

D 3921



Das Immobilien-Investmenthaus

# IMMOBILIEN FINANZIERUNG

— DER LANGFRISTIGE KREDIT —

8

1. August 2024  
75. Jahrgang

Verlag Helmut Richardi  
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741

DIGITALER  
SONDERDRUCK

Ein Marktphasenmodell:  
Von Liquiditätsenge bis Normalisierung

Dr. Stephan Hinsche





## EIN MARKTPHASENMODELL: VON LIQUIDITÄTSENGE BIS NORMALISIERUNG

Einbrechende Transaktionsvolumina, sinkende Preise und steigende Mieten – auch Mitte 2024, also nun schon zwei Jahre nach der von der EZB eingeleiteten Zinswende, sind die Anpassungsprozesse auf den Immobilienmärkten in vollem Gange. Sowohl für Investoren als auch für Verkäufer stellt die aktuelle Situation eine Herausforderung dar. Denn keiner möchte den richtigen Zeitpunkt verpassen, zu viel bezahlen oder unter Wert verkaufen. Gleichzeitig steigt der Druck auf der Verkäuferseite, weil Fremdkapital knapp und teuer geworden ist. Laut dem Autor dieses Beitrags kann ein Marktphasenmodell helfen, die aktuellen Gegebenheiten besser einschätzen zu können. In der immer noch anhaltenden Phase 1 führt die restriktive Kreditvergabe zu einer Liquiditätsverknappung, die Verkäufer zum Umdenken zwingt. Damit steigen die Chancen auf Opportunitätskäufe. Darauf folgt die Phase der neuen Preisfindung, in der sich Käufer und Verkäufer annähern, wobei immer noch nur wenige Transaktionen zustande kommen. Schließlich folgt die Phase der Normalisierung, in der Investmentvolumina und Preise wieder ansteigen. Diese Phase erwartet der Autor erst ab 2026, auf dem Niveau von 2010 und nicht dem der vergangenen Boomjahre. Tristesse für den erfolgsverwöhnten Immobiliensektor? Red.

Mit dem Anstieg der Inflation ab Sommer 2021 sind Anfang 2022 die langfristigen Zinsen innerhalb kurzer Zeit in die Höhe geschossen. Noch im Dezember 2021 lag die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen im negativen Bereich bei -0,4 Prozent. Im Juni 2022 lag sie bei 1,5 Prozent, im Juni 2023 sogar bei 2,4 Prozent.

Seit 2022 wurden durch Inflation und steigende Zinsen die Finanz- und Immobilienmärkte drastisch beeinflusst. Nicht nur die Zinsen wirkten schockartig: Die Banken sind bei der Kreditvergabe äußerst vorsichtig geworden. Höhere Zinsen und ein Mangel an Fremdkapital führen zu einer grundlegenden, jedoch ungleichmäßigen Veränderung der Immobilienmarktparameter.

### Neuordnung der Immobilienmarktparameter

Auf der Käuferseite machen sich die gestiegenen Zinsen – sofern überhaupt eine Finanzierungszusage erteilt wird – unmittelbar

bar bemerkbar. Die Investoren müssen ihre Preisvorstellungen aufgrund der höheren Fremdkapitalkosten schnell nach unten anpassen, während die Verkäufer oft noch an den Preisvorstellungen der Vorjahre festhalten. Diese unterschiedlichen Preisvorstellungen haben zu einem Einbruch des Transaktionsvolumens geführt (siehe Abbildung 1): Im Gesamtjahr 2022 lag das Transaktionsvolumen laut Zahlen von Jones Lang Lasalle 40,2 Prozent unter dem Niveau des Vorjahres. 2023 ist es noch einmal um 52,0 Prozent zum Vorjahr zurückgegangen.

Die Neuordnung der Immobilienmarktparameter beschränkt sich jedoch nicht nur auf den Rückgang des Transaktionsvolumens und die Preiskorrekturen. Parallel zur Inflation sind die Mieten stark gestiegen. Aufgrund von langsamen Preisanpassungen und schnell wachsenden Mieten sind die Immobilienrenditen deutlich angestiegen (siehe Abbildung 2).

