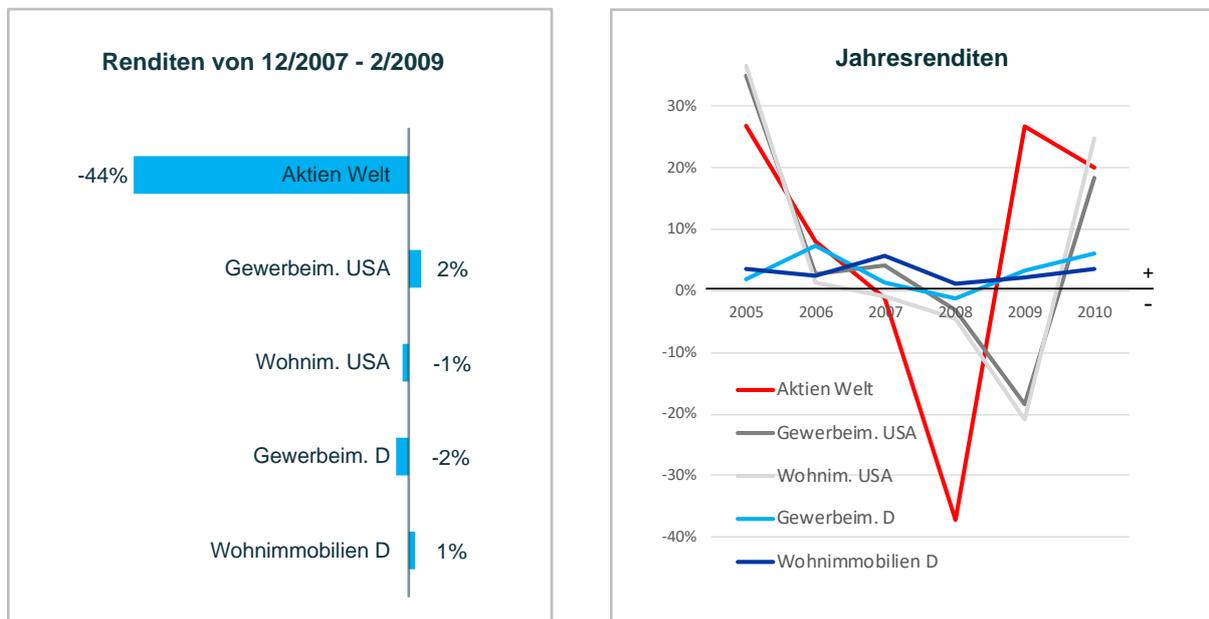
Während sich die deutschen Immobilienmärkte eher parallel zur Wirtschaftsleistung entwickeln, lässt sich in den USA eine hohe Korrelation zum Weltaktienmarkt ausmachen. Nach Kursrückgängen an den Aktienmärkten folgen mit Zeitverzug auch Renditeverluste an den Immobilienmärkten, allerdings sind die Verluste bei Immobilien meist deutlich niedriger.

5. Verhalten von Immobilienmärkten in Wirtschaftskrisen

Bevor die Studie ins Detail einsteigt bleibt festzuhalten, dass sich bei langfristiger Betrachtung die deutschen Immobilienmärkte eher mit geringen Schwankungen wie das BIP und die US-amerikanischen Immobilienmärkte eher mit hohen Renditeschwankungen wie der Aktienindex entwickeln.

Im Folgenden wird das Verhalten der Immobilienmärkte in den beiden identifizierten Krisen genauer analysiert.

