

DIE BANDBREITE VON WOHNUNGSMARKTRENDITEN
EINE DIFFERENZIERTE ANALYSE VON STÄDTEN,
EINFLUSSFAKTOREN UND RESULTIERENDEN CLUSTERN

RESEARCHBERICHT
JULI 2018



Die Bandbreite von Wohnungsmarktrenditen

Eine differenzierte Analyse von Städten, Einflussfaktoren und resultierenden Clustern

Wohnimmobilien haben sich in den vergangenen Jahren kontinuierlich verteuert. Die Entwicklung erfolgte im Standortvergleich jedoch sehr unterschiedlich. Zukünftige Investitionen können besser geplant und entschieden werden, wenn sowohl die Bandbreiten von Wohnungsmarktrenditen als auch die Faktoren bekannt sind, die zu jeweils besseren oder schlechteren Ergebnissen beitragen. Die vorliegende Studie untersucht dies für die Parameter Marktgröße, Region, Mietpreinsniveau und wirtschaftliche Dynamik. Die Datengrundlage berücksichtigt die Wohnungsmärkte Deutschlands in Städten ab 75.000 Einwohner.





Inhaltsangabe

01 Sind Investitionen in Wohnimmobilien noch wirtschaftlich?	4
02 Untersuchung der nominalen Bandbreiten über alle Einzelstädte	7
03 Untersuchung der realen Bandbreiten über alle Einzelstädte	11
04 Differenzierte Analyse hinsichtlich Marktgröße	12
05 Differenzierte Analyse hinsichtlich Mietpreisniveau	13
06 Differenzierte Analyse hinsichtlich wirtschaftlicher Dynamik	15
07 Differenzierte Analyse hinsichtlich Region	16
08 Selektion von aussichtsreichen Clustern	18
09 Selektion von aussichtsreichen Städten	20
10 Fazit: Praktische Anwendung und weiterer Forschungsbedarf	22

1. Sind Investitionen in Wohnimmobilien noch wirtschaftlich?

Die Cash-Flow-Renditen von Wohnimmobilieninvestments sind in den letzten Jahren stetig zurückgegangen. Dieser Trend geht einher mit Preisanstiegen. Diese sind mehrheitlich auf höhere Multiplikatoren und nur zu geringeren Anteilen auf die Entwicklung der Mieten zurückzuführen.

Betrachtet man die großen Märkte (Top7: Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf), so gab es dort vor 10 Jahren bei Wohnimmobilien noch Spitzen-Anfangsrenditen um die 5 %, was Kaufpreismultiplikatoren von ca. 20 entsprach. Dies waren Spitzenwerte, weniger attraktive Standorte und Objekte waren weitaus günstiger zu erwerben.

Innerhalb von wenigen Jahren haben sich die Multiplikatoren für gleiche Qualitäten auf dem Niveau von ca. 25 etabliert, was eine Investition von ehemals 20 Mio. Euro (Wert vor 10 Jahren) um immerhin 5 Mio. Euro (+ 25 %) verteuert hat. Objekte mit effektiven Renditen in der Nähe von 3 % (unter Berücksichtigung von Kosten, Incentives, Mietausfällen) bieten kaum noch Ausschüttungspotenzial aus dem

laufenden Vermietungsgeschäft. Ausgehend vom aktuell schon sehr hohen Marktniveau sind weitere Wertgewinne fraglich. Diese können fallweise durch ein Wachstum der Mieten generiert werden. Die Bewertungsrenditen zeigen dagegen in den letzten drei Jahren keinen Trend zur weiteren Verteuerung von Wohnungsmärkten, sondern verharren auf ihrem aktuellen Niveau.

Interessant ist die Bereinigung um Inflationseffekte, also die Betrachtung real erzielter Immobilienrenditen. Aufgrund zuletzt niedriger Inflationsraten (Verbraucherpreisindex) liegen diese auch nach Rückgang der nominalen Renditen noch deutlich im positiven Bereich und teilweise sogar über früheren Werten etwa der Jahre 2005 bis 2008. Dieser reale Wert ist zwar als zusätzlicher Indikator informativ, jedoch nicht sehr stabil. Schwankungen der Teuerungsraten (z. B. 2016 = 0,5 %, 2017 = 1,8 %) führen zu einer hohen Volatilität in der Zeitreihe der realen Mietrenditen. Ein Trend lässt sich auf Basis dieser abgeleiteten Zeitreihe (aus Nominalwerten und Inflation) kaum identifizieren.

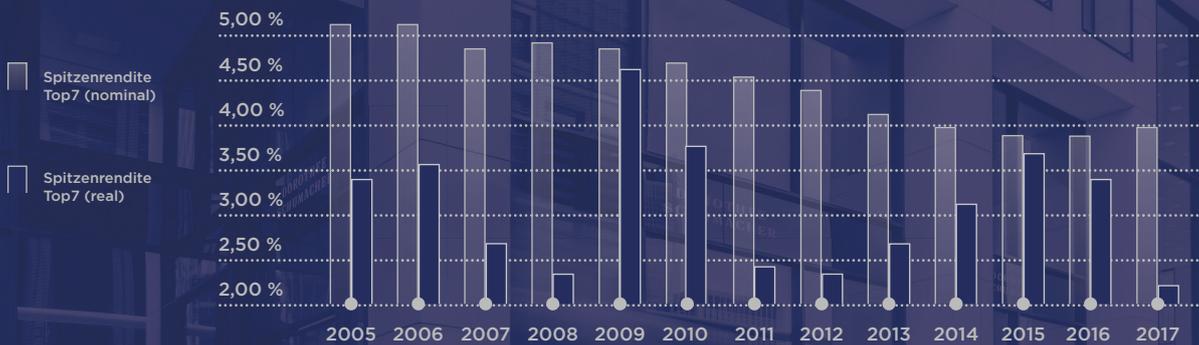


Abb. 1: Entwicklung der Spitzenrendite für Wohnimmobilien in den Top7-Standorten (arithmetischer Mittelwert, nominal und real, 2015 bis 2017 Prognosewerte)

