



## IM BLICKFELD

### Bundesbank bleibt wachsam

Weiter steigende Preise bei den Assets, längere Zinsbindungsfristen, laxere Kreditvergabestandards und eine drohende Abkühlung der Konjunktur. Einmal mehr ruft die aktuelle Entwicklung auf den Immobilienmärkten die Finanzstabilitätswächter der Deutschen Bundesbank auf den Plan. „An Wohnimmobilienmärkten können sich vor allem dann Risiken für die Finanzstabilität ausbauen, wenn Preisüberbretreibungen mit einer exzessiven Kreditvergabe und einer starken Lockerung einhergehen. Insbesondere besteht die Gefahr, dass Marktteilnehmer Risiken aus der Wohnimmobilienfinanzierung systematisch unterschätzen“, heißt es im aktuellen Finanzstabilitätsbericht. Und für all das haben Vorstandsmitglied Claudia Buch und ihre Kollegen Anzeichen gefunden.

So setzt sich der Preisaufschwung am deutschen Wohnimmobilienmarkt unvermindert fort, allerdings etwas langsamer. So stiegen die Preise bundesweit im vergangenen Jahr Berechnungen zufolge nur noch um 6,8 Prozent im Schnitt, 2017 waren es noch 8,3 Prozent. Die von der Bundesbank seit einigen Jahren festgestellte Überbewertung in Teilen des Marktes, vor allem den Ballungszentren, liegt laut aktuellem Finanzstabilitätsbericht zwischen 15 und 30 Prozent. Allerdings ist damit die Range der Überbewertung deutlich breiter geworden und auch die Untergrenze von 15 Prozent ist niedriger als in den Jahren zuvor, als Preisüberbretreibungen zwischen 20 und 30 Prozent festgestellt wurden. Zweitens wurde die Kreditvergabe kontinuierlich ausgeweitet. Bis zum Ende des dritten Quartals 2018 wurden 4,4 Prozent mehr Wohnungsbaukredite vergeben als im Vorjahr. Allerdings relativieren die Währungshüter diesen Punkt, denn zum einen lag die Wachstumsrate unter dem langjährigen Durchschnitt seit Anfang der 80 Jahre von 4,8 Prozent. Und zum anderen erscheine die derzeitige Kreditentwicklung auch im Verhältnis zur nominalen Wachstumsrate des BIP nicht ungewöhnlich, heißt es.

Spannend in diesem Zusammenhang ist die Entwicklung der Marktanteile, denn sie zeigt eine spürbar größere Aktivität der beiden Verbände. So steigerten die Sparkassen ihren Anteil an den insgesamt ausstehenden Krediten an inländische Haushalte in den vergangenen acht Jahren von 30 auf 33 Prozent und die Genossen den ihren von 20 auf 25 Prozent. Die Kreditbanken hielten sich dagegen zurück und weisen nach wie vor einen Anteil von 25 Prozent aus. Mit etwas mehr Skepsis betrachten die Währungshüter, dass in der jüngsten Umfrage des Eurosystems zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) die 34 erfassten Institute aus Deutschland unisono angaben, ihre Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten zum fünften Mal in Folge gelockert zu haben. Klar, der Wettbewerb ist angesichts der anhaltenden Niedrigzinsphase und dem damit verbundenen Mangel an Anlagealternativen groß und das Schließen der Nachfragerlücke kombiniert mit dem enormen Liquiditätsüberhang der Institute könne dazu führen, dass Standards gelockert werden, wie Claudia Buch anmerkte. Allerdings stellt die Bundesbank selbst fest, dass die Ergebnisse des Bank Lending Surveys nicht darauf schließen lassen, dass die Banken die Sicherheitserfordernisse bei der Wohnimmobilienfinanzierung merklich reduziert haben oder die Beleihungsausläufe wesentlich gestiegen sind.

