

Bestimmungsfaktoren der Wohnungsnachfrage Brauchen wir die öffentliche Hand?

Konrad-Adenauer-Stiftung



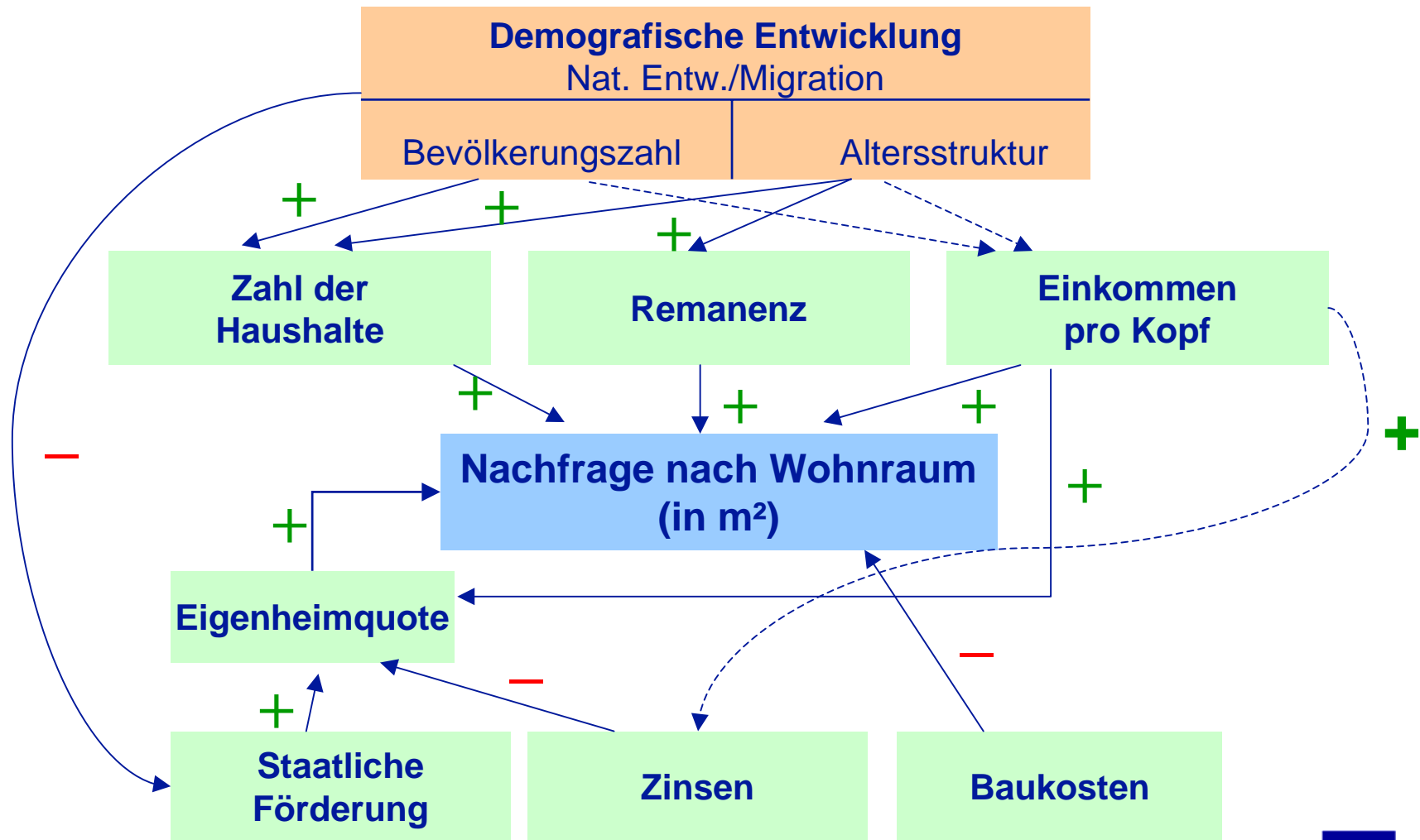
Dr. Tobias Just
Schloss Eichholz, 04.09.2005

Deutsche Bank Research 

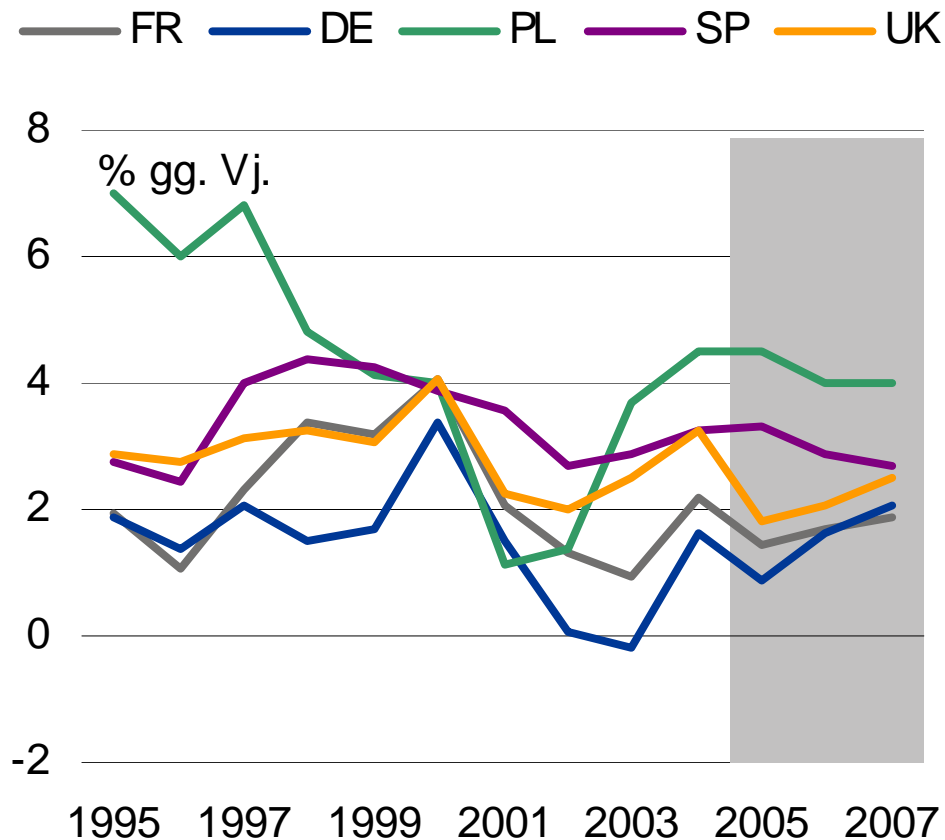
Strukturelle Kennzeichen des Wohnungsmarktes

- In Deutschland gibt es rd. 40 Mio. Wohneinheiten (und Haushalte)
- Wohnbauten machen 47% des deutschen Bruttoanlagevermögens von EUR 10.9 Bio. aus (2005)
- Privathaushalte haben 42% ihres Bruttovermögens in Wohnimmobilien gebunden
- Die Wohnfläche je Einwohner liegt in Westdeutschland bei gut 41 m² (1990 waren es rd. 37 m²). In Ostdeutschland sind es heute knapp 38 m² nach gut 27 m² im Jahr 1990
- 70% der Wohneinheiten entstanden nach dem Zweiten Weltkrieg (in Westdeutschland ist der Anteil der Altbauten kleiner als in Ostdeutschland)
- Fast 50% aller Wohnungen sind in Gebäuden mit 1 oder 2 Wohnungen – nur 10,5% befinden sich in Wohnungen mit mehr als 13 Einheiten
- Die Eigentumsquoten liegen mit rd. 45% in West- und 35% in Ostdeutschland deutlich unter dem europäischen Mittelwert

Nachfrage am Wohnungsmarkt



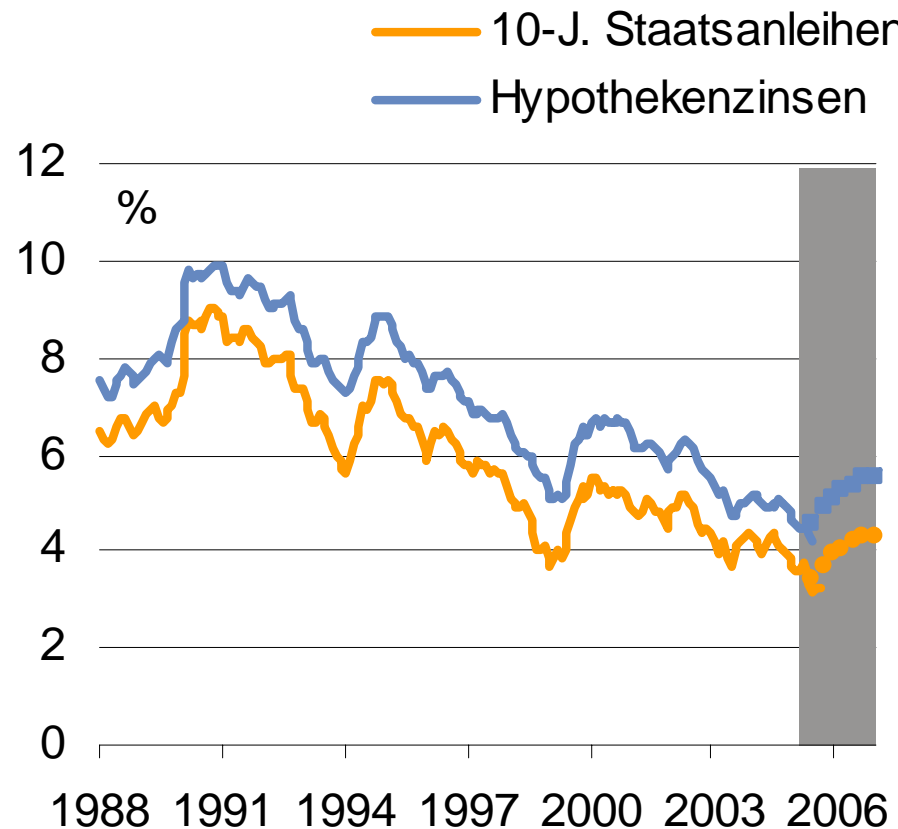
Wirtschaftsentwicklung uneinheitlich - Reales BIP -