Quellen: Statista (auf Basis von BulwienGesa, CBRE, empirica), Statistisches Bundesamt; eigene Berechnung und Darstellung

Bei Neuanlagen oder Portfolioumschichtungen institutioneller Investoren besteht grundsätzlich ein Auswahlproblem hinsichtlich der für ein Investment geeigneten Assetklassen. Sind die offenbar schon sehr teuren Wohnimmobilienmärkte dahingehend noch konkurrenzfähig?

Für eine erste Einschätzung sollen die laufenden Erträge der alternativen Anlageformen verglichen werden (Abbildung 2). Effekte der Wertänderung werden somit vorerst ausgeblendet. Dieser Vergleich stellt also die kontinuierlichen Zahlungen und damit

mittelbar auch das Ausschüttungspotenzial eines nachhaltig investierenden Fonds in den Mittelpunkt. Um nicht nur die sehr gefragten Top7-Standorte, sondern auch alternativ mögliche Immobilieninvestition in anderen Städten einzubeziehen, wird an dieser Stelle die Datengrundlage auf alle Groß- und einige Mittelstädte erweitert. Die Datenbasis beinhaltet jeweils eine Zeitreihe der Cash-Flow-Rendite von Wohnimmobilien im Zeitraum 2005 bis 2017 für 110 deutsche Städte ab 75.000 Einwohnern. Zum Vergleich der Assetklasse wird hierzu der jährliche Durchschnittswert (arithmetisches Mittel) über alle Einzelstädte berechnet. Insgesamt erfolgt durch die breitere Basis eine gewisse Glättung des Markttrends. Dieser verläuft weniger dynamisch als bei den Top7-Standorten. Für das Jahr 2017 beträgt die mittlere Cash-Flow-Rendite beispielsweise 4,18 %. Damit liegt sie weit über der Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen, die aktuell nur Zinsen wenig oberhalb der Nulllinie erzielen. Geht man von dieser klassischen Anlageform vieler institutioneller Investoren aus, insbesondere Versicherungsgesellschaften, so ergeben Wohnungsinvestments rechnerisch einen Vorteil von knapp 4 Prozentpunkten. Selbst unter Einbeziehung von Effizienzverlusten aus Ankaufsnebenkos-

ten, Mietausfällen oder einer suboptimalen Marktauswahl dürfte ein signifikanter Vorteil von Investments in Wohnungen in vielen Fällen bestehen bleiben. Die Investition in Aktien bietet – auch hier bezogen auf die jährlichen Auszahlungen – keinen monetären Vorteil gegenüber den Investitionen in Wohnimmobilienmärkte. Die Dividendenrenditen des deutschen Leitindex DAX sind in den vergangenen vier Jahren mit ca. 2,3 bis 2,8 % relativ gering. Gleichwohl ist zu beachten, dass Unternehmensgewinne auch thesauriert werden und damit unbeachtlich von Spekulationseffekten zu einer Wertsteigerung der Aktie führen können. Im Sinne der hier vorgenommenen Bewertung von Auszahlungen soll dies jedoch nicht weiter vertieft werden.

Weitere Anlagemöglichkeiten wie Spareinlagen oder Festgelder weisen ebenfalls relativ geringe Renditen auf. Diese liegen teils unterhalb der Inflationsrate. Sie kommen damit als Anlagealternative aktuell nicht in Frage, sondern dienen allenfalls der vorläufigen Kapitalaufbewahrung bzw. als Reserve.

Interessant ist zudem, dass die Cash-Flow-Rendite von Wohnimmobilien in der gewählten Übersicht auch im langfristigen Zeitverlauf sowohl höher als auch weniger volatil als bei den Anlagealternativen ausfällt.

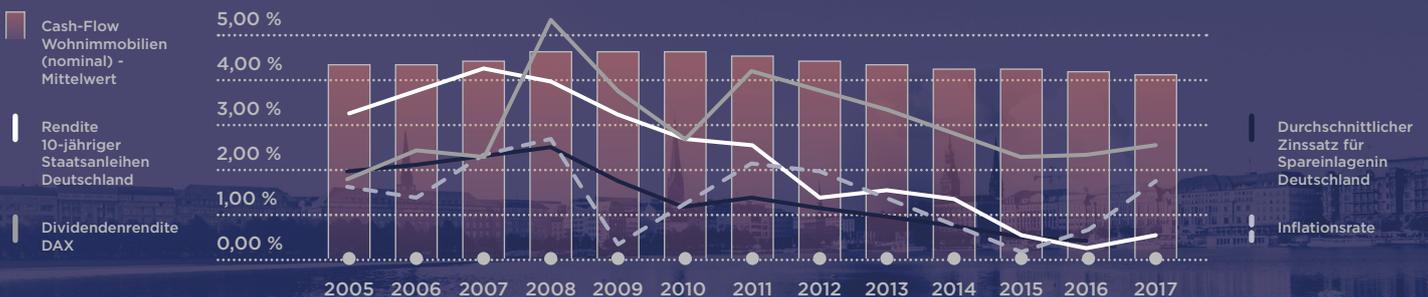


Abb. 2: Vergleich verschiedener Renditen von Kapitalmarktanlagen zur Cash-Flow-Rendite von Wohnimmobilien im Zeitraum 2005 bis 2017, Basis 110 deutsche Städte ab 75.000 Einwohnern
Quellen: F+B GmbH, boerse.de, Statistisches Bundesamt, Bloomberg, Deutsche Bundesbank; eigene Berechnung und Darstellung