Bleibt das wachsende Zinsänderungsrisiko als Unsicherheitsfaktor. Laut Finanzmarktstabilitätsbericht hat sich der Anteil der Finanzie-

rungen mit einer zehnjährigen Zinsbindung von 26 Prozent im Jahr 2010 auf zuletzt 45 Prozent fast verdoppelt. Ein Zinsanstieg würde die Refinanzierung schnell verteuern, während die Zinseinnahmen aber nur verzögert steigen würden. Daraus schließt die Bundesbank, dass das deutsche Bankensystem insgesamt verwundbarer geworden ist, wobei Sparkassen und Kreditgenossenschaften hiervon deutlich stärker betroffen wären als größere Banken.

Insgesamt bleibt die Bundesbank damit wachsam, gibt aber auch Entwarnung: Für einen Einsatz der vor einigen Jahren neugeschaffenen makroprudenziellen Instrumente sei derzeit kein Bedarf, betonten Claudia Buch und ihr Kollege Joachim Würmeling, der in diesem Jahr die Verantwortung für die Bankenaufsicht in Vorstand der deutschen Bundesbank übernommen hat. Schließlich hätten auch die diversen Stresstests, Niedrigzinsumfragen oder Comprehensive Assessments den deutschen Instituten eine gestiegene Widerstandsfähigkeit bestätigt. Immerhin! Solange die Geldpolitik und die Regulierung den Banken und Sparkassen allerdings ihre Ertragsmöglichkeiten permanent schmälert, werden diese weiterhin in Wohnimmobilienfinanzierungen investieren – und damit kann auch der kommende Finanzstabilitätsbericht 2019 wieder vor gestiegenen Risiken warnen. P.O.

### Immobilien oder Banken?

Eigentlich ist doch alles wie immer: Erträge geliefert, Kosten gesenkt, Neugeschäft gesteigert und Ergebnisprognosen bestätigt (beziehungsweise sogar erhöht). Die Zahlenwerke der beiden großen börsennotierten Immobilienbanken Deutsche Pfandbriefbank und Aareal Bank zum dritten Quartal 2018 können sich einmal mehr sehen lassen. Im Fall der pbb steht nach neun Monaten ein deutlich verbesserter Zins- und Provisionsüberschuss in Höhe von 338 Millionen Euro (plus elf Prozent) zu Buche, gleichzeitig konnte der Verwaltungsaufwand nochmals leicht auf 136 (141) Millionen Euro gesenkt werden. Unterm Strich liegt das Vorsteuerergebnis mit 171 Millionen Euro rund zehn Prozent über dem des Vorjahreszeitraums. Die Guidance für das Gesamtjahr 2018 wurde deshalb bereits zum zweiten Mal im laufenden Jahr auf nunmehr 205 bis 215 (bisher: 175 bis 195) Millionen Euro angehoben.

Auf Kurs ist auch die Aareal Bank, die in den ersten neun Monaten dieses Jahres 199 Millionen Euro verdient hat. Das ist zwar deutlich weniger als zum selben Zeitpunkt des Vorjahres (262 Millionen Euro), allerdings muss hier ein 2017 angefallener positiver Sondereffekt in Höhe von 50 Millionen Euro aus der Auflösung von Rückstellungen bei einer Tochtergesellschaft berücksichtigt werden. Den kürzlich infolge der vereinbarten Übernahme der Düsseldorfer Hypothekenbank angehobenen Ergebniskorridor von 312 bis 352 Millionen Euro sollte die Aareal jedenfalls problemlos erreichen.