Abb. 4: Renditen von Immobilien- und Aktienmärkten in der Weltfinanzkrise



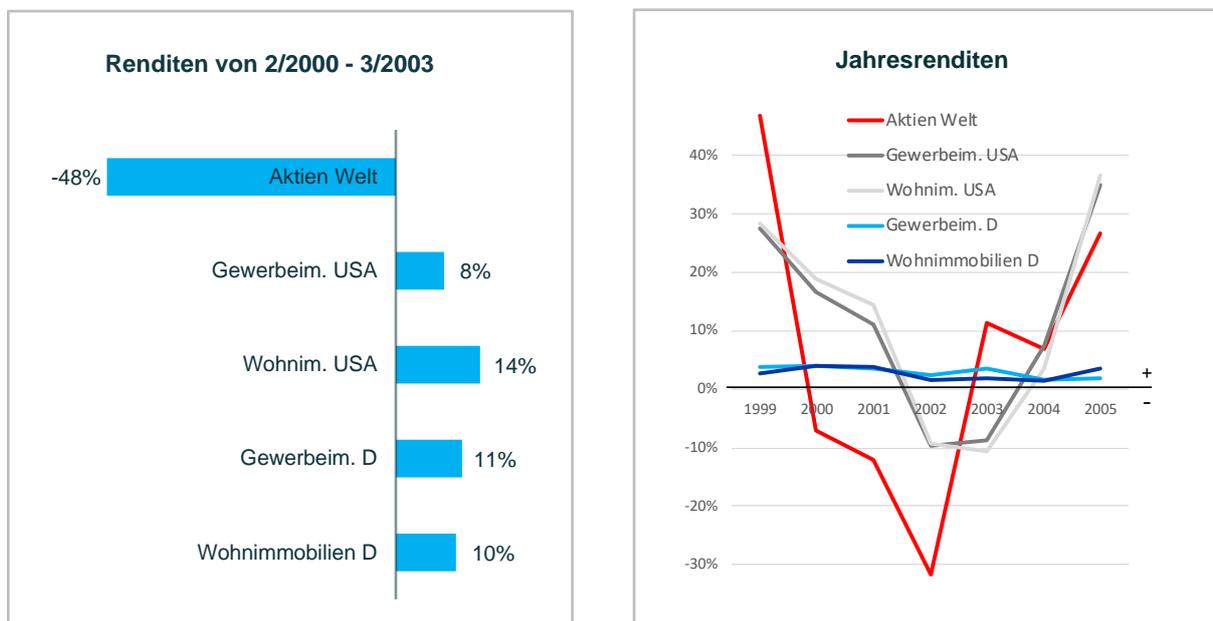
Quelle: Eigene Darstellung (Datenbasis: Statistisches Bundesamt, 2020; MSCI, 2020; Microplan, 2020; vgl. Methodik)

Im Kernzeitraum der Weltfinanzkrise zwischen 12/2007 – 2/2009 verlor der Aktienindex MSCI Welt 44%. Alle untersuchten Immobilienmärkte konnten sich dagegen mit Gesamtrenditen zwischen -2% und 2% relativ stabil behaupten.

Fast unbeeindruckt von der Krise lieferten deutsche Wohnimmobilien im erweiterten Betrachtungszeitraum von 2005 bis 2010 stabile positive Renditen mit geringen Schwankungen. Die Renditen von deutschen Gewerbeimmobilien entwickelten sich tendenziell wie die Aktienrenditen, allerdings mit sehr viel geringeren Schwankungen und einem moderaten Gesamtverlust von -2% im Krisenzeitraum.

Einen sehr unterschiedlichen Verlauf zeigen die US-amerikanischen Immobilienmärkte. Wohn- und Gewerbeimmobilien zeichnen mit einem Jahr Zeitverzug und etwas geringeren Schwankungen die Entwicklung des Aktienindex nach. Im Krisenzeitraum sind die Ergebnisse mit -1% bzw. 2% noch stabil. In 2009 gab es hohe Verluste von -21% bzw. -18%, die bereits im Folgejahr 2010 mit Gewinnen von 25% bzw. 21% aufgefangen wurden. Auch wenn sich die Renditen der US-Immobilien parallel zum Aktienindex entwickeln, hätte ein Finanzinvestor mit einem gemischten Aktien- und Immobilienportfolio einen Diversifikationseffekt erzielt. Durch den Zeitverzug konnten zunächst die Immobilieninvestments die Aktienverluste abfedern und anschließend die Aktiengewinne die Immobilienverluste ausgleichen.