Neben der Cash-Flow-Rendite spielt bei Immobilieninvestitionen auch die Wertänderungsrendite eine Rolle. Aggregiert als Total Return gehen beide Kennzahlen in die Performanceanalyse ein. Dabei resultieren Wert-

änderungen im Wesentlichen aus zwei Faktoren. Zum einen führen höhere Mieterträge im Regelfall auch zu höheren Kaufpreisen. Der entsprechende Marktwert ist somit von den Entwicklungen am jeweiligen Vermietungs-

markt direkt abhängig. Zum anderen werden Mieterträge je nach Marktsituation am Investmentmarkt unterschiedlich über die jeweilige Renditeerwartung bewertet. Hohe Renditeerwartungen sind bei gegebenen Mieten nur mit reduzierten Kaufpreisen umsetzbar. Sinkt die Renditeerwartung, so entspricht dies bei gleichen Mieten einer stärkeren Zahlungsbereitschaft potenzieller Investoren und damit höheren Marktwerten. Die entsprechenden Bewertungszusammenhänge werden detailliert im Ertragswertverfahren oder vereinfacht mittels Kaufpreismultiplikatoren abgebildet. Die Wertänderungskomponente kann in Wohnimmobilienmärkten auch negativ sein. Dies war in den Top7-Märkten nominal im Jahr 2005 der Fall. Reale Verluste (nach Inflationsbereinigung) waren gleich über mehrere Jahre (2005 bis 2008) gegeben. Seitdem

leistet die Wertänderungsrendite in den von Investoren bevorzugten Top7-Standorten einen positiven Beitrag zum Total Return. Seit 2012 übersteigt sie sogar die Cash-Flow-Rendite. Aktuell ist die Gesamtpformance der Top7-Immobilienmärkte mit einem Total Return von nominal knapp 8 % nahezu doppelt so hoch wie die reine Cash-Flow-Rendite. In dieser Darstellung wurden die kleineren Standorte wieder ausgeblendet, da sich die größten Umsätze und damit auch nachfrageinduzierten Preissteigerungen in den Top7 abspielen. In der Gesamtbetrachtung ist auch zu beachten, dass es sich vorerst um Buchgewinne handelt, die erst bei einem tatsächlichen Verkauf realisiert werden. Vielfach ist ein Transaktionsansatz in den Top7 einfacher umzusetzen als in kleineren, weniger liquiden Märkten.

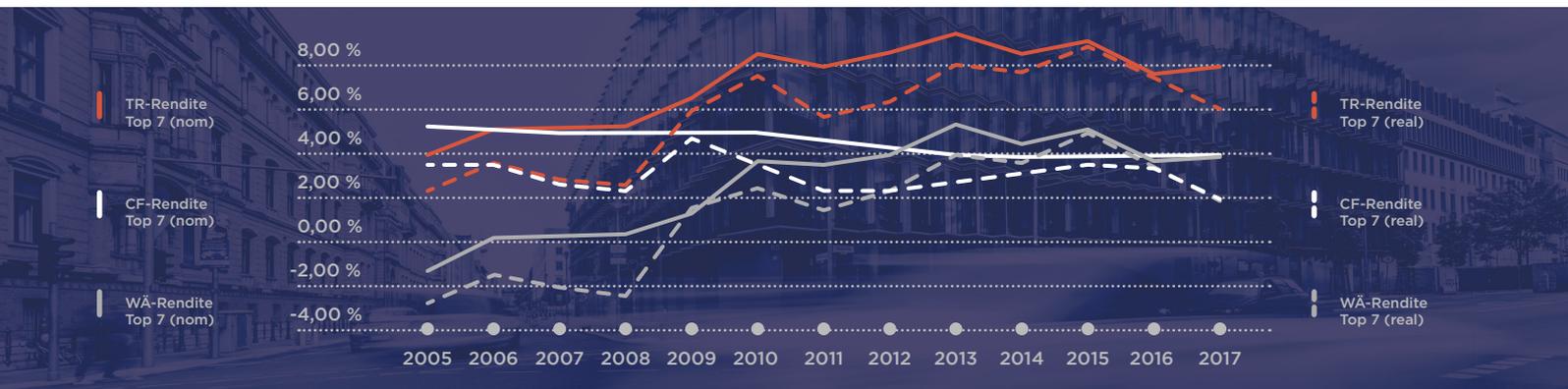


Abb. 3: Entwicklung der Renditen von Wohnimmobilien 2005 bis 2017 in deutschen Top7-Standorten (nominal und real)
Quellen: F+B GmbH, Statistisches Bundesamt; eigene Berechnung und Darstellung

Die Gesamtschau der nominalen und realen Zeitreihen lässt erkennen, dass die Wertentwicklung insgesamt positiv bleibt, jedoch die Beiträge zum Total Return zuletzt eher zurückgingen. Die relative Bedeutung der Cash-Flow-Komponente steigt damit wieder an. Bei einer Neuinvestition sollten nachhaltig stabile Cash-Flow-Renditen im Mittelpunkt der Analyse stehen. Wertzuwächse sind dagegen willkommene, aber kaum sicher zu kalkulierende Zusatzkomponenten. Treten Wertzuwächse entgegen der Erwartungen nicht ein oder führen Übertreibungen in der Bewertung kurzfristig zu Wertminderungen, so kommen Kriterien wie Haltedauer

und Handlungsdruck ins Spiel. Bei (generell oder optional) langfristigen Engagements ohne Verkaufsdruck und ohne negative Bewertungsfolgen (z. B. ungünstige Covenants in Kreditverträgen wie einzuhaltende Eigenkapitalquoten) können temporär nachteilige Bewertungseffekte über eine längere Haltedauer „ausgesessen“ werden. Wertentwicklungsrisiken führen also nicht unbedingt zum Ausschluss von Neuinvestments. Grundsätzlich sind bei Immobilienanlagen auch negative Total Returns nicht auszuschließen, für deutsche Wohnimmobilienmärkte jedoch weniger wahrscheinlich als bei anderen Nutzungsarten oder in Auslandsmärkten.