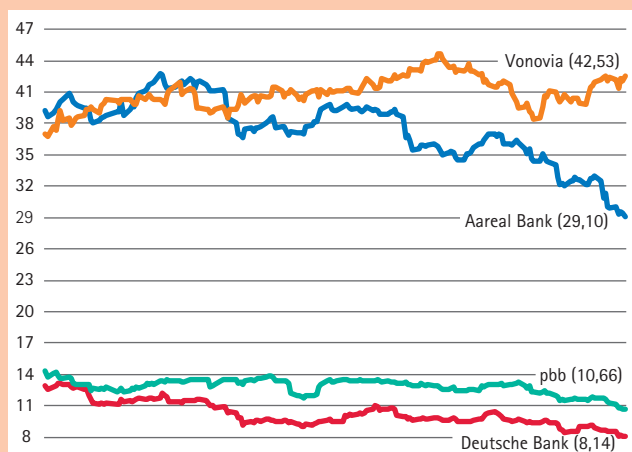
Darüber hinaus dürften die Wiesbadener beim Verwaltungsaufwand leicht unter der für das Gesamtjahr 2018 avisierten Bandbreite von 470 bis 500 Millionen Euro auslaufen und das Neugeschäftsziel für 2018 wurde auf eine Spanne zwischen acht und neun statt bislang sieben und acht Milliarden Euro angehoben. Lediglich eine Enttäuschung gab es bei der Aareal zu vermelden: Der Zinsüberschuss ist im dritten Quartal relativ deutlich auf 131 (3. Quartal 2017: 144) Millionen Euro zurückgegangen. Hier mach-

te sich das mit 5 (3. Quartal 2017: 20) Millionen Euro unerwartet niedrige Abgangsergebnis, in dem die Einnahmen für vorzeitige Kreditrückzahlungen erfasst sind, negativ bemerkbar. Alles halb so wild also – sollte man meinen. Doch diese kleine Schwäche im operativen Geschäft reichte aus, um die Aareal-Aktie auf steile Talfahrt zu schicken: Bis zu sieben Prozent verlor sie im unmittelbaren Anschluss an die Zahlenvorlage – eine objektiv betrachtet überzogene Reaktion. Dass den hypernervösen Börsianern derzeit mit rationalen Argumenten nicht beizukommen ist, musste im Übrigen auch die pbb feststellen, deren Kursentwicklung zuletzt ebenfalls enttäuschte.

Deutlich besser läuft es derweil interessanterweise bei anderen Immobiliertiteln, insbesondere dann, wenn das zugrunde liegende Geschäftsmodell auf Wohnimmobilien abstellt. So ist die Aktienperformance führender Unternehmen in diesem Segment (TAG Immobilien, Deutsche Wohnen, LEG Immobilien und mit Abstrichen auch Vonovia) seit Jahresbeginn durchaus ansehnlich und allen Turbulenzen in den vergangenen Wochen zum Trotz auch robust. Ganz offensichtlich ordnen Investoren die Anteilsscheine von Aareal und pbb eher dem Banken- als dem Immobiliensektor zu. Wie sonst lässt sich erklären, dass die Aareal-Aktie seit ihrem Zwölf-Monats-Hoch aus dem April dieses Jahres rund 30 Prozent (!) – und damit quasi genauso viel wie die Titel der Deutschen Bank und Commerzbank – an Wert verloren hat? Die parallele Kursentwicklung zu den arg gebeutelten Großbanken ist eine bittere Pille für den seit Jahren so überaus erfolgreichen Immobilienfinanzierer aus Wiesbaden.

„Undank ist der Welten Lohn“, wird man sich bei der Aareal Bank vielleicht denken. Denn während die beiden Universalbanken seit Jahren keine (Commerzbank) beziehungsweise nur eine sehr niedrige (Deutsche Bank) Dividende zahlen, verwöhnen die Wiesbadener ihre Aktionäre förmlich mit einer hochattraktiven Ausschüttungspolitik. Üppige 2,50 Euro je Aktie wurden im vergangenen Jahr gezahlt und auch 2018 dürfen die Anleger mindestens in dieser Größenordnung kalkulieren. Somit sollte den Investoren also spätestens auf den im Frühjahr anstehenden Hauptversammlungen wieder ins Gedächtnis gerufen werden, dass die Aareal Bank eben doch im boomenden Immobiliensektor anzusiedeln ist. ph