Abb. 5: Renditen von Immobilien- und Aktienmärkten in der Neue-Markt-Krise



Quelle: Eigene Darstellung (Datenbasis: Statistisches Bundesamt, 2020; MSCI, 2020; Microplan, 2020; vgl. Methodik)

Die Analyse der Neue-Markt-Krise liefert ein ähnliches Bild wie die Weltwirtschaftskrise. Von Februar 2000 bis März 2003 erfolgte ein Kursrückgang des MSCI Welt 48%.

Alle untersuchten Immobilienmärkte kamen im Ergebnis mit positiven Renditen zwischen 8% und 14% durch die Krise.

Sowohl deutsche Wohn- als auch Gewerbeimmobilien lieferten im erweiterten Betrachtungszeitraum von 1999 bis 2005 positive Renditen mit geringen Schwankungen. Teils erfolgte Rückgänge bei Kaufpreisen konnten durch weiterhin stabile Mietrenditen aufgefangen werden.

US-Wohn- und Gewerbeimmobilien entwickelten sich wie später in der Weltfinanzkrise mit einem Jahr Zeitverzug und etwas geringeren Schwankungen parallel zum Aktienindex. Auf zwei Jahre mit hohen Verlusten (2002 und 2003) folgten zwei starke Gewinnjahre, die die Verluste bereits wieder ausgleichen konnten. Ein Finanzinvestor mit einem gemischten Aktien- und Immobilienportfolio hätte auch in dieser Krise einen Diversifikationseffekt erzielt. Nur im Jahr 2002 gab es sowohl bei Aktien als auch bei US-Immobilien Verluste.

6. Fazit: Immobilien behaupten sich stabil in Krisen – auch in der Corona-Pandemie?

„Je weiter wir in die Vergangenheit schauen können,
desto weiter können wir wahrscheinlich in die Zukunft schauen.“
(Winston Churchill)

Hohe Renditen in allen untersuchten Teilmärkten

Die Immobilienmärkte in Deutschland und den USA lieferten in allen Betrachtungszeiträumen hohe Renditen über 5%. Der Weg zu diesen Durchschnittsrenditen ist allerdings sehr unterschiedlich.

Abb. 6: Durchschnittliche Jahresrenditen bis 31.12.2019 (Total Return in EUR)

| | 2019 | 5 J. | 10 J. | 20 J. | 40 J. |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Wohnimmobilien D | 20,2% | 10,2% | 8,9% | 5,8% | 5,6% |
| Gewerbeimmobilien D | 17,1% | 8,8% | 7,9% | 5,3% | 7,4% |
| Wohnimmobilien USA | 16,2% | 7,4% | 11,3% | 6,4% | 7,9% |
| Gewerbeimmobilien USA | 13,1% | 7,2% | 10,6% | 6,6% | 7,0% |

Quelle: Eigene Berechnungen (Datenbasis: Microplan, 2020; vgl. Methodik)

Sehr unterschiedliche Schwankungsbreiten in Deutschland und USA

Immobilienmärkte in Deutschland sind sehr stabil. Auch nach nicht prognostizierbaren exogenen Schocks, wie dem Terroranschlag am 11.9.2001 oder der Lehman-Insolvenz am 15.9.2008 tendieren die Märkte sowohl für Wohn- als auch für die meisten Gewerbeimmobilien relativ schnell wieder zum ursprünglichen Gleichgewicht. In Deutschland entwickeln sich die Immobilienrenditen ohne größere Schwankungen eher ähnlich wie das Bruttoinlandsprodukt.

In den USA müssen Immobilieninvestoren mit viel größeren Schwankungen rechnen. Ähnlich wie an den Aktienmärkten wechseln sich hohe Gewinn- und Verlustjahre regelmäßig ab. Die Bewegungen sind nicht ganz so stark und erfolgen meist mit Zeitverzug zum Aktienmarkt.

Teilweise hohes Diversifikationspotential für Investoren

Sowohl in Deutschland als auch in den USA entwickeln sich die Märkte für Wohn- und Gewerbeimmobilien sehr ähnlich. Ein Diversifikationseffekt durch Mischung der Nutzungsarten ist eher gering.