2. Untersuchung der nominalen Bandbreiten über alle Einzelstädte

Entscheidungen zum Timing und zur Halte-dauer beeinflussen den Investitionserfolg ebenso wie Entscheidungen zur Marktauswahl. Interessant ist daher, ob die Marktentwicklungen hinsichtlich Cash-Flow-Rendite, Wertänderungsrendite und Total Return in allen Märkten weitgehend einheitlich sind oder eine starke Bandbreite aufweisen. Besteht eine starke Spreizung zwischen Top- und Flop-Standorten, so sind die Ursachen für die entsprechenden Differenzen herauszufinden. In Frage kommen u. a. regionale, sozio-ökonomische und marktbezogene Merkmale. Die Bildung entsprechender Cluster ermöglicht eine Vorauswahl aussichtsreicher Wohnimmobilienmärkte.

Die Bandbreite der Wohnungsmarktrenditen soll im Folgenden für 110 deutsche Städte ab 75.000 Einwohnern untersucht werden. Datenreihen zu Cash-Flow-Rendite, Wertänderungsrendite und Total Return stehen hier-

bei für die Jahre 2005 bis 2017 zur Verfügung. Insofern lassen sich Aussagen zur Verteilung innerhalb der Märkte, zur Zusammensetzung des Total Return und zur zeitlichen Entwicklung treffen.

Bereits die aufsteigend sortierte Liste der Cash-Flow-Renditen in 2017 zeigt eine erhebliche Streuung (siehe Abbildung 4). Die Jahreswerte liegen in einem Bereich von 2,6 bis 5,8 %, weisen also eine Spannweite von über 3 Prozentpunkten auf. Dabei liegen die niedrigsten Cash-Flow-Renditen (alle unter 3 %) in den gefragten Städten Freiburg im Breisgau, München und Regensburg. Dies spricht gleichzeitig für hohe Kaufpreise bzw. Kaufpreismultiplikatoren an diesen Standorten. Risiken werden dagegen in Städten wie Gera, Dessau-Roßlau und Zwickau gesehen und dementsprechend mit den höchsten Renditen von über 5,4 % kompensiert.

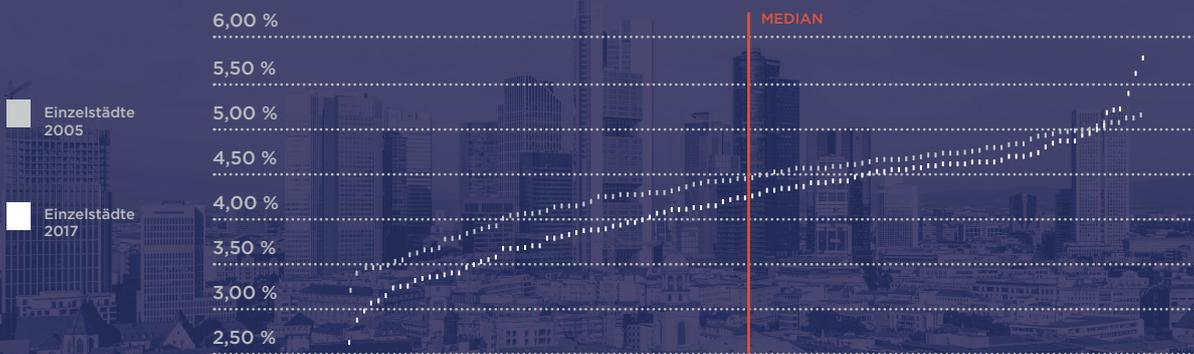


Abb. 4: Cash-Flow-Rendite für Wohnimmobilien in 110 deutschen Städten ab 75.000 Einwohnern - Vergleich 2017 zu 2005
Quelle: F+B GmbH; eigene Berechnung und Darstellung

Gegenüber dem Vergleichsjahr 2005 haben sich die Cash-Flow-Renditen über die Menge der Standorte reduziert. In 2017 lagen die Cash-Flow-Renditen in immerhin 7 Städten über 5,0 %, während im Vergleichsjahr 2009 diese Marke noch 21 Städte erreichten (siehe Abbildung 5). Im Median aller Standorte ist der Rückgang der Cash-Flow-Rendite seit 2005 mit nur 0,2 Prozentpunkten jedoch geringer als

bei den anfangs gezeigten Top7. Auffällig sind die weiter differenzierten Extremwerte. So lagen in 2005 Minimum und Maximum 1,97 Prozentpunkte auseinander. In 2017 hat sich diese Bandbreite auf 3,18 Prozentpunkte stark erhöht. Standorte unterscheiden sich zumindest bezogen auf die Extremwerte stärker, so dass die spezifischen Teilmärkte bei Investitionsentscheidungen besonders zu beachten sind.