### Ein Marktphasenmodell

Für Investoren stellt sich unter diesen Umständen die Frage, wie die aktuelle Marktphase zu beurteilen ist. Wo stehen sie im Immobilienzyklus? Wie geht es weiter mit Preisen und Mieten? Wie passen Investoren einen geeigneten Einstiegszeitpunkt ab? Es ist an dieser Stelle hilfreich, ein vereinfachtes und pragmatisches Marktphasenmodell

heranzuziehen, um systematische Überlegungen über die laufende Neuordnung der Immobilienmärkte anzustellen. Das Modell gliedert den Marktprozess in drei Phasen: Liquiditätsenge, Preisfindung und Normalisierung. Abbildung 3 veranschaulicht diese Phasen schematisch anhand der Entwicklung des Transaktionsvolumens. Als Grundlage für die Darstellung der Vergangenheit bis Anfang 2024 dient die tatsächliche Entwicklung des Immobilieninvestmentvolumens in Deutschland; ab 2024 wird eine schematische Darstellung gezeigt.

**Phase I – Liquiditätsenge:** Die erste Phase, die Phase der Liquiditätsknappheit, wird zunächst durch das Handeln der Fremdkapitalgeber, der Banken, dominiert. Die gestiegenen Marktzinsen lassen die Fremdkapitalkosten für Investoren sofort ansteigen. Diese diktieren eine neue Rentabilitätskalkulation. Auf Märkten mit bislang hohen Bewertungen können veraltete Kalkulationen bei gestiegenen Zinsen leicht zusammenbrechen.

Neben den steigenden Zinsen gehen die Banken aber auch zu einer neuen Vergabepaxis über. Das steigende Zinsniveau erfordert eine Neuordnung ihrer Geschäfte. Wegen potentieller Wertkorrekturen auf den

„Für Investoren stellt sich die Frage, wie die aktuelle Marktphase zu beurteilen ist.“

Märkten und drohender notleidender Kredite werden sie restriktiv bei ihrer Vergabe. So hat die Bundesbank beispielsweise zwischen Mai 2022 und Dezember 2023 einen Rückgang der Wohnungsbaukredite an private Haushalte um 46,5 Prozent festgestellt.

Dass dieser Rückgang nicht nur durch eine zurückgehende Nachfrage, sondern mindestens ebenso sehr durch eine Verknappung des Angebots infolge der veränderten Vergabepaxis der Banken verursacht wurde, zeigt der Bank Lending Survey der Bundesbank (siehe Abbildung 4). Die befragten Banken sind mit dem Zinsanstieg tief in den restriktiven Bereich gewechselt. Es wäre indes falsch zu glauben, dass die

DER AUTOR

DR. STEPHAN  
HINSCHKE

Sprecher der Geschäftsführung, aik Immobilieninvestmentgesellschaft mbH, Düsseldorf



neue Realität bei der Fremdkapitalvergabe auf Privathaushalte und ihre Hypothekenkredite beschränkt ist. Auch institutionelle Investoren und professionelle Käufer müssen – sogar bei bester Bonität und Besicherung – mit Ablehnungen rechnen.