Dagegen sind die Renditeverläufe von deutschen und US-amerikanischen Immobilien sehr unterschiedlich, so dass ein international gemischtes Immobilienportfolio Diversifikationseffekte bietet, in das auch der Einbezug weiterer internationaler Immobilienstandorte geprüft werden sollte (Metzner, 2020; MSCI 2019a; Oldenburg & Oldenburg, 2018; Vornholz, 2015).

Für einen Finanzinvestor, der Immobilien als Beimischung für ein Wertpapierportfolio nutzt, bieten deutsche Immobilien wegen eines überwiegend nicht gleichgerichteten Renditeverlaufs zu Aktien ein hohes Diversifikationspotential. Obwohl US-Immobilien ähnlich schwanken wie Aktien, können auch sie zur Verbesserung des Rendite-/ Risiko-Profiles eines Aktienportfolios beitragen, da die Schwankungen meist zeitversetzt erfolgen. In einer Aktienmarktkrise wirken sie stabilisierend und wenn die Immobilienrenditen anschließend sinken, können die Verluste oft durch wieder positive Aktienrenditen ausgeglichen werden. (Oldenburg & Oldenburg, 2018, S. 31 ff.)

Auswirkungen der Corona-Pandemie

Nach den eingangs vorgestellten Definitionen für Krise könnte die Corona-Pandemie schlagwortartig wie folgt eingeordnet werden:

- **Krise?** Gravierende Störung: ja, Wendepunkt eines sozialen Systems: teilweise möglich.
- **Wirtschaftskrise?** Rezession: ja, Depression: eher nein.
- **Finanzkrise?** Innerhalb kurzer Zeit auftretende gravierende Verschlechterungen von Finanzmarktindikatoren: ja, massive und andauernde realwirtschaftliche Folgen: fraglich („Brandbeschleuniger“).
- **Immobilienkrise?** Deutschland: Wohnen und Büro: eher nein, Einzelhandel: eher ja („Brandbeschleuniger“),
USA: stärkere Preisrückgänge mit Zeitverzug zu erwarten (i.d.R. mit schnellen Erholungstendenzen).

Die Corona-Pandemie stellt zum Zeitpunkt der Studierenerstellung im April 2020 einen gewaltigen exogenen Schock dar. Ob sich die Epidemie wie die beiden untersuchten Krisen zu einer nachhaltigen Wirtschafts- und Finanzkrise mit Aktienkursverlusten über 40% ausweitet, ist kaum prognostizierbar.⁴ Nach einem steilen Kursrückgang um über 30% im Februar/ März hat sich der MSCI World schon wieder erholt. Von Jahresbeginn bis Ende April liegt die Kursentwicklung bei ca. -10%. Ob der Aufwärtstrend stabil ist, bleibt abzuwarten. Für die Realwirtschaft geht das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie in seinem Monatsbericht Mai von einem preisbereinigten Rückgang des BIP von 6,3% für das Jahr 2020 aus. Eine länger andauernde Depression wird nicht erwartet, sondern eher ein Aufholeffekt mit einem Zuwachs des BIP von 5,2% in 2021. (BMWi, 2020, S. 15)

Kurzfristige Effekte auf die Immobilienwirtschaft: Schlechte Stimmung und eingefrorene Märkte

An den meisten Immobilienmärkten wurden fast sämtliche Aktivitäten eingestellt, so dass kaum Transaktionen an Kauf- oder Mietmärkten stattfinden (empirica, 2020, S.3). Verständlicherweise ist die Branchenstimmung schlecht, was der Immobilienklima-Index widerspiegelt, für den von bulwiengesa 1.200 Experten der deutschen Immobilienwirtschaft befragt wurden. Der Index gab von März bis April um 37% nach (Deutsche Hypo, 2020).