Eine Auswertung weiterer Jahre und Kennzahlen zeigt folgende Tabelle:

	2005	2009	2013	2017
Minimum	3,18 %	3,31 %	2,88 %	2,62 %
Unteres Quartil	4,08 %	4,23 %	4,06 %	3,78 %
Median	4,44 %	4,62 %	4,45 %	4,24 %
Oberes Quartil	4,71 %	4,92 %	4,75 %	4,62 %
Maximum	5,15 %	5,68 %	5,85 %	5,80 %
Spannweite Min-Max	1,97 % P	2,37 % P	2,97 % P	3,18 % P
Standardabweichung	0,46 % P	0,48 % P	0,56 % P	0,61 % P
Anzahl über 0 %	110	110	110	110
Anzahl über 5 %	7	21	12	7
Anzahl über Inflation	110	110	110	110
Top10-Städte	Düren, Gera, Neumünster, Salzgitter, Wilhelmshaven, Rostock, Dessau-Roßlau, Magdeburg, Halle/Saale, Zwickau	Dessau-Roßlau, Gera, Zwickau, Wolfsburg, Salzgitter, Delmenhorst, Düren, Bremerhaven, Neumünster, Rostock	Dessau-Roßlau, Zwickau, Gera, Wolfsburg, Düren, Salzgitter, Chemnitz, Magdeburg, Delmenhorst, Halle/Saale	Dessau-Roßlau, Zwickau, Gera, Salzgitter, Chemnitz, Düren, Wilhelmshaven, Magdeburg, Delmenhorst, Gelsenkirchen

Abb. 5: Cash-Flow-Rendite für Wohnimmobilien in 110 deutschen Städten ab 75.000 Einwohnern - deskriptiv, verschiedene Zeitpunkte
Quellen: F+B GmbH, Statistisches Bundesamt; eigene Berechnung und Darstellung

Die Auswertung der Wertänderungsrendite zeigt eine stärkere Spreizung als die Cash-Flow-Rendite - sowohl zwischen den Märkten eines Jahres als auch im Vergleich der Jahre 2005 und 2017. Die Wertänderungsrendite weist im Städtevergleich 2017 eine Bandbreite von -1,03 % (Dessau-Roßlau) und +7,03 % (Lübeck) auf. Dies sind beachtliche

8,0 Prozentpunkte. Dabei liegen selbst in der aktuell starken Marktphase gerade einmal 83 von 110 Märkten oberhalb der Inflationsmarke. In schwächeren Jahren (z. B. 2005, 2009) haben weniger als die Hälfte der betrachteten Märkte die allgemeine Preissteigerung (Verbraucherpreisindex) übertroffen.

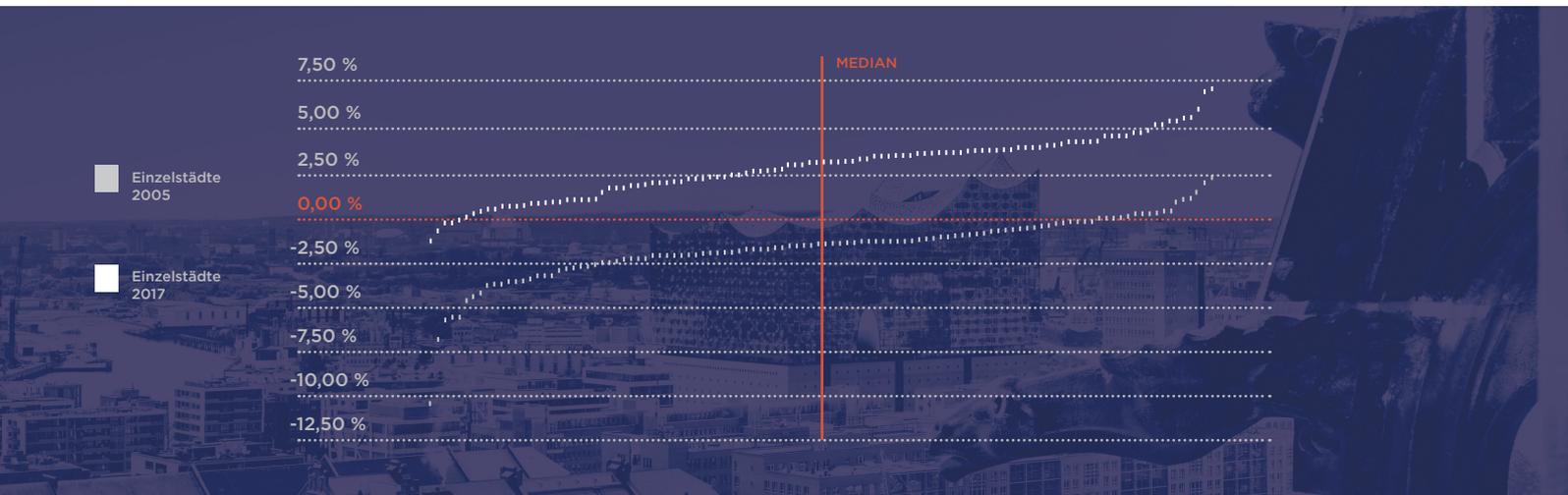


Abb. 6: Wertänderungsrendite für Wohnimmobilien in 110 deutschen Städten ab 75.000 Einwohnern - Vergleich 2017 zu 2005
Quelle: F+B GmbH; eigene Berechnung und Darstellung

Im Jahr 2005 war die Spannweite der Wertänderungsrenditen mit 13,15 Prozentpunkten (Minimum -10,59 %, Maximum 2,56 %) noch erheblich größer als 2017. Zwischen 2005 und 2017 veränderte sich zudem der Median der Wertänderungsrendite von -1,3 auf +3,18 %. Solche Jahresvergleiche sind zwar rechnerisch möglich und fallweise sehr be-

eindruckend, können jedoch durch Einmal-effekte mit geringem Aussagegehalt behaftet sein, da Wertänderungsrenditen in der Regel weit instabiler als die zuvor besprochenen Cash-Flow-Renditen sind. Zudem können Einzelobjekte und spezifische Portfolios vom allgemeinen Markttrend abweichen.