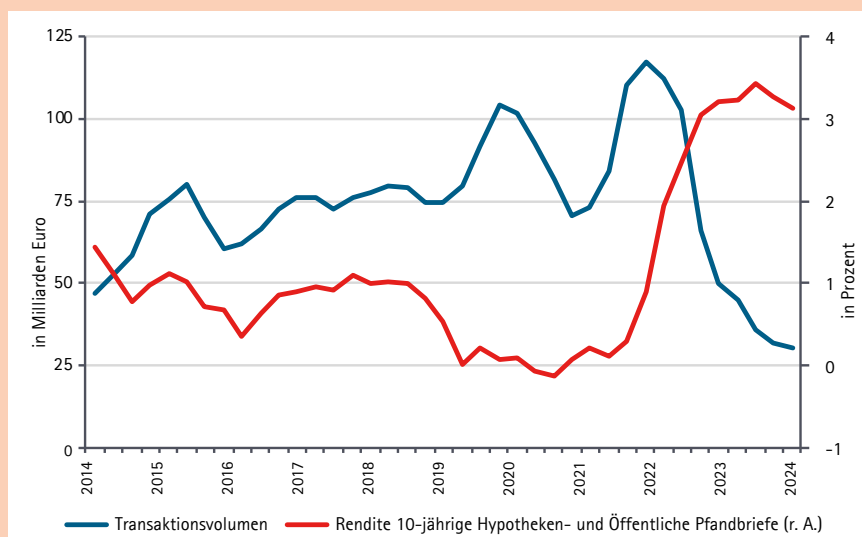
Die gestiegenen Zinsen und restriktivere Fremdkapitalvergabe machen sich auf der Käuferseite sofort bemerkbar. Auf der Verkäuferseite dauert es jedoch noch eine Weile, bis sich die Bewertungen und Preisvorstellungen an die neue Realität anpassen. In dieser Übergangszeit können sich nur eigenkapitalstarke Investoren Käufe leisten. Dies führt zu einem drastischen Rückgang der Transaktionsvolumina. Erst über sinkende Geschäftsaktivitäten und einbrechende Transaktionsmengen, sowie unter dem Druck von den Kreditengpässen passen liquiditätsgeplagte Verkäufer ihre Preisvorstellungen an. Das neue Zinsniveau trifft immer mehr Immobilieneigentümer, wenn die Bewirtschaftung der Objekte unrentierlich wird und auslaufende Kredite zu deutlich höheren Konditionen refinanziert werden sollen.

Mit Fortdauer dieser Phase steigt die Wahrscheinlichkeit der Kaufgelegenheiten

„Ein Marktphasenmodell ist hilfreich, um systematische Überlegungen zu Immobilienmärkten anzustellen.“

zu Opportunitätspreisen. Eigentümer, die hohe Fremdkapitalpositionen besitzen, sind

**Abbildung 1: Immobilien-Transaktionsvolumen in Deutschland und Rendite 10-jähriger Hypotheken- und Öffentlicher Pfandbriefe**



Quelle: Jones Lang LaSalle, Bundesbank, eigene Berechnungen; eigene Darstellung

zunehmend gezwungen, Notverkäufe zum Schuldenabbau und zur Bilanzoptimierung vorzunehmen.

**Phase II – Preisfindung:** Auf die Phase der Liquiditätsknappheit folgt die Phase der Preisfindung. Die Fremdkapitalvergabe der Banken verbleibt in dieser Phase zunächst auf einem restriktiven Niveau, weil sie ihre Bücher noch nicht abschließend sortiert, das Risikomanagement

entsprechend angepasst und ausreichend Optimismus aufgebaut haben. Käufe kön-

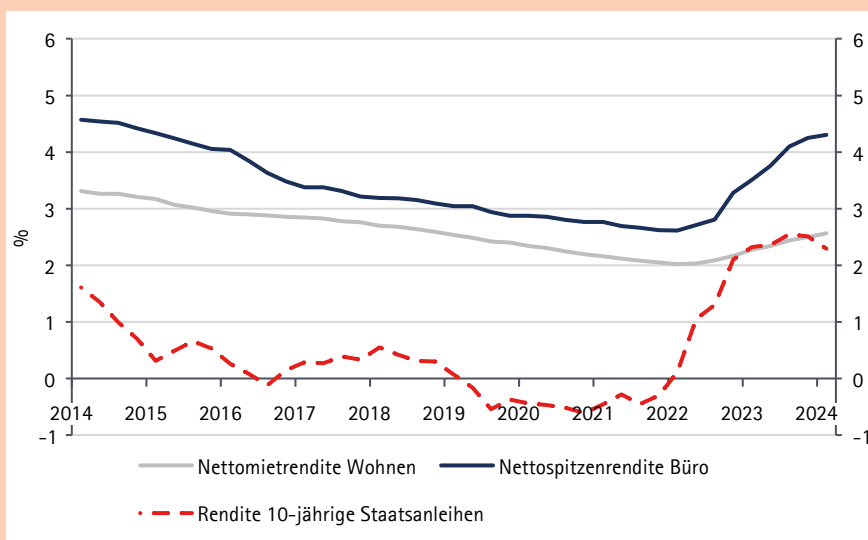
nen somit vorerst nur bei ausreichend verfügbarem Eigenkapital oder bei sehr attraktiven Objekten erfolgen, deren Rentierlichkeit über dem neuen Fremdkapitalzins liegt.