Abb. 7: Immobilienklima in Deutschland bis 4/2020



Quelle: Deutsche Hypo, 2020

Für die meisten Immobiliensegmente kaum nachhaltige negative Folgen zu befürchten

Die langfristige Entwicklung des Immobilienklima-Index zeigt, dass sich die Stimmung der Immobilienbranche eher wie die Aktienmärkte entwickelt. Die tatsächlichen Auswirkungen eines exogenen Schocks auf Kauf- und Mietpreise fielen viel moderater aus. Das erwartet Marcus Badmann, Geschäftsführer des etablierten Analyseunternehmens bulwiengesa, auch in der Corona-Krise für Deutschland:

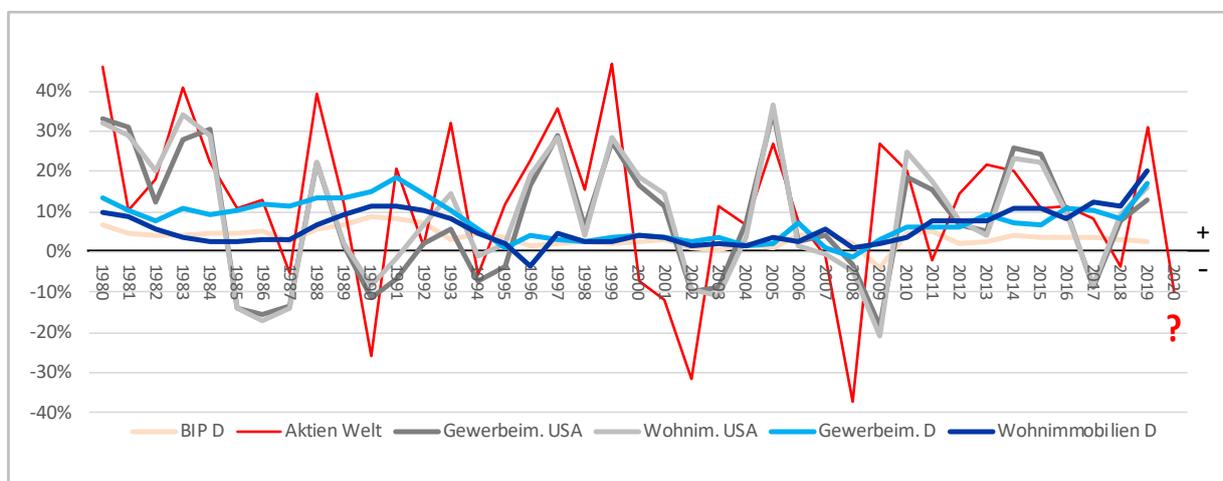
⁴ Morningstar (2020) liefert unter dem Titel „Den Corona-Crash mit einer 150-jährigen Schmerzhistorie entmystifizieren“ eine Einordnung der Corona-Krise im Vergleich zu den größten Aktienmarktkrisen seit 1870.

„Wir gehen nicht davon aus, dass es zu einem massiven Einbruch der Kaufpreise kommen wird, sondern vielmehr zu einer Verringerung der Transaktionszahlen. Zu einem ungünstigen Zeitpunkt verkauft man in der Regel nicht ohne einen gewissen Zwang. (...) Die Verunsicherung ist groß, aber alle, mit denen wir sprechen, gehen davon aus, dass wir in absehbarer Zeit schrittweise zurück zu einem normalen Leben und Geschäftsverkehr gehen werden. Manche Entscheidungen werden zunächst verschoben, um die weitere Entwicklung und deren Auswirkungen abzuwarten. Dennoch werden Immobilien mit Ausnahme der Immobilienarten, die spürbar unmittelbar betroffen sind, wie z.B. Hotels und Shoppingcenter, erst recht als 'Sicherer Hafen' angesehen.“ (bulwiengesa, 2020b)

Ergebnisse der Untersuchung

Langfristig liefern Immobilien in Deutschland und den USA hohe Renditen von 5% bis 8% pro Jahr. Deutsche Immobilienmärkte entwickeln sich mit geringen Schwankungen ähnlich wie das Bruttoinlandsprodukt, US-amerikanische Immobilienmärkte zeigen hohe Renditenschwankungen mit Zeitverzug parallel zum Aktienmarkt.