- Deutsche Wirtschaft wächst seit Jahren unterdurchschnittlich
- UK wächst deutlich schneller als DE oder FR – allerdings wird sich UK-Wachstum in den nächsten Jahren etwas verlangsamen
- Die spanische Wirtschaft wird bei auslaufenden EU-Programmen langsamer wachsen
- PL zurück zu überdurchschnittlichen Wachstumsraten

Quelle: Deutsche Bank

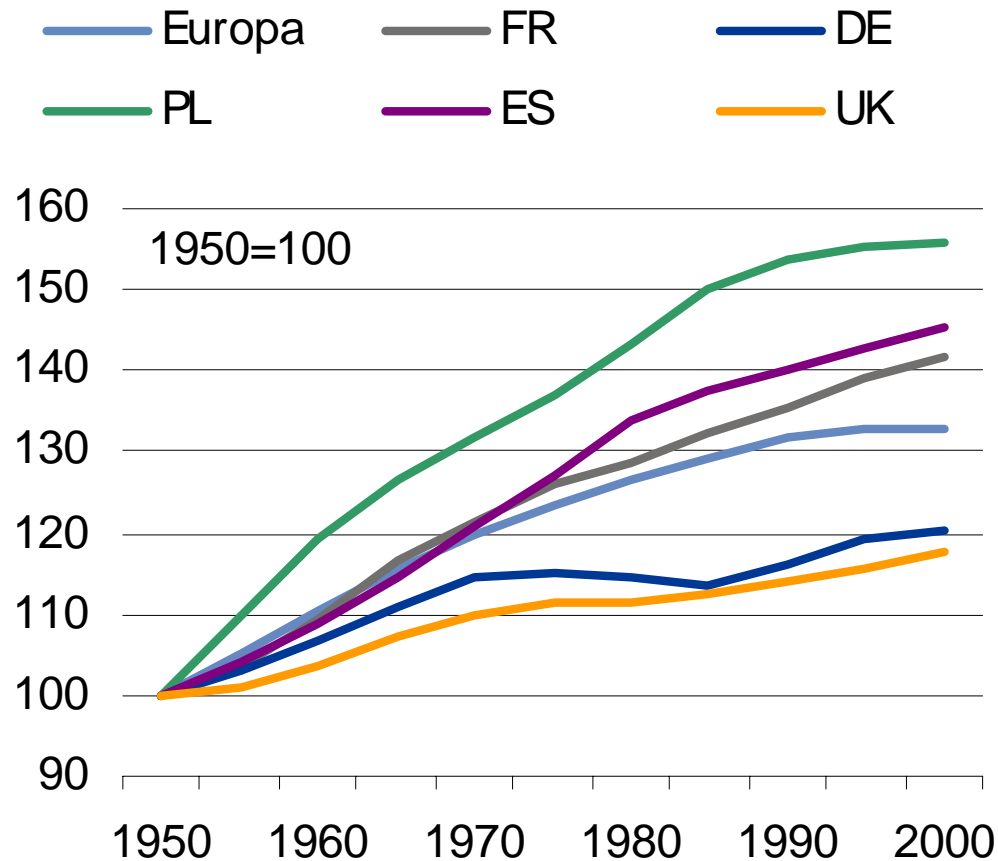
Langfristige Zinsen auf Tiefststand



Quellen: Bundesbank, EZB, DB Research

- Die langfristigen Zinsen sind zu Beginn 2005 weiter gefallen
- Die getrübbten Konjunkturaussichten machen einen kräftigen Anstieg auch nicht sehr wahrscheinlich
- In den nächsten zwei Jahren werden Zinsen allenfalls moderat anziehen
- Die niedrigen Zinsen erlauben einen hohen Fremdkapitalanteil zur Finanzierung der Transaktionen (Leverage-Effekt)

Bevölkerungsentwicklung in den letzten 50 Jahren



- Europas Bevölkerungszahl ist in den letzten 50 Jahren um rd. ein Drittel gewachsen
- Allerdings ist die Wachstumsrate zurückgegangen
- In Deutschland verlief die Entwicklung in Ost- und Westdeutschland sehr unterschiedlich
 - Westdeutschl.: +32% (seit 1950)
 - Ostdeutschl.: -18% (seit 1950)

Quelle: UN Population Division

Für die Analyse der Wohnungsmärkte müssen drei Effekte beachtet werden

- **„Kohorteneffekt“:**

Jede Alterskohorte hat ihre eigenen Erfahrungen (Sozialisation) und verhält sich dementsprechend anders. Einkommens- und Vermögenseffekte kommen hinzu

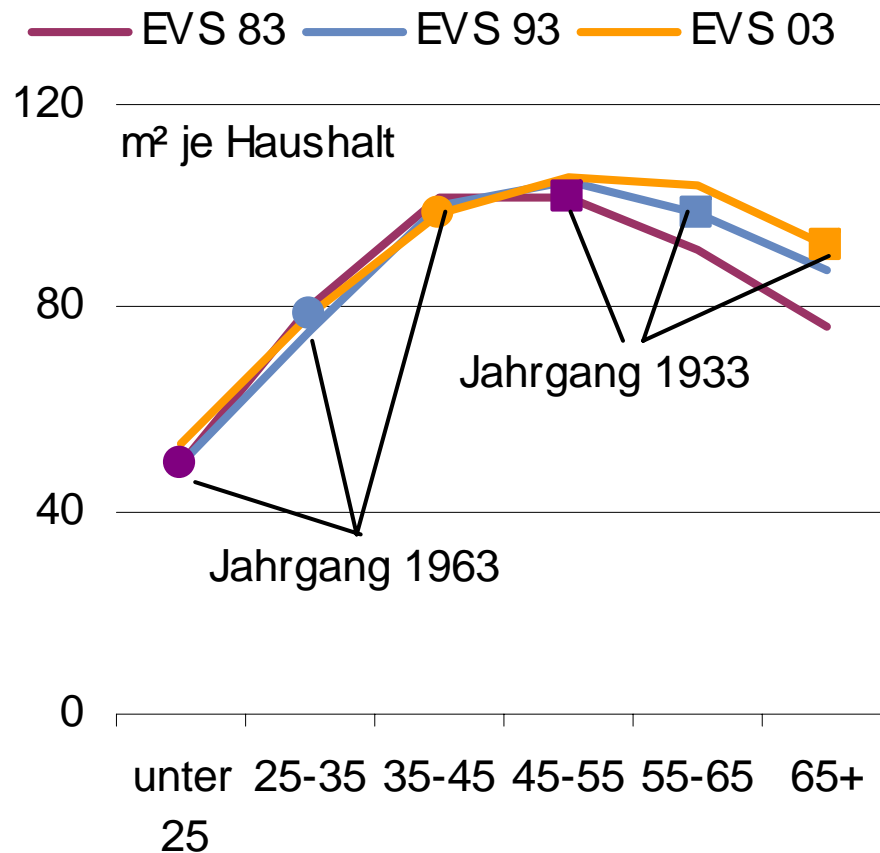
- **„Lebenszykluseffekt“:**

Menschen konsumieren im Laufe ihres Lebens unterschiedliche Immobilien (quantitativ und qualitativ)

- **“Remanenzeffekt”:**

Viele Menschen ziehen auch dann nicht aus ihren (Familien-)wohnungen aus, wenn die Kinder das Haus verlassen haben. Gewohnheiten sowie Transaktionskosten eines Umzugs führen dazu, dass dann der Flächenverbrauch pro Kopf in einer alternden Gesellschaft zunimmt

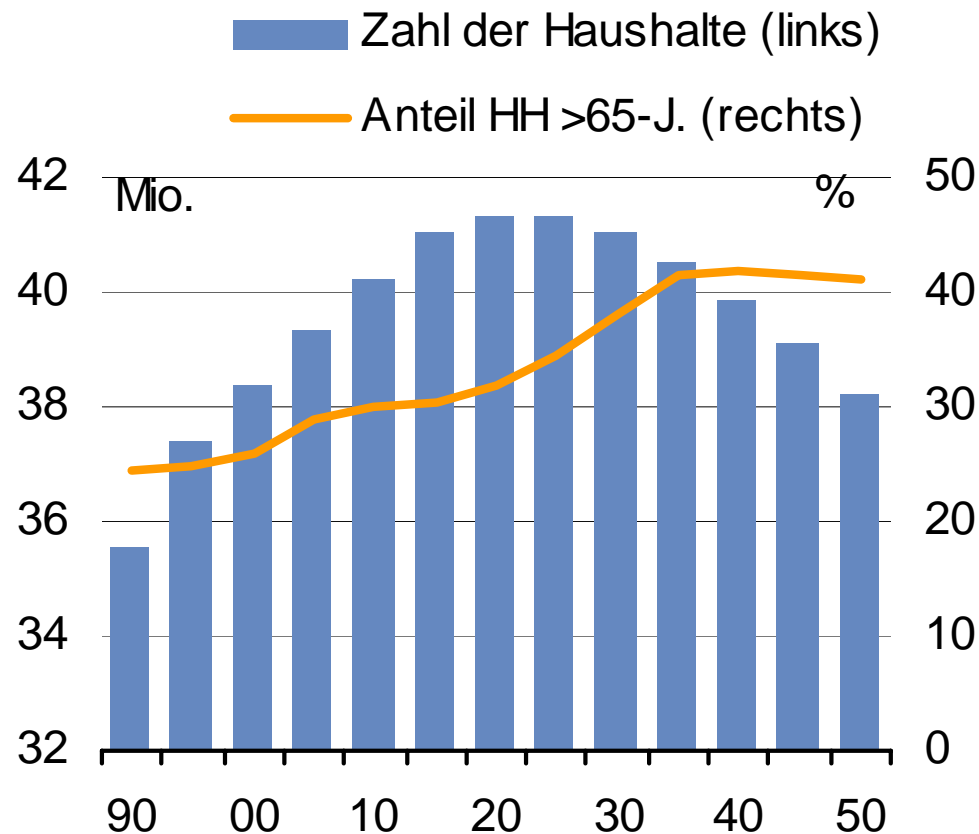
Lebenszyklus-, Kohorten- und Remanenzeffekt