**Kursentwicklung ausgewählter Aktien**  
(Zeitraum 1. März bis 23. November 2018)



Quelle: Comdirect

## Investoren sehen noch keine Trendwende für 2019

Trump, drohende globale Handelskonflikte, Brexit – Anfang 2018 blickten viele Immobilienexperten skeptisch in das neue Jahr. Trotz der Skepsis zu Jahresbeginn zeichnet sich nun ab, dass auf dem deutschen Immobilienmarkt sogar ein neuer Umsatzrekord zum Jahresende erreicht werden könnte. An den grundlegenden Risikofaktoren hat sich seitdem allerdings nichts geändert, zumal im kommenden Jahr eine Leitzinserhöhung der Europäischen Zentralbank wahrscheinlich wird. Wie schätzen Immobilieninvestoren die Marktaussichten für das neue Jahr ein? Folgt nun 2019 die Trendwende auf dem Immobilienmarkt? Antworten liefert eine Umfrage, die Engel&Völkers Investment Consulting (EVIC) unter rund 250 Immobilieninvestoren durchgeführt hat.

Interessanterweise sehen viele der in der Studie befragten Unternehmen noch kein Ende der Preisspirale voraus. Rund zwei Drittel der Investoren rechnen mit steigenden Preisen. Vergangenes Jahr herrschte hingegen Skepsis vor. In der Umfrage 2017 gaben knapp 60 Prozent der Teilnehmer an, mittelfristig mit stagnierenden oder sinkenden Preisen zu rechnen. Dagegen glaubt in der aktuellen Umfrage nur ein Drittel der Befragten, dass an den A-Standorten das Ende der Preissteigerungen erreicht ist. An B- und C-Standorten ist dies für 22 Prozent der Teilnehmer der Fall. Diese Einschätzung wird gestützt durch die Aussage von fast der Hälfte der Investoren, weiter den Fokus im Ankauf zu sehen. Hier allerdings wird von vielen Marktakteuren aufgrund der Produktnaptheit eine Anpassung vorgenommen, wo und was angekauft wird. In den Top-7 wollen nur noch 38 Prozent verstärkt Investments tätigen. Dagegen rücken für rund die Hälfte der Investoren das Umland der Metropolen sowie B-Standorte in den Investmentfokus.

Bei der Frage, welche Immobilienassets künftig verstärkt auf der Einkaufsliste stehen, geben rund 75 Prozent der Teilnehmer an, dass der Produktmangel Investoren in Spezialimmobilien und neue Nutzungskonzepte drängt. Dabei werden unter den Spezialimmobilien vor allem Pflegeimmobilien als nachhaltiges Investmentprodukt angesehen, während nur 16 Prozent der Teilnehmer Co-Working als nachhaltiges Investmentprodukt einstufen. Ein interessantes Ergebnis, wenn man den aktuellen Hype um die wachsenden Flächen der Co-Working-Anbieter in den Metropolen betrachtet. Aber trotz des gestiegenen Interesses an vermeintlichen Nischenprodukten plant weiterhin knapp die Hälfte der befragten Investoren, in den nächsten zwölf Monaten verstärkt Wohnimmobilien zu erwerben. Ebenso sind Büros (38 Prozent) und neue Wohnkonzepte (39 Prozent) wie beispielsweise Micro-Living, im Fokus der Investoren. Auch andere Ausweichstrategien werden in Betracht gezogen: Eine Verlagerung in andere Risikocluster wie Value-Add erwägen 23 Prozent. Die Option, sich künftig im Ausland zu engagieren, erwägen nur 13 Prozent.

Die Umfrage zeigt, dass die Mehrheit der Marktteilnehmer keine Trendwende für das kommende Jahr erwartet. Aber manche Spezialprodukte wie Co-Working, die aufgrund des Angebotsmangels nun verstärkt im Markt sind, sollten Investoren dahingehend prüfen, ob diese als langfristiges Investment geeignet sind oder nur einen temporären Boom erleben.

*Andreas Ewald, Geschäftsführer,  
Engel&Völkers Investment Consulting GmbH, Frankfurt am Main*