In dieser zweiten Phase ist das zins- und fremdkapitalinduzierte neue Preisniveau zwar noch nicht flächendeckend gefunden. Käufer und Verkäufer nähern sich in ihren Preisvorstellungen aber zumindest langsam an, weil letztere das neue Preisniveau zunehmend akzeptieren. Dadurch kommen wieder etwas mehr Deals als in der ersten Phase zustande. In der Folge steigt das Investmentvolumen auf den Märkten wieder langsam an. Es bleibt aber wegen der geringen Fremdkapitalverfügbarkeit und dem noch nicht marktweit akzeptierten Preisniveau auf einem niedrigen Level. Die geringe Anzahl an Deals und in der Folge fehlende Orientierungspunkte erschweren die Preisfindung zusätzlich.

**Phase III – Normalisierung:** Als dritte Phase folgt die Normalisierungsphase. Die Fremdkapitalverfügbarkeit steigt in dieser Phase wieder deutlich an. Die Banken können nach Ordnung ihrer Engagements und Etablierung eines neuen Preisniveaus wieder ausreichend Fremdkapital zur Verfügung stellen. Letzteres wird nun zunehmend, auch wegen der steigenden Anzahl an „Leuchtturmdeals“, erkennbar. Die Käufer nehmen das Fremdkapital wieder verstärkt auf, weil das neue, niedrigere Preisniveau den Fremdkapitaleinsatz unter Rentierlichkeitsaspekten wieder attraktiv macht.

Mit der Verfügbarkeit von Fremdkapital und dem neu etablierten Preisniveau sind

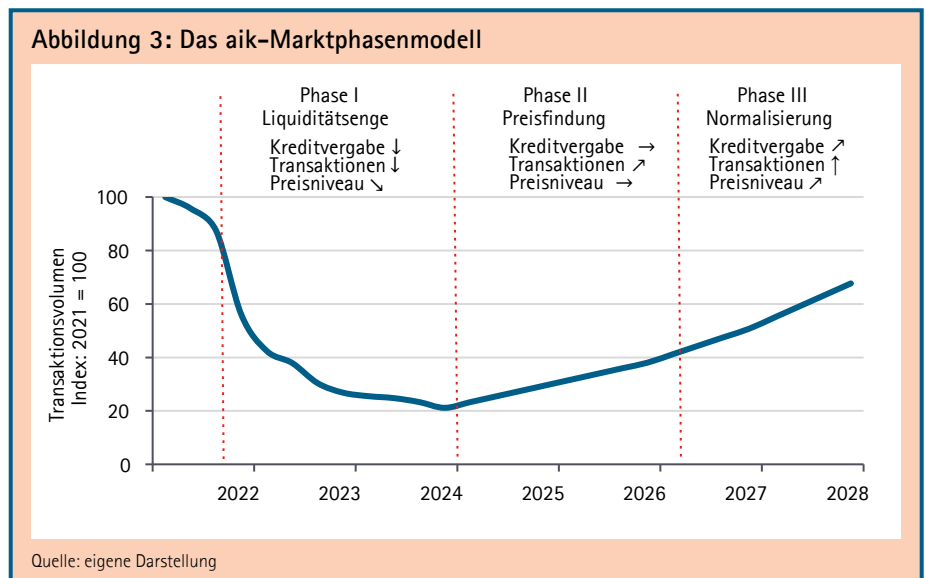
**Abbildung 2: Nettomietrenditen auf den Wohn- und Büroimmobilienmärkten der A-Städte (in Prozent)**



Quelle: Jones Lang LaSalle, Bundesbank, eigene Berechnungen; eigene Darstellung

die Voraussetzungen für einen erneuten Anstieg der Investmentvolumina gegeben. Dadurch können auch die Preise steigen. Dass die Transaktionsvolumina aber wieder so hoch ausfallen wie zum Ende der 2010er Jahre und während der Pandemie, ist unwahrscheinlich. Das Zinsniveau war damals durch die anhaltende Nullzinspolitik der Zentralbanken angesichts einer sehr niedrigen Inflation und durch massive Anleihekäufe verzerrt. Diese für Immobilienmärkte glücklichen Bedingungen dürften absehbar nicht wieder vorliegen. Der Vergleichsmaßstab für die künftigen Investmentvolumina werden daher die frühen 2010er Jahre und nicht die letzten sein.