Quellen: Stat. BA, EVS 1983, 1993, 2003

- Der Jahrgang 1963 hat in den 20 Jahren zwischen EVS 83 und EVS 2003 seine Flächenversorgung erheblich gesteigert (Lebenszykluseffekt)
- In derselben Zeit hat der Jahrgang 1933 jedoch nur mäßig Fläche je Haushalt eingebüßt (Remanenzeffekt)
- Die Senioren verfügen beim EVS 03 über deutlich mehr Fläche als die Senioren des EVS 83 (Kohorteneffekt)

Zahl der Haushalte nimmt weiter zu

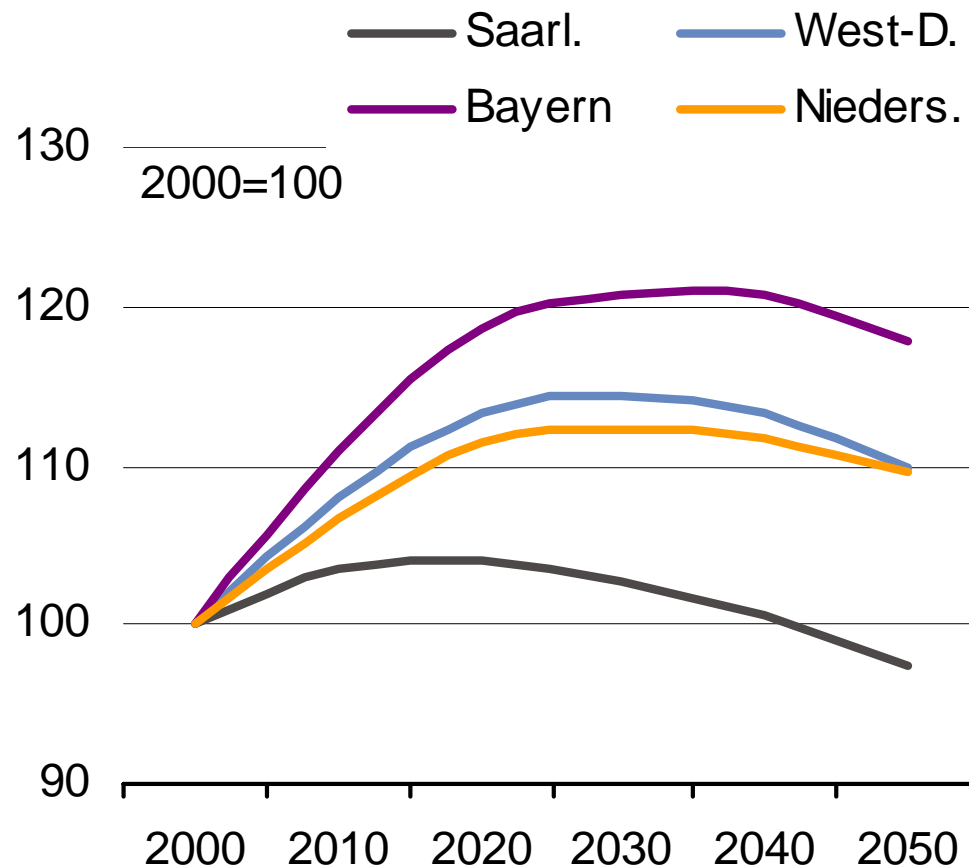


Quellen: Stat. BA, DB Research

- Durchschnittliche Haushaltsgröße ist bei älteren Haushalten kleiner als bei Familienhaushalten
- In der Altersgruppe 35-45 ist die durchschnittliche Haushaltsgröße bei rd. 2,7 Personen, bei den über 75-Jährigen indes unter 1,5 Personen.



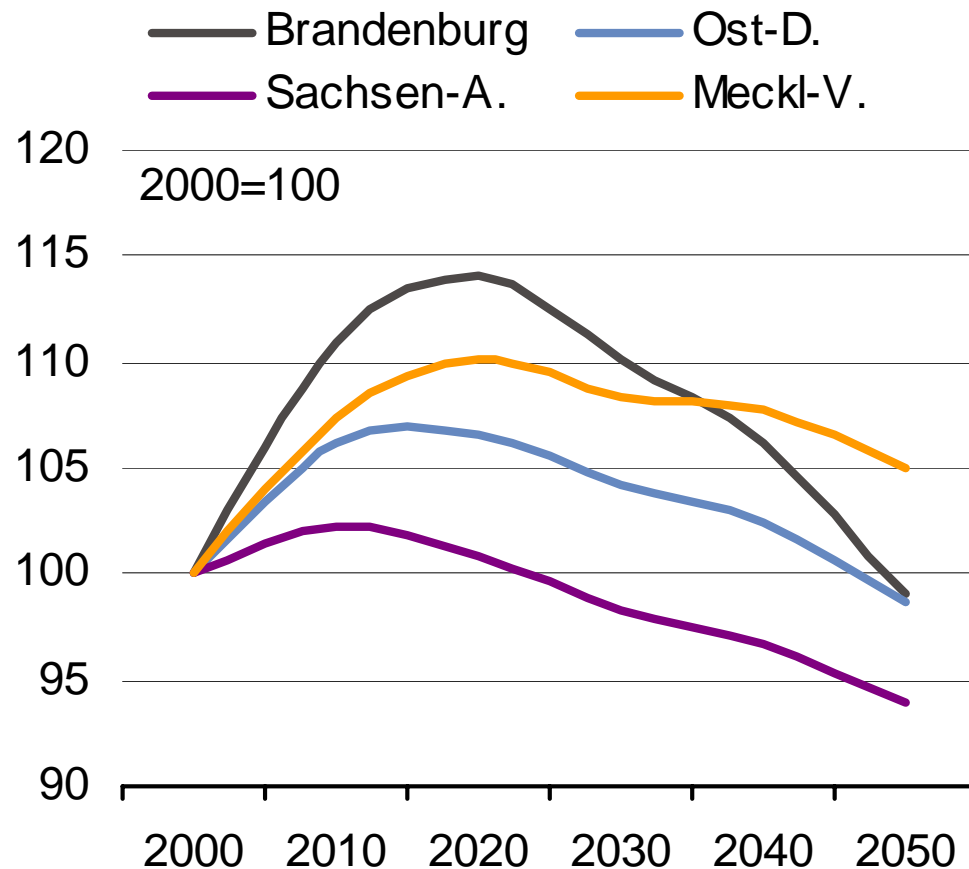
Prognose der Wohnungsnachfrage in Westdeutschland



Quelle: DB Research

- Bis 2020 steigt die Wohnflächennachfrage in Westdeutschland noch deutlich
- Erst nach 2030 setzt der beschleunigte Rückgang ein
- Starke regionale Unterschiede – in Fortzugsgebieten besteht nur noch geringes Wachstumspotenzial

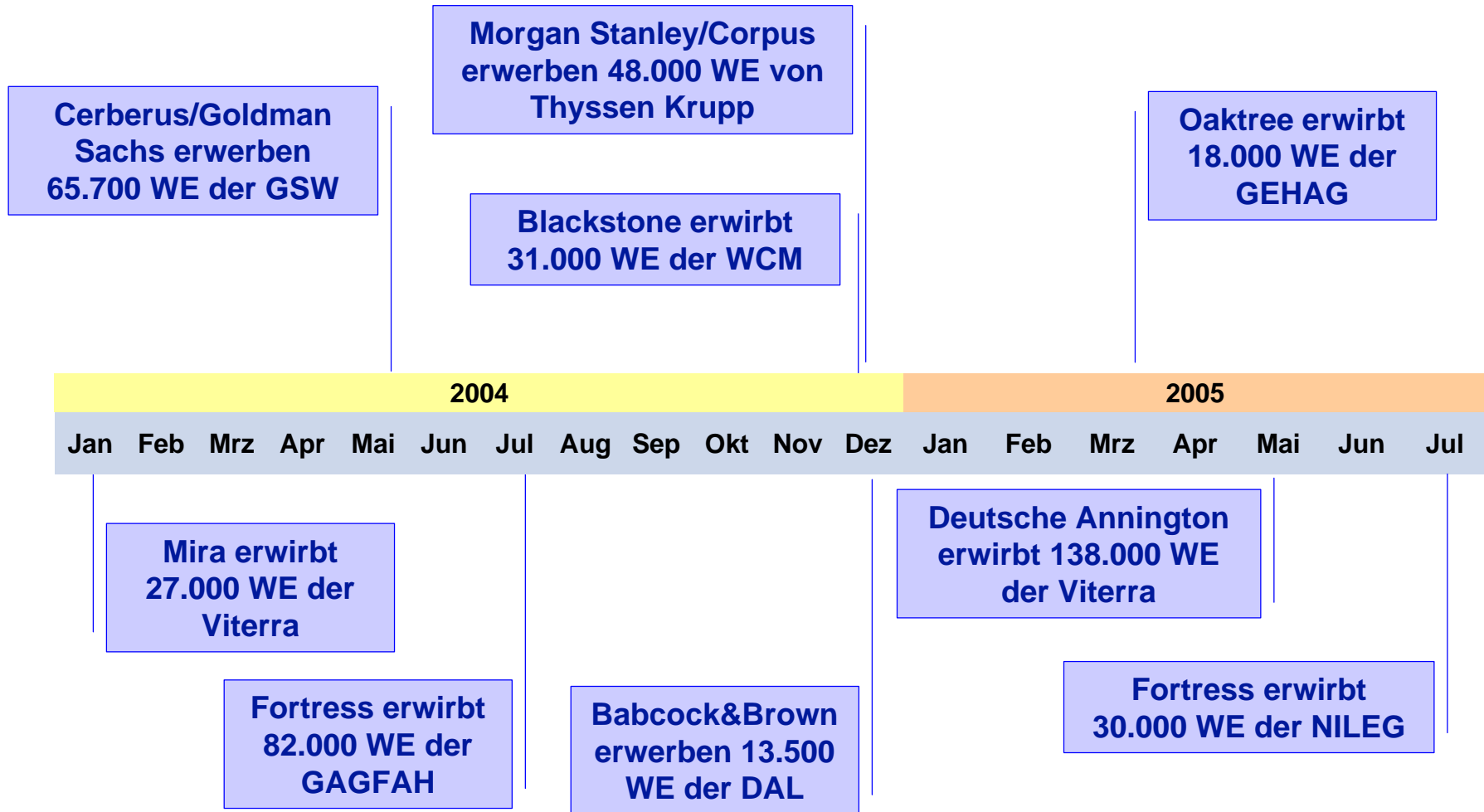
Prognose der Wohnungsnachfrage in Ostdeutschland