Folgende Übersicht mit weiteren Jahren und Kennzahlen kann zumindest als Indikation und Benchmark verstanden werden:

	2005	2009	2013	2017
Minimum	-10,59 %	-2,86 %	-1,88 %	-1,03 %
Unteres Quartil	-2,21 %	-0,62 %	1,62 %	1,86 %
Median	-1,30 %	0,20 %	3,64 %	3,18 %
Oberes Quartil	-0,44 %	0,86 %	5,20 %	3,88 %
Maximum	2,56 %	3,60 %	8,93 %	7,03 %
Spannweite Min-Max	13,15 % P	6,46 % P	10,81 % P	8,06 % P
Standardabweichung	1,83 % P	1,22 % P	2,35 % P	1,57 % P
Anzahl über 0 %	17	60	102	106
Anzahl über 5 %	0	0	32	9
Anzahl über Inflation	3	49	84	83
Top10-Städte	Flensburg, Paderborn, Trier, Koblenz, Freiburg i. B., Darmstadt, Gießen, Ingolstadt, Hamm, Kaiserslautern	Hamburg, München, Regensburg, Erfurt, Fürth, Jena, Erlangen, Ingolstadt, Augsburg, Halle/Saale	Augsburg, Fürth, Nürnberg, München, Wolfsburg, Regensburg, Hamburg, Kiel, Potsdam, Freiburg i. B.	Lübeck, Berlin, Mannheim, Hamburg, Offenbach a. M., Würzburg, Heilbronn, Fürth, Kaiserslautern, Kiel

Abb. 7: Wertänderungsrendite für Wohnimmobilien in 110 deutschen Städten ab 75.000 Einwohnern - deskriptiv, verschiedene Zeitpunkte
Quellen: F+B GmbH, Statistisches Bundesamt; eigene Berechnung und Darstellung

Als Summe von Cash-Flow-Rendite und Wertänderungsrendite dient der Total Return der Gesamtdarstellung der Immobilienperformance. Analysten und Investoren nutzen diese Kennzahl zum Benchmarking, zur Marktauswahl und auch zum Vergleich verschiedener Asset-Klassen.

Bezogen auf die Gesamtpformance (gemessen über den Total Return) ändert sich die Rangfolge der Städte wiederum. Waren es im Jahr 2005 noch Städte wie Flensburg, Paderborn oder Trier, die zu den Standorten mit dem höchsten Total Return zählten, wird die Städteleiste 2017 von Lübeck, Offenbach am Main, Mannheim und Berlin angeführt. Einziger Kaiserslautern findet sich sowohl 2005 als

auch 2017 unter den Top-Standorten gemessen am Total Return. Dies lässt die Vermutung zu, dass Spitzenwerte häufig vorlaufenden bzw. nachlaufenden Entwicklungen unterliegen, jedoch eher temporärer Natur sind.

Beachtlich ist im Zeitpunktvergleich, dass der Median des Total Return in 2017 um 4 Prozentpunkte über dem des Jahres 2005 liegt (siehe Abbildung 8) liegt. Selbst die 2017 geringsten Werte liegen bei über 4 %, und damit bei knapp 10 Prozentpunkten über dem Minimalwert von 2005 und hätten damit sogar im oberen Quartil des besagten Jahres gelegen (Vergleich Abbildung 9). Getrieben wurde diese Entwicklung insbesondere durch die Wertänderungsrendite.

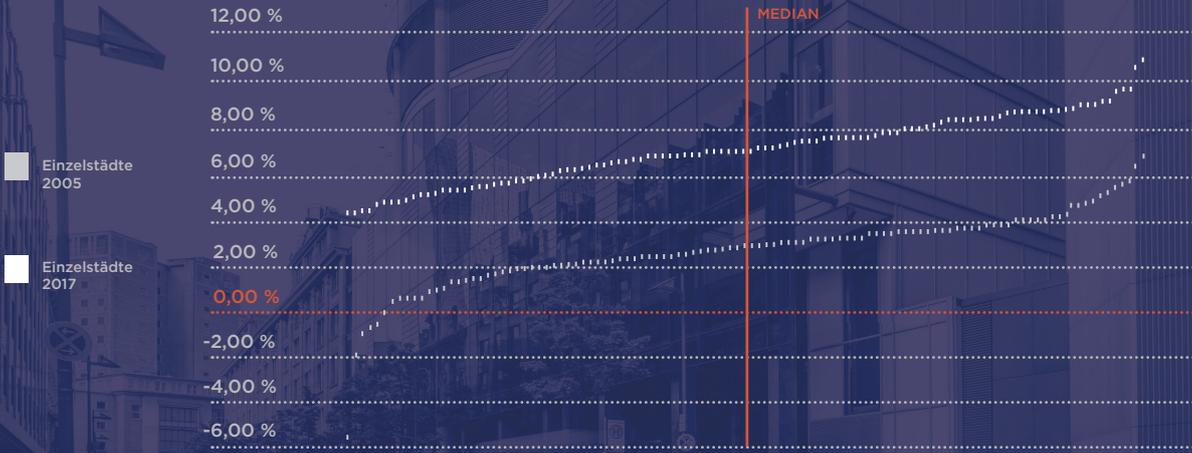


Abb. 8: Total Return für Wohnimmobilien in 110 deutschen Städten ab 75.000 Einwohnern - Vergleich 2017 zu 2005
Quelle: F+B GmbH; eigene Berechnung und Darstellung