Abb. 8: Immobilienmarktverläufe (Jahresrenditen von 1980 bis 2019 in EUR im Vergleich zu BIP und Aktienindex)



Quelle: Eigene Darstellung (Datenbasis: Statistisches Bundesamt, 2020; MSCI, 2020; Microplan, 2020; vgl. Methodik)

Die Corona-Pandemie ist zunächst auch für die Immobilienwirtschaft ein gewaltiger exogener Schock mit ungewissem Ausgang. Auch wenn die Historie keine zuverlässigen Anhaltspunkte für zukünftige Entwicklungen bieten kann, so deutet der Blick auf 40 Jahre Immobiliendaten und die Analyse der beiden Wirtschaftskrisen darauf hin, dass insbesondere die deutschen Wohn- und Büromärkte auch die Corona-Krise mit stabilen Wertentwicklungen überstehen. In den USA sind stärkere Preisrückgänge mit Zeitverzug zu erwarten, die sich in den Folgejahren zügig erholen müssten. An allen Standorten dürfte sich die Pandemie besonders für schon vor der Krise problematische Segmente, wie bestimmte Einzelhandels-, Industrie- und Spezialimmobilien, als „Brandbeschleuniger“ erweisen.

7. Literaturverzeichnis

- BMW (2020) *Schlaglichter der Wirtschaftspolitik*. Monatsbericht Mai 2020. Onlinepublikation. URL: https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Schlaglichter-der-Wirtschaftspolitik/schlaglichter-der-wirtschaftspolitik-05-2020.pdf?__blob=publicationFile&v=30, abgerufen am: 30.4.2020.
- Braun, R. & Simons, H. (2020) *Corona und die Immobilienpreise: War das nun die Nadel, die den gut gefüllten Preisballon zum Platzen bringt?* empirica-Paper Nr. 255. Onlinepublikation. URL: https://www.empirica-institut.de/fileadmin/Redaktion/Publikationen_Referenzen/PDFs/empi255rb.pdf, abgerufen am: 30.4.2020.
- bulwiengesa (2020a) *bulwiengesa-Immobilienindex 1975 – 2019*. Onlinepublikation. URL: https://www.bulwiengesa.de/sites/default/files/immobilienindex_2020.pdf, abgerufen am: 30.4.2020.
- bulwiengesa (2020b) *Corona-Krise: 10 Experten-Statements*. Onlinepublikation. URL: <https://blog.bulwiengesa.de/de/hintergrund/corona-krise-10-experten-statements>, abgerufen am: 10.4.2020.
- Deutsche Hypo (2020) *Marktbericht April 2020: Immobilienklima leidet unter Corona-Pandemie*. Onlinepublikation. URL: <https://www.deutsche-hypo-immobilienklima.de/report/current>, abgerufen am: 10.4.2020.
- F+B (2020) *F+B Wohn-Index Deutschland I.2020*. Onlinepublikation. URL: <https://www.f-und-b.de/beitrag/fb-wohn-index-deutschland-i-2020.html>, abgerufen am: 30.4.2020.
- Gabler (2020) *Gabler Wirtschaftslexikon*. Onlinepublikation. URL: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/finanzkrisen-35685>, abgerufen am: 10.4.2020.
- JLL (2018) *Global Real Estate Transparency Index 2018. Transparency: Data, Disclosure and Disruption*. Onlinepublikation. URL: <https://www.us.jll.com/en/trends-and-insights/research/global/global-real-estate-transparency-index/greti-visualizing-real-estate-transparency>, abgerufen am: 30.4.2020.
- Kofner, S. (2016) *Investitionsrechnung für Immobilien*. 4. Aufl., Freiburg.
- Manager Magazin (2020) *Immobilienbesitzern droht Kollaps. Handel, Hotels, Restaurants – niemand zahlt mehr Miete*. Onlinepublikation. URL: <https://www.manager-magazin.de/politik/artikel/corona-krise-handel-hotels-restaurants-niemand-zahlt-mehr-miete-a-1305795.html>, abgerufen am: 30.4.2020.
- Metzner, S. (2020) *Diversifikationspotential von Wohnimmobilieninvestments*. Researchbericht, Empira April 2020. Onlinepublikation. URL: https://www.empira.ch/files/empira/pdf/Researchbericht/Empira_Researchbericht_Diversifikationspotenzial-von-Wohnimmobilieninvestments_DE_April_2020_WEB.pdf, abgerufen am: 30.4.2020.
- Microplan (2020) *Microplan Finanzsoftware*. www.micro-plan.de.