Quelle: DB Research

- Deutlich gedämpfte Entwicklung – trotz des hohen Nachholbedarfs
- Brandenburg profitiert von der Hauptstadt Nähe – große Unterschiede innerhalb Brandenburgs
- Mecklenburg-Vorpommern bietet durch Küste und Seen reizvolle Alterswohnsitze und schneidet trotz schwacher Industriebasis gut ab

Wichtige Transaktionen seit Anfang 2004



WE = Wohneinheiten



Marktversagen auf dem Wohnungsmarkt?

- Effizienzaspekte -

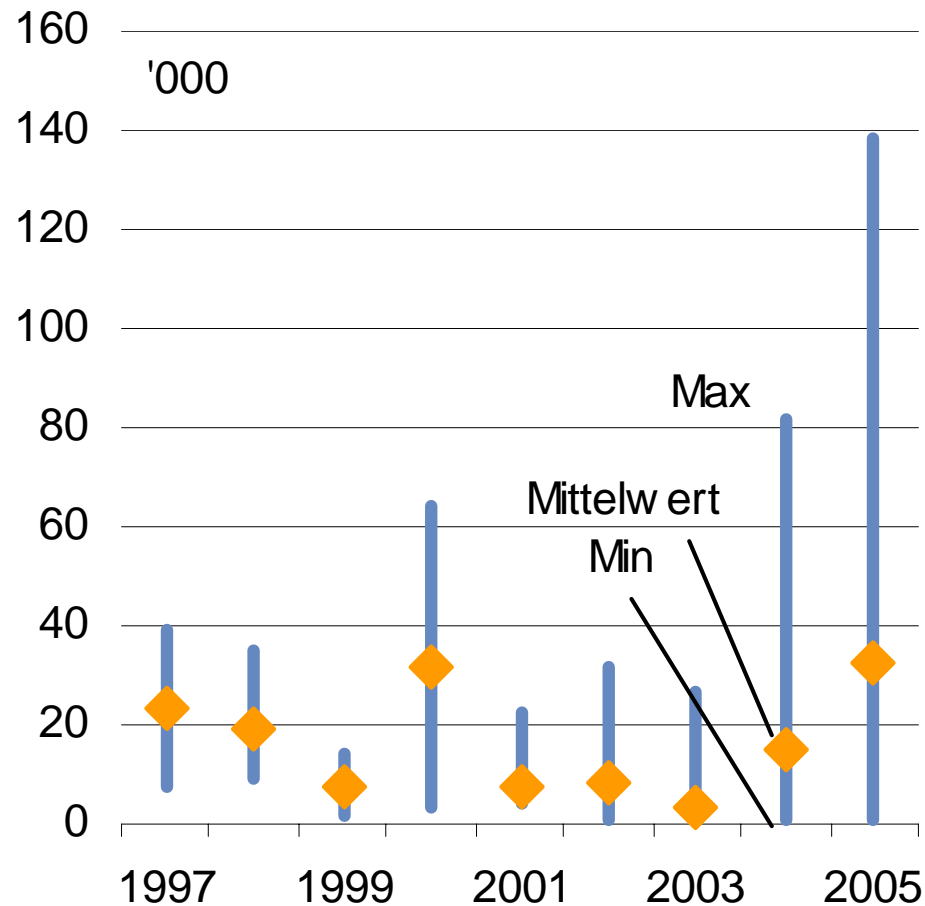
Eingriffstatbestand	Anwendung auf Wohnungsmarkt
Problem öffentlicher Güter	Für Wohnungen gilt Ausschluss- und Rivalitätsprinzip. Sie sind also private Güter
Externe Effekte	Z.B. gemeinschaftliche Aufgaben (Stadtentwicklung). Andererseits auch positive externe Effekte bei Privateigentum. Nettoeffekt unklar
Unteilbarkeiten (natürliche Monopole)	Größenvorteile sind gering und lassen sich auch privat realisieren
Anpassungsmängel	Es gibt Anpassungsmängel. Diese bestehen aber auch bei öffentlicher Bereitstellung
Informationsasymmetrien	Immobilien als Vertrauensgüter. Dem muss aber nicht durch öffentliche Bereitstellung begegnet werden

Quelle: DB Research

Wie gesund ist diese Entwicklung?

- Warum werden gerade jetzt so viele Portfolios gehandelt?
- Warum sind vornehmlich ausländische Akteure auf dem deutschen Markt aktiv?
- Was ist an einem Immobilienmarkt interessant, dessen Wirtschaft nur unterdurchschnittlich wächst, dessen Preise kaum steigen und dessen Wirtschafts- und Konsumstimmung nicht überzeugen?
- Warum werden vornehmlich Wohnimmobilien-Portfolios gehandelt?
- Sind die Preise der Portfolios zu hoch?
- Wie lange wird diese Begeisterung anhalten?
- Was passiert danach mit den Portfolios bzw. den Immobilien?
- Was hat die Diskussion um REITs mit der Entwicklung zu tun? Was ist, wenn REITs doch nicht kommen?

Entwicklung der Portfoliotransaktionen



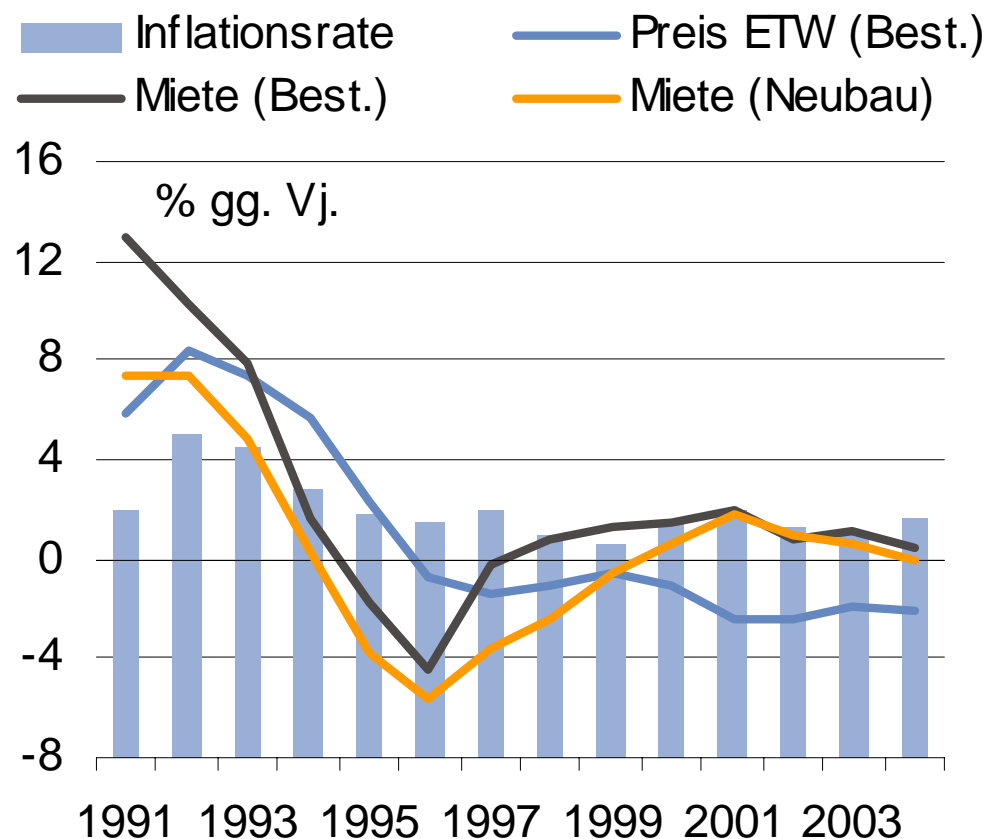
Quelle: Deutsche Bank

- Es gibt nicht nur mehr Transaktionen als in früheren Jahren,...
- ...die durchschnittlichen Portfoliogrößen nehmen auch zu
- Weiterhin werden aber auch kleine Portfolios gedreht – das wird in Zukunft noch häufiger der Fall sein
- Durchschnittliche Preise je Wohneinheit sind in der letzten Zeit spürbar angestiegen

Verkäuferperspektive: Verkauf von Wohnungen ist sinnvoll

- Die öffentliche Hand besitzt fast 3 Mio. Wohnungen. Ein so massives Engagement auf dem Wohnungsmarkt ist nicht (mehr) gerechtfertigt
 - Der Markt kann das Gut Wohnen effizient anbieten (effiziente Allokation)
 - Aber: Verteilungsergebnisse von Marktprozessen können staatliche Intervention zum Teil rechtfertigen. Das Verteilungsziel kann aber kosteneffizient durch Belegungsrechte statt der direkten Bereitstellung erreicht werden
 - Bei allen Transaktionen spielen Sozialkataloge eine wichtige Rolle; Standards haben sich etabliert. Solche Kataloge haben aber freilich auch einen Preis
 - Das fiskalische Argument ist als Katalysator des Prozesses wichtig
- Fokussierung auf das Kerngeschäft für private Unternehmen notwendig
 - Zwar gibt es geringe Diversifizierungsvorteile für Konglomerate,...
 - ...diese werden aber durch hohe Transaktionskosten und Transparenzprobleme erkaufte

Käufersicht: Ist dieser undynamische Markt attraktiv?