Nachfolgende Tabelle zeigt u. a. die stark schwankenden Spannweiten zwischen den Minimum- und Maximumwerten ausgewählter Jahre:

	2005	2009	2013	2017
Minimum	-5,57 %	1,80 %	3,41 %	4,40 %
Unteres Quartil	2,10 %	3,95 %	6,33 %	5,97 %
Median	3,03 %	4,61 %	8,04 %	7,03 %
Oberes Quartil	3,75 %	5,34 %	9,27 %	8,29 %
Maximum	7,10 %	7,65 %	12,82 %	10,91 %
Spannweite Min-Max	12,67 % P	5,85 % P	9,41 % P	6,51 % P
Standardabweichung	1,69 % P	1,07 % P	2,04 % P	1,45 % P
Anzahl über 0 %	105	110	110	110
Anzahl über 5 %	8	38	99	101
Anzahl über Inflation	91	110	110	110
Top10-Städte	Flensburg, Paderborn, Trier, Kaiserslautern, Koblenz, Hamm, Cottbus, Wilhelmshaven, Gießen, Darmstadt	Hamburg, Halle/Saale, Erfurt, Jena, München, Dessau-Roßlau, Fürth, Augsburg, Regensburg, Delmenhorst	Augsburg, Wolfsburg, Fürth, Nürnberg, Kiel, Braunschweig, Paderborn, Potsdam, Osnabrück, Flensburg	Lübeck, Berlin, Mannheim, Kaiserslautern, Offenbach a. M., Worms, Magdeburg, Heilbronn, Bremen, Ludwigshafen a. R.

Abb. 9: Total Return für Wohnimmobilien in 110 deutschen Städten ab 75.000 Einwohnern - deskriptiv, verschiedene Zeitpunkte
Quellen: F+B GmbH, Statistisches Bundesamt; eigene Berechnung und Darstellung

Hinsichtlich eines Vergleichs mit anderen höher rentierlichen Asset-Klassen (bspw. Aktien) ist interessant, dass die Renditen (mit Ausnahme weniger Standorte im Jahr 2005) im Beobachtungszeitraum stets positiv waren und dabei auch die Inflationsrate übertrafen. Die betrach-

teten Wohnungsmärkte haben somit sowohl bei selektiven als auch bei breit diversifizierten Marktportfolios ein positives Ergebnis erzielt. Ausgeblendet werden an dieser Stelle die Zusatzeffekte aus der konkreten Objektauswahl und des jeweiligen Asset-Managements.

3. Untersuchung der realen Bandbreiten über alle Einzelstädte

Bei der Wahl von Sachanlagen spielen auch Fragen der Sicherheit vor Geldentwertungen (Inflation) häufig eine Rolle. Dies soll im Folgenden durch eine Betrachtung realer, das heißt inflationsbereinigter Renditen, abgebildet werden. Aufgrund der deutschlandweit nicht weiter differenzierten Preissteigerungskennziffer bleibt die Rangfolge innerhalb der Städteliste bei den betrachteten Kennzahlen Cash-Flow-Rendite, Wertänderungsrendite und Total Return erhalten. Jährlich werden

jedoch die spezifischen Inflationsraten zur Umrechnung von Nominal- auf Realgrößen verwendet. Entspricht eine nominale Rendite exakt der Inflationsrate, ergibt sich eine reale Rendite von Null. Positive reale Renditen bedeuten, dass auch nach Inflationsabzug ein positiver Beitrag (bspw. zur Wertsteigerung) geleistet wird. Die Auswertung zeigt durchweg positive reale Cash-Flow-Renditen, in einigen Jahren jedoch ein gegensätzliches Bild bei der Wertentwicklung.