- Morningstar (2020) *Den Corona-Crash mit einer 150-jährigen Schmerzgeschichte entmystifizieren.* Onlinepublikation. URL: <https://www.morningstar.de/de/news/201646/den-corona-crash-mit-einer-150-jährigen-schmerzgeschichte-entmystifizieren.aspx>, abgerufen am: 30.4.2020.
- MSCI (2018) *Real Estate Market Size.* Onlinepublikation. URL: <https://www.msci.com/documents/10199/035f2439-e28e-09c8-2a78-4c096e92e622>, abgerufen am: 30.4.2020.
- MSCI (2019a) *Global Real Estate Performance in 2018. Trends and insights from the MSCI Global Annual Property Index. Research Report July 2019.*
- MSCI (2019b) *MSCI German Annual Property Index.* Onlinepublikation. URL: <https://www.msci.com/www/ipd-factsheets/msci-germany-annual-property/0163210864>, abgerufen am: 30.4.2020.
- MSCI (2020) *MSCI World Index TR in EUR.* URL: <https://www.msci.com/end-of-day-history?chart=regional&priceLevel=41&scope=R&style=C¤cy=15&size=36&indexId=106>, abgerufen am: 30.4.2020.
- NCREIF (2020) *NCREIF Property Index.* Onlinepublikation. URL: <https://www.ncreif.org/data-products/property/>, abgerufen am: 30.4.2020.
- Oldenburg, J. & Oldenburg, C. (2018) *Internationales Immobilienmanagement. Märkte – Strategien – Investments.* Norderstedt. Zgl. Onlinepublikation. URL: <https://www.droldenburg.de/ebook/>, abgerufen am: 30.4.2020.
- Rottke, N. (2020) *Wohnimmobilien als Krisengewinner. Das Coronavirus hat Einfluss auf jede Assetklasse, auch die Immobilie.* Der Aktionär 15/2020. Onlinepublikation. URL: <https://www.deraktionär.de/artikel/kolumnen/wohnimmobilie-als-krisengewinner-20199504.html>, abgerufen am: 30.4.2020.
- Schmidt, M. G. (2010) *Wörterbuch zur Politik.* 3., überarbeitete und aktualisierte Aufl., Stuttgart.
- Schumpeter, J. A. (2008) *Konjunkturzyklen. Eine theoretische, historische und statistische Analyse des kapitalistischen Prozesses.* Göttingen.
- Statistisches Bundesamt (2020) *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen: Inlandsproduktberechnung. Lange Reihe ab 1970.* Onlinepublikation. URL: https://www.destatis.de/DE/Themen/Wirtschaft/Volkswirtschaftliche-Gesamtrechnungen-Inlandsprodukt/_inhalt.html;jsessionid=2C8A6183570BE5542644593388D7B802.internet8722#sprg229228, abgerufen am: 10.4.2020.
- Sebastian, S. & Fedele, F. (2020) *Viel Spekulation, wenig Grundlage. Ist die Corona-Pandemie der vielbeschworene „schwarze Schwan“, der einen Preisrutsch auf den Immobilienmärkten auslöst?* BF direkt, Marktradar April 2020. Onlinepublikation. URL: <https://www.bf-direkt.de/unternehmen/marktradar/marktradar-april-2020/>, abgerufen am: 30.4.2020.
- Taleb, N. (2008) *Der Schwarze Schwan. Die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse.* München.
- vdp (2019) *Index: Der Immobilienindex des vdp.* Onlinepublikation. URL: https://www.vdpresearch.de/wp-content/uploads/2020/02/2019_vdp_index_Q4_DE.pdf, abgerufen am: 10.4.2020.

- Vornholz, G. (2015) Internationale Immobilienökonomie. Globalisierung der Immobilienmärkte. Berlin/ Boston.
- Vornholz, G. (2017) Entwicklungen und Megatrends der Immobilienwirtschaft. 3. Aufl., Berlin/ Boston.