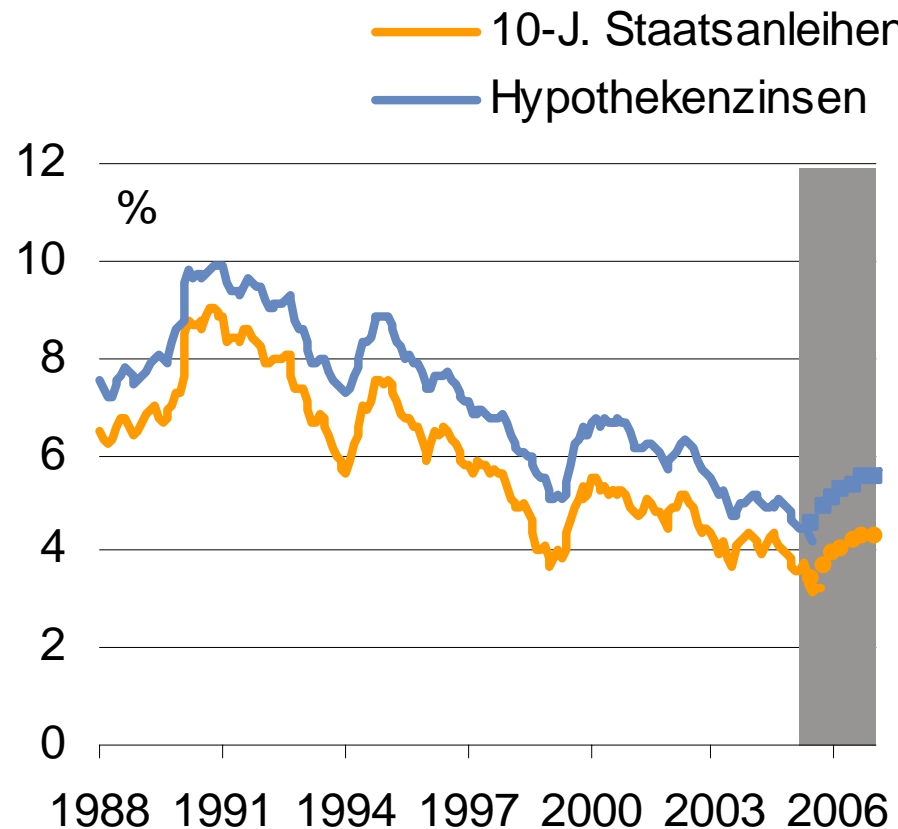


- Preise für Eigentumswohnungen gehen seit Jahren zurück
- Neubaumieten stagnierten zuletzt nach deutlichen Rückgängen in der zweiten Hälfte der 90er Jahre
- Bestandsmieten steigen nur sehr geringfügig – Zuwachs unterhalb der allgemeinen Teuerung

Jeweils Mittelwerte für 50 resp. über 100 deutsche Städte in Ost und Westdeutschland

Quellen: BulwienGesa, Stat. BA, DB Research

Langfristige Zinsen auf Tiefststand

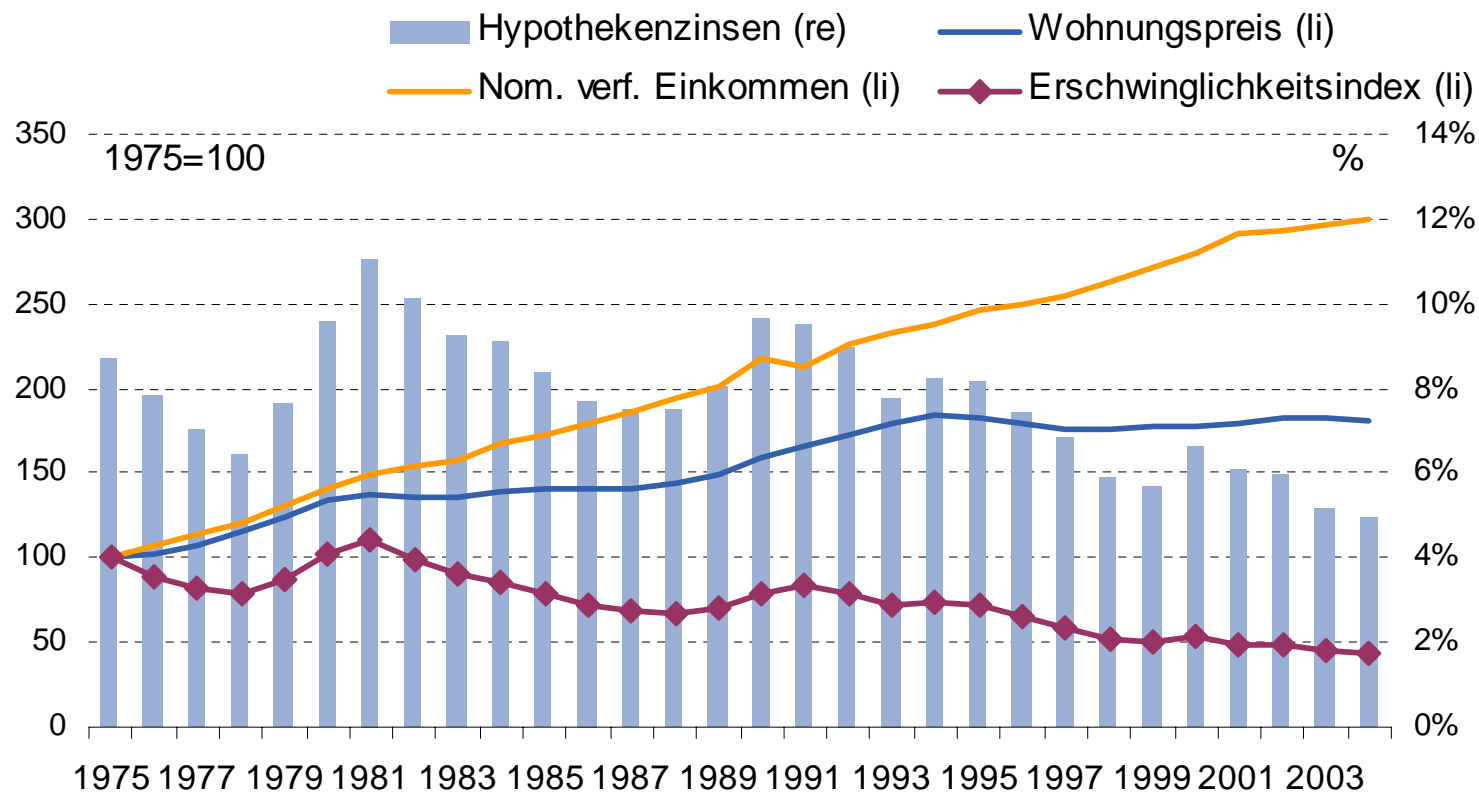


Quellen: Bundesbank, EZB, DB Research

- Die langfristigen Zinsen sind zu Beginn 2005 weiter gefallen
- Die getrübbten Konjunkturaussichten machen einen kräftigen Anstieg auch nicht sehr wahrscheinlich
- In den nächsten zwei Jahren werden Zinsen allenfalls moderat anziehen
- Die niedrigen Zinsen erlauben einen hohen Fremdkapitalanteil zur Finanzierung der Transaktionen (Leverage-Effekt)