Obwohl man die einzelnen kausalen Zusammenhänge des Marktmechanismus darstellen und deren Interaktionen verstehen kann, ist es fast unmöglich, vorherzusagen, wie lange die Entwicklungen in den einzelnen Phasen, insbesondere in der Phase der Liquiditätsknappheit, andauern und wann sich die Kreditvergabe wieder normalisieren wird. Dies hängt von zahlreichen Parametern ab und kann je nach Land und Markt unterschiedlich sein, da sowohl die vorherrschenden Marktbedingungen als auch das rechtliche Umfeld, in dem die Finanzinstitute und Immobilienmarktakteure agieren, eine wesentliche Rolle in diesem Prozess spielen. Dennoch lohnt es sich, ähnliche krisenhafte Entwicklungen aus der Vergangenheit und in anderen Ländern zu betrachten, um ein grobes Gefühl für die Dauer der Liquiditätsknappheit zu bekommen. Betrachtet man die Entwicklung der Kredit- und Immobilientransaktionsvolumina in den USA und Großbritannien im Zuge der Großen Finanzkrise in 2008, so kann man feststellen, dass sich die Liquidität erst nach rund fünf Jahren auf das zum Vorkrisenniveau vergleichbare



Niveau einpendeln konnte (In den USA ging die Fremdkapitalvergabe zwischen Mitte 2007 und Anfang 2009 um etwa 90 Prozent zurück, in Großbritannien in einer Größenordnung von über 80 Prozent).

#### Timing für Markteinstieg

Für eine Preiserholung wird allerdings keine vollständige Erholung der Marktli-

chen Vergleich könnte man mit einer Verbesserung des Transaktionsgeschehens und somit auch der Immobilienpreise, das heißt mit dem Beginn der Phase der Preisfindung, innerhalb von rund drei Jahren ab Anfang der Liquiditätsenge rechnen.

Solche Beurteilungen sind für Investoren äußerst relevant. Sie müssen verstehen, in welcher Marktphase sie sich befinden, um fundierte Investmententscheidungen tref-

fen zu können. Derzeit gibt es viele Hinweise darauf, dass sich die Märkte noch am Ende der ersten Phase befinden.

**„Die Neuordnung der Immobilienmarktparameter ist noch nicht abgeschlossen.“**

quidität benötigt. Es ist ausreichend, wenn der Bereich der extremen Illiquidität verlassen und die Phase der Preisfindung anfängt. Ausgehend von diesem histori-

Obwohl sich das neue Zinsniveau einigermaßen stabilisiert hat und mittelfristig als nachhaltig angesehen werden kann, sind die Banken weiterhin restriktiv in der Vergabe von Fremdkapital. Käufer und Verkäufer nähern sich in ihren Preisvorstellungen zwar an, aber ein neues gleichgewichtiges Preisniveau hat sich noch nicht etabliert. Makler berichten weiterhin von divergierenden Preisvorstellungen und einer Vielzahl abgebrochener Transaktionen. Der umfassende Anpassungsprozess des Marktes hält noch an, und die bisherigen Korrekturen scheinen nicht ausreichend gewesen zu sein, um Investoren rundweg zur Rückkehr an die Märkte zu bewegen.

Die Neuordnung der Immobilienmarktparameter ist somit noch nicht abgeschlossen. Für Investoren bedeutet das, dass die Zeit gekommen ist, den Markt nach attraktiven Kaufmöglichkeiten zu sondieren. Mit jeder Quartalskorrektur nähern sich die Märkte unweigerlich attraktiven Einstiegsmöglichkeiten.

**Abbildung 4: Veränderung der Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite**