Wohnungen sind heute deutlich „günstiger“ als 1990

- Erschwinglichkeitsindex, Deutschland insgesamt -



Quellen: BulwienGesa, Bundesbank, OECD, DB Research

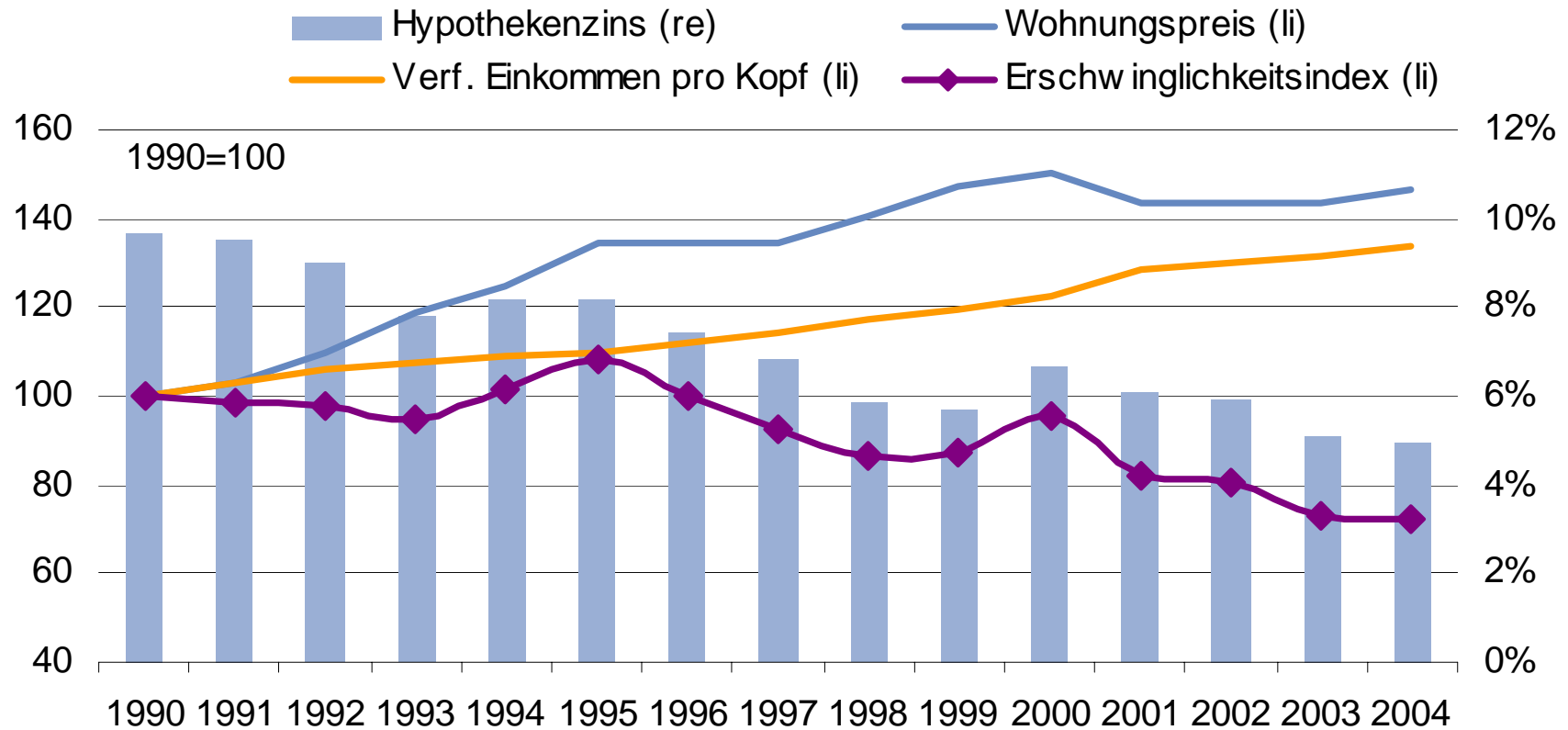
Der Erschwinglichkeitsindex misst die Hypothekenzahlungen für eine durchschnittliche Wohnung mit 80 m² bei 25-jähriger Laufzeit der Hypothek in Relation zum verfügbaren Einkommen pro Kopf in Deutschland

Deutsche Bank Research



Wohnungen sind heute deutlich „günstiger“ als 1990

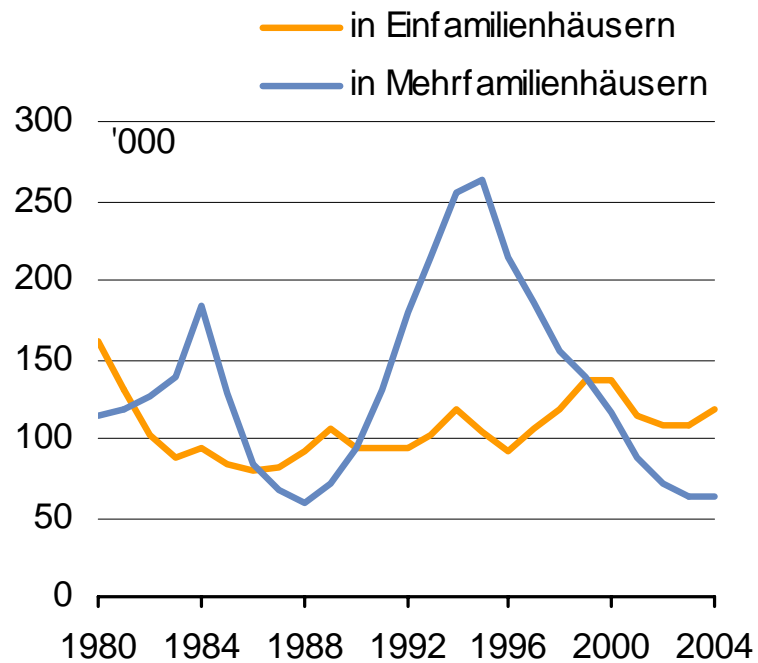
- Erschwinglichkeitsindex, Beispiel Frankfurt a. M. -



Quellen: BulwienGesa, Bundesbank, OECD, DB Research

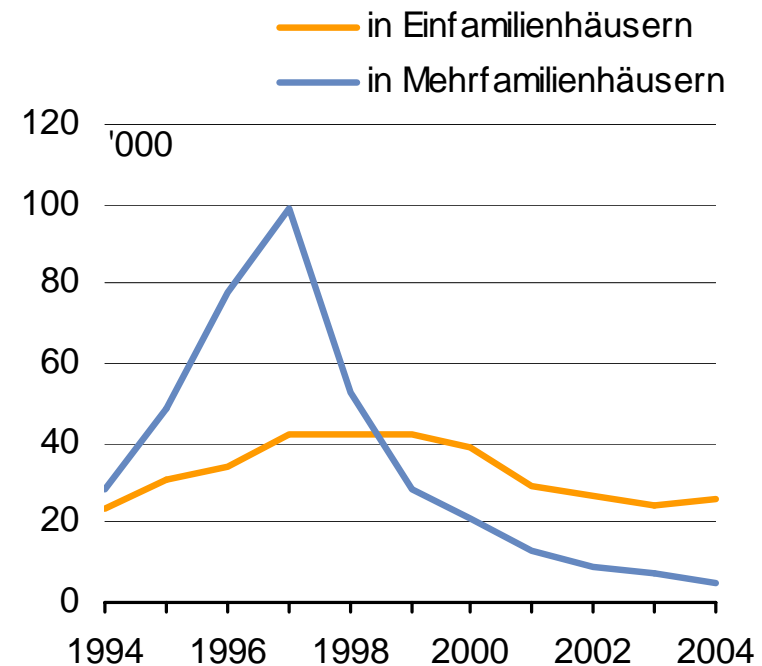
Fertigstellungszahlen unter mittelfristigem Bedarf

Westdeutschland



Quelle: Stat. BA

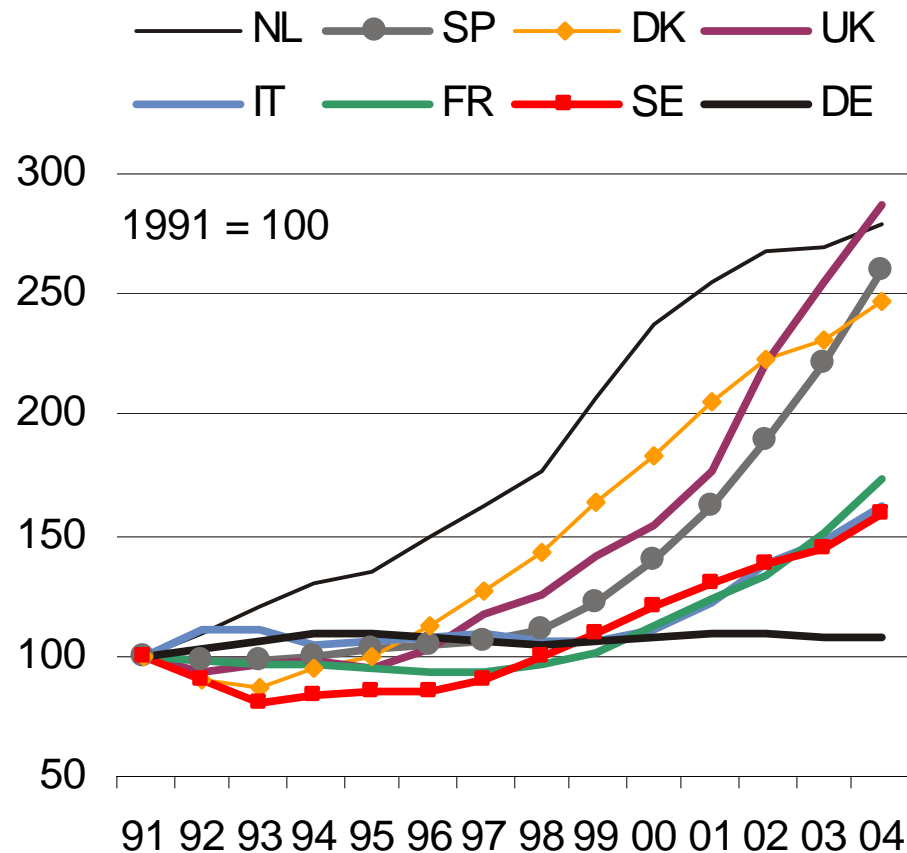
Ostdeutschland



Deutsche Bank Research



Hauspreise im Ausland mit wenig Aufwärtsphantasie

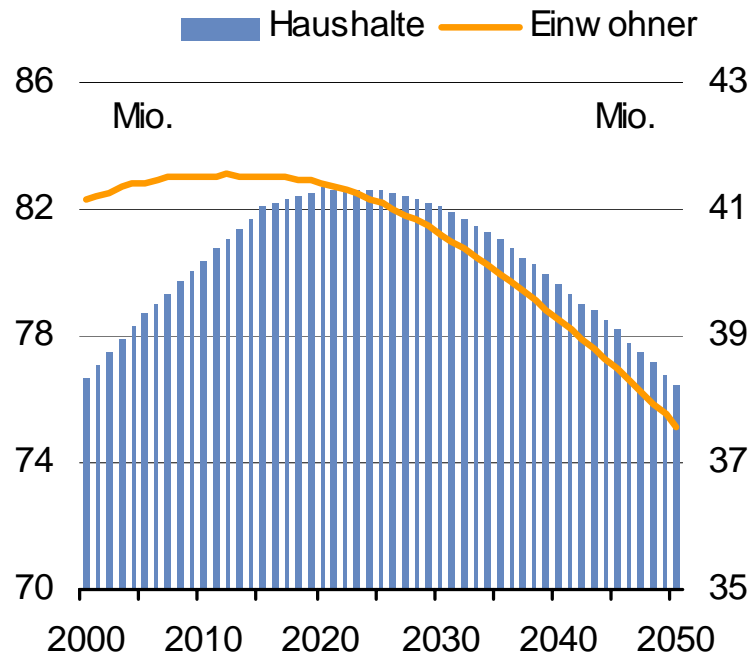


Quellen: Nationwide, Nat. Stat. Ämter, BulwienGesa, NVM

- In Deutschland liegen die Preise heute nur unwesentlich über dem Niveau von 1991
- In den meisten anderen europäischen Ländern legten die Hauspreise hingegen deutlich zu
- Das Risiko von kräftigen Preiskorrekturen in Spanien, Frankreich oder UK ist zuletzt deutlich gestiegen
- Die Alternativen auf den europäischen Wohnimmobilienmärkten sind also derzeit begrenzt

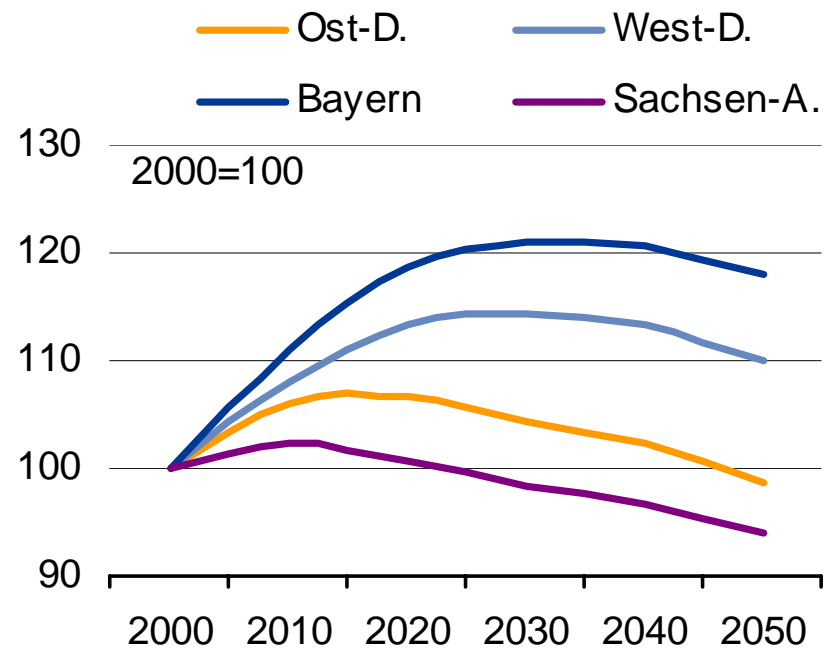
Demografische Entwicklung in Deutschland begrenzt Wohnungsnachfrage – langfristig

Zahl der Einwohner und Haushalte



Quellen: Stat. BA, DB Research

Entwicklung der Wohnungsnachfrage

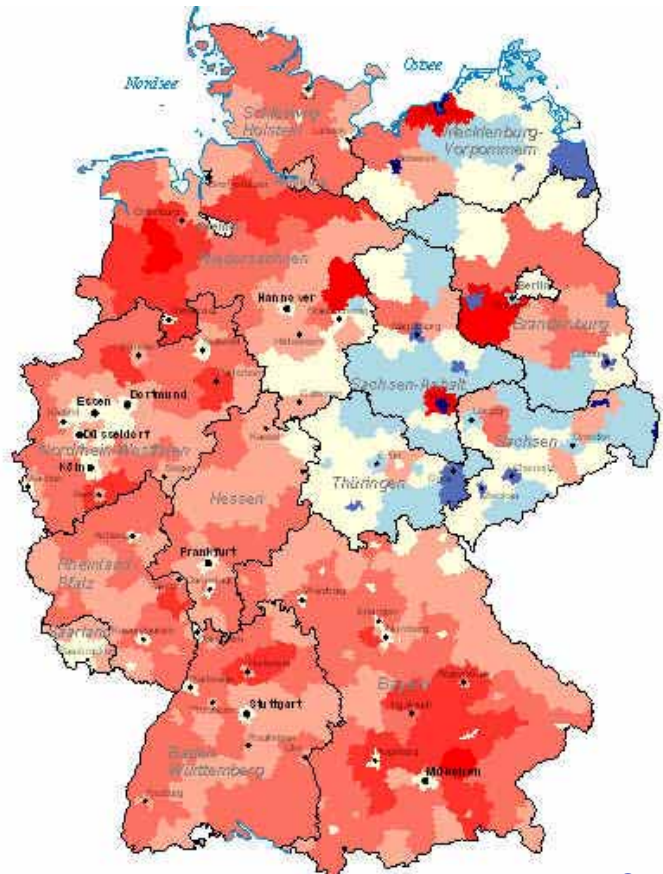


Deutsche Bank Research



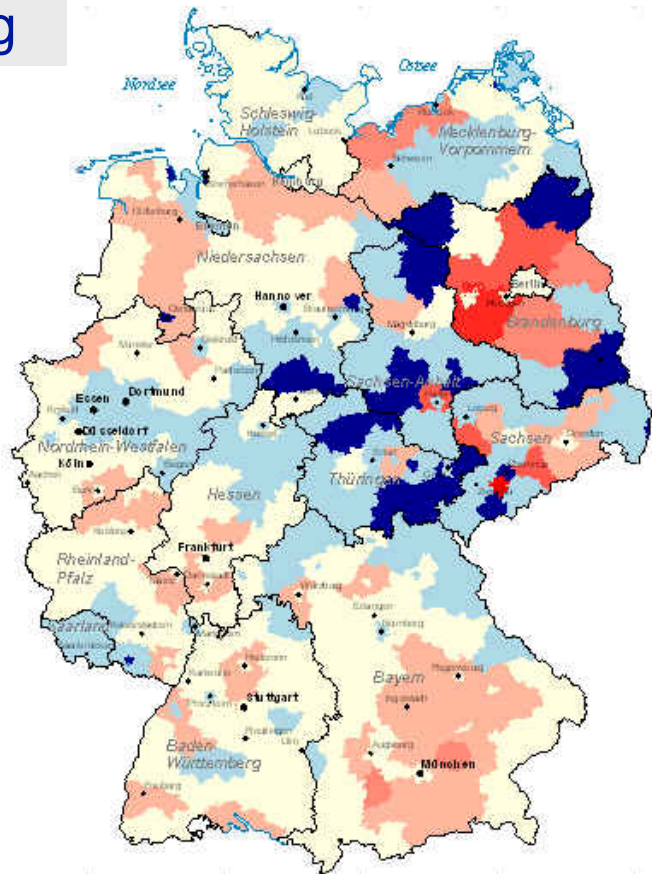
Regionale Unterschiede werden verstärkt

1990-2000 in %



Bevölkerungs-
entwicklung

2000-2020 in %



rot = Zunahme
blau = Abnahme

Quelle: BBR

Wie sinnvoll ist also ein Engagement auf dem deutschen Wohnungsmarkt?

PRO	CONTRA
Der deutsche Immobilienmarkt ist stabil - geringes Risiko eines Preisverfalls	Zuletzt nur sehr geringes Einkommenswachstum
Finanzlage der Kommunen und Ertragsdruck der Unternehmen macht Blockverkäufe sinnvoll	Regionale Unterschiede sind sehr groß
In den Wohnungsportfolios liegen Effizienzpotenziale	Ungünstige demografische Entwicklung
Deutsche Investoren sind noch vorsichtig auf dem deutschen Markt für Wohnungen	Deutscher Wohnungsmarkt ist stark reguliert (z.B. Mietrecht)
Zahl der Neubauten (v.a. Mehrfamilienhausbau) sind einem historischen Tief nahe	In Ostdeutschland stehen bereits 1,3 Mio. Wohnungen leer (16% des Bestands)
Wechselkurstrend könnte Investitionen in Euroland begünstigen	Staatliche Förderung für Wohnungsbau und Hauskauf dürfte in den nächsten Jahren weiter eingeschränkt werden
Zinsen sind noch immer sehr niedrig	Die Zinswende steht unmittelbar bevor

Quelle: DB Research



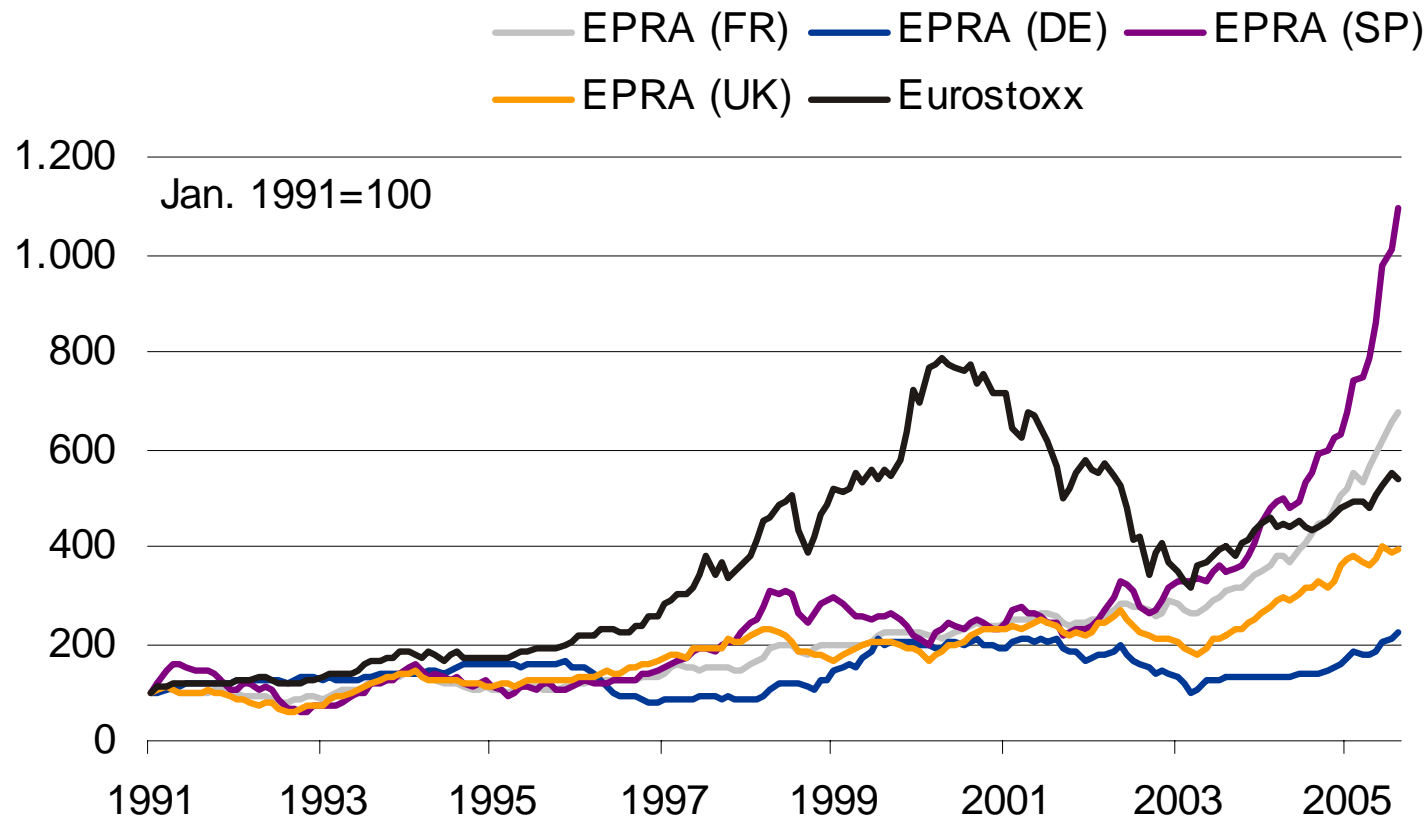
Baukasten für Modelle in der Wohnungsprivatisierung

- Konsistente Strategie entscheidend -

Operative Pläne	Mieterprivatisierung Direktverkauf an Mieter - relativ hohe Renditen Aber: Begrenzte Marktgröße, und das Restantenproblem senkt Portfoliowert	Aktives Management Erhöhen der Effizienz - Ertragsmanagement (Leerstände und Mieter) - Kostenreduktion - Vorbereiten des Ausstiegs Aber: Politisch sensibel	Neupositionierung Aufwerten von Objekten - Renovierung - Spezialimmobilien, Aber: Es muss einen Bedarf für Aufwertungsarbeiten geben.
	Refinanzierung Fremdkapitalaufnahme, - Verbriefen - Mezzanine Finanzierung Aber: Noch kein finaler Ausstieg. Auch die Flexibilität sinkt.	Blockverkäufe Verkauf v. Teilportfolios - schneller und günstiger als Mieterprivatisierung Aber: Dadurch wird die Wertschöpfung auf die nächste Stufe verlagert	Immobilienfonds/REITs Indirekte Immobilienanlagen - Gute Ausstiegsstrategie - Attraktive Renditen - Erhalt des Managements Aber: Markttiefe muss gewährleistet sein
	Finanzierungspläne		

Quelle: Deutsche Bank

Entwicklung der Immobilienaktien - im Vergleich zum Eurostoxx -



Quelle: DJ, EPRA

Europas Trend zu REIT-Strukturen I

**REIT-ähnliche Strukturen gibt es in den NL, BE und FR.
In UK, DE, SP, FI und IT wird die Einführung diskutiert**

Vorzüge

- REITs erleichtern den Vergleich der direkten mit der indirekten Immobilienanlage
- In Ländern mit unterentwickeltem Immobilienaktienmarkt, könnten REITs als Katalysator für die Entwicklung einer neuen Aktienklasse gelisteter Immobilienunternehmen wirken
- REIT-ähnliche Strukturen sind für Investoren aus den USA, Australien und Asien ein vertrautes Vehikel. Das könnte helfen, neues Kapital zu gewinnen
- Empirisch, ist der Discount zum NAV (Net asset value) einer Immobilienaktiengesellschaft in Ländern mit REIT-Strukturen niedriger als in Ländern ohne eine solche Struktur. Die Ankündigung von REITs hat in der Vergangenheit dazu geführt, dass der Discount abnahm

Europas Trend zu REIT-Strukturen II

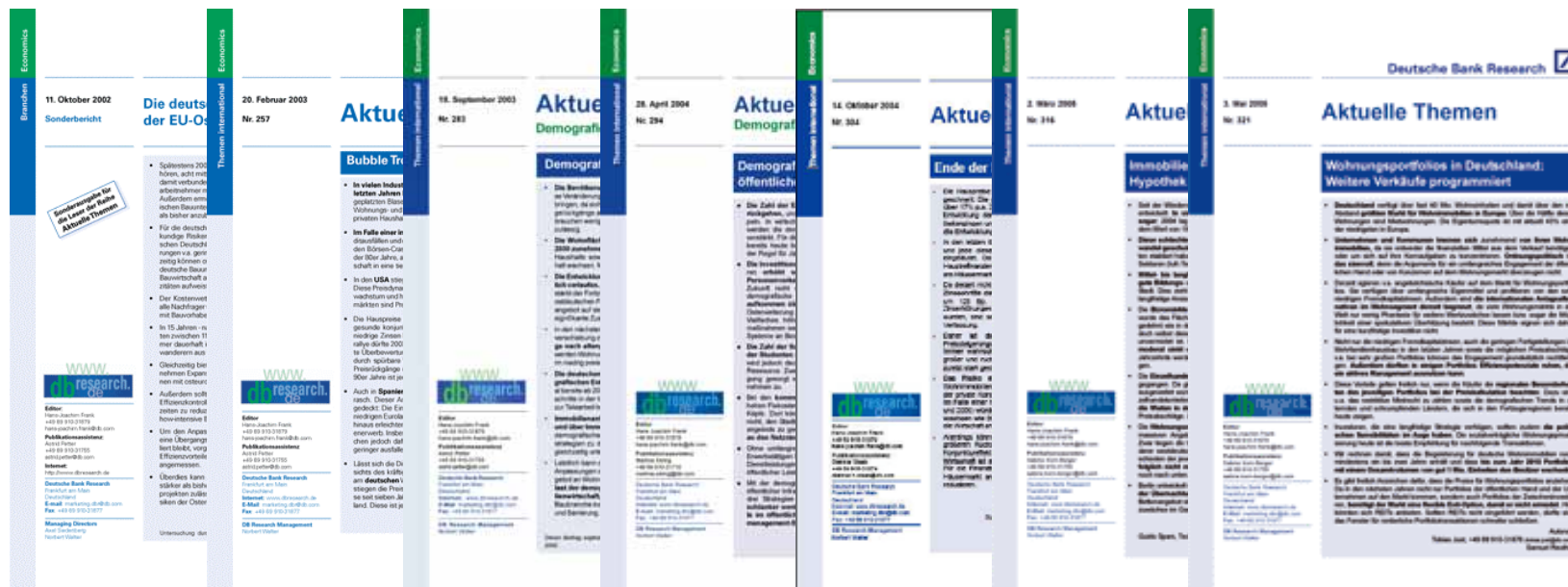
Risiken / Herausforderungen

- Die Steuerbehörden befürchten Steuerausfälle. Es muss also ein aufkommensneutraler Übergang zu REITs gewährleistet sein
- Mobilisierung sollte als flankierende Maßnahme motiviert werden, da der Erfolg von REITs auch davon abhängt, dass das gesamte Investitionsuniversum wächst. Mobilisierung von Unternehmens- und öffentlichen Immobilien bietet in vielen Ländern noch Potenzial
- Ziel sollte eine europäische REIT-Struktur sein, um die Transaktionskosten zu reduzieren. Landesspezifische REITs sind der wichtige erste Schritt
- Der Schönheitswettbewerb hat gerade erst begonnen – es gibt First-Mover-Vorteile. Diese sichern die begehrten Expertenarbeitsplätze
- Einige Immobilienaktienmärkte haben sich sehr stark entwickelt. Eine mögliche und vorübergehende Abkühlung dieser Märkte darf kein Gegenargument sein, da gelistete Gesellschaften immer volatiler sind

Schlussbemerkungen

- Für Verkäufer ist die Zeit der Veräußerung günstig
 - Markteingriffstatbestände größtenteils heute nicht mehr überzeugend und finanzielle Engpässe in vielen Kommunen
 - Internationale Investoren suchen nach geeigneten Plattformen (große Portfolios), um auf dem Markt vertreten zu sein. Das wirkt preiserhöhend
 - Zinstrends lassen Möglichkeitsfenster nicht mehr sehr lange offen
- Auch für Käufer spricht derzeit viel für ein Engagement
 - Niedrige Zinsen ermöglichen bei hohem Fremdkapitalanteil gute Eigenkapitalrenditen
 - Effizienzpotenziale wahrscheinlich. Aber: Preise für Portfoliowohnungen steigen
 - Und: Politische Sensibilitäten beachten
- Wir rechnen mit weiteren Verkäufen von rd. 1 Mio. Wohneinheiten bis 2010. (Großer Teil bereits bis Ende 2006 abgewickelt) – BulwienGesa rechnet sogar mit 3-4 Mio. Einheiten
- REITs als Vehikel grundsätzlich interessant, aber noch Hürden zu nehmen

Mehr Informationen (Auswahl) www.dbresearch.de



- Die deutsche Bauwirtschaft im Zuge der EU-Osterweiterung (2002)
- Bubble Trouble am Wohnungsmarkt (2003)
- Demografie lässt Immobilien wackeln (2003)
- Demografische Entwicklung verschont öffentliche Infrastruktur nicht (2004)
- Ende der Hauspreis-Rallye in UK in Sicht (2004)
- Immobilienmarkt Berlin: Mit schwerer Hypothek in die Zukunft (2005)
- Wohnungsportfolios in Deutschland: Weitere Verkäufe programmiert (2005)