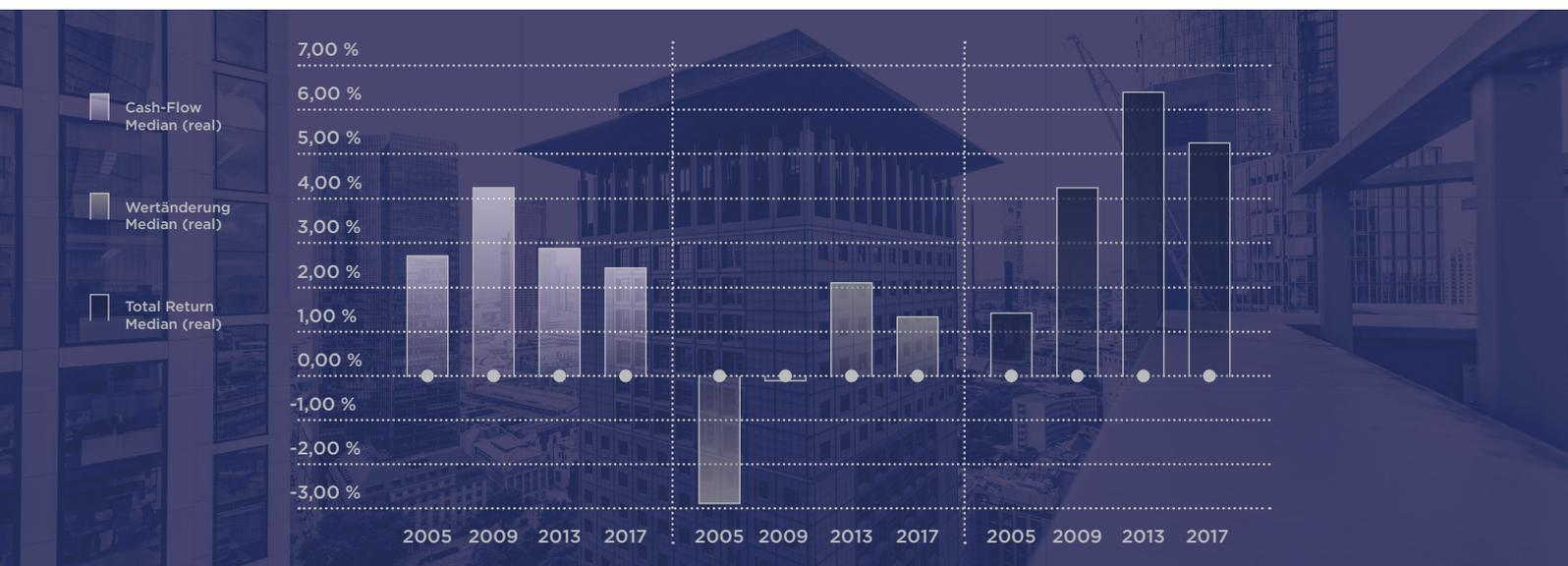


Abb. 10: Inflationsbereinigte Renditen für Wohnimmobilien in 110 deutschen Städten ab 75.000 Einwohnern – Median zu verschiedenen Zeitpunkten
Quellen: F+B GmbH, Statistisches Bundesamt; eigene Berechnung und Darstellung

Ausgehend vom Median wurden die Ergebnisse aller Perioden auch hinsichtlich ihrer Bandbreite und ihrer Extremwerte untersucht. Im Total Return lagen auch bei realer

Betrachtung noch zahlreiche Städte oberhalb der Marke von 5 %. In den Jahren 2013 und 2017 waren dies mehr als die Hälfte der untersuchten Städte.

	CASH-FLOW-RENDITE				WERTÄNDERUNGSRENDITE				TOTAL RETURN			
	2005	2009	2013	2017	2005	2009	2013	2017	2005	2009	2013	2017
Med	2,84 %	4,32 %	2,95 %	2,44 %	-2,90 %	-0,11 %	2,14 %	1,38 %	1,43 %	4,31 %	6,54 %	5,23 %
Min	1,58 %	3,01 %	1,38 %	0,82 %	-12,19 %	-3,16 %	-3,38 %	-2,83 %	-7,17 %	1,50 %	1,91 %	2,60 %
Max	3,55 %	5,38 %	4,35 %	4,00 %	0,96 %	3,30 %	7,43 %	5,23 %	5,50 %	7,35 %	11,32 %	9,11 %
> 0 %	110	110	110	110	3	49	84	83	91	110	110	110
> 5 %	0	4	0	0	0	0	10	2	2	30	80	66

Abb. 11: Inflationsbereinigte Renditen für Wohnimmobilien in 110 deutschen Städten ab 75.000 Einwohnern – deskriptiv, verschiedene Zeitpunkte; Med=Median, Min=Minimum, Max=Maximum // Quellen: F+B GmbH, Statistisches Bundesamt; eigene Berechnung und Darstellung

Ausgehend von der Betrachtung des Gesamtmarktes bzw. der Ergebnisverteilung über die 110 Einzelstädte sind Fragen hinsichtlich der Begründung einer höheren oder niedrigeren Performance zu stellen. Die Kenntnis entsprechender Parameter ermöglicht die Unterscheidung von bestimmten Clustern. Märkte könnten damit hinsichtlich ihrer Stärken und Schwächen bzw. ihrer Chancen und Risiken

unterschieden werden. Dies ermöglicht im Kern zwar keine Prognosen im engeren Sinne, Investoren mit generellem Interesse am deutschen Wohnungsmarkt können damit jedoch Teilmärkte vorselektieren und dort gezielt Investmentchancen eruieren. Bisher nicht im Fokus stehende Städte in aussichtsreichen Clustern stellen vielleicht Hidden Champions dar, die neu zu entdecken sind.

4. Differenzierte Analyse hinsichtlich Marktgröße

Naheliegender für eine differenzierte Betrachtung der erzielbaren Renditen ist das Kriterium der Marktgröße. Großstädte stehen in der Regel stärker im Fokus institutioneller und privater Anleger als kleinere Standorte. Zur Abgrenzung der Cluster sind verschiedene Kennzahlen aus dem Bereich Flächen, Transaktionen oder Nutzungen denkbar. Als für den Wohnungsmarkt hinreichend aussagefähige Kennzahl soll an dieser Stelle die Einwohnerzahl genutzt werden. Um die Ergebnisse nicht durch einzelne Jahreseffekte zu verzerrern, werden im Rahmen der weiteren Analyseschritte mehrjährige Zeiträume mit ihren Durchschnittswerten betrachtet. Extremwerte, insbesondere bei der stark schwankenden Wertänderungsrendite, werden dadurch geglättet. Die damit berechneten Cluster bilden die Performance im Sinne einer Anlage mit zumindest mittelfristigem Zeithorizont ab. Die 110 Einzelstädte werden hier in die drei Gruppen Mittelstädte, Großstädte und Große Großstädte unterschieden. Diese Untergliederung lehnt sich an die Klassifizierung von Stadt- und Gemeindetypen des Bundesinstitutes für Bau-, Stadt- und Raumforschung an. Da in Grenzfällen steigende oder sinkende Einwohnerzahlen zu einem Wechsel des Clusters führen können, erfolgt die Zuordnung nicht einheitlich, sondern in der jeweils betrachteten Periode anhand des mittleren Jahres.

Generell sollen über alle betrachteten Cluster (und über alle Perioden) die Daten vollständig vorliegen. Da die amtliche Statistik (hier: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung der Länder) für einige Städte Lücken aufweist,

werden bei diesem Analyseschritt nur 78 vollständige Datensätze für Städte ab 75.000 Einwohnern einbezogen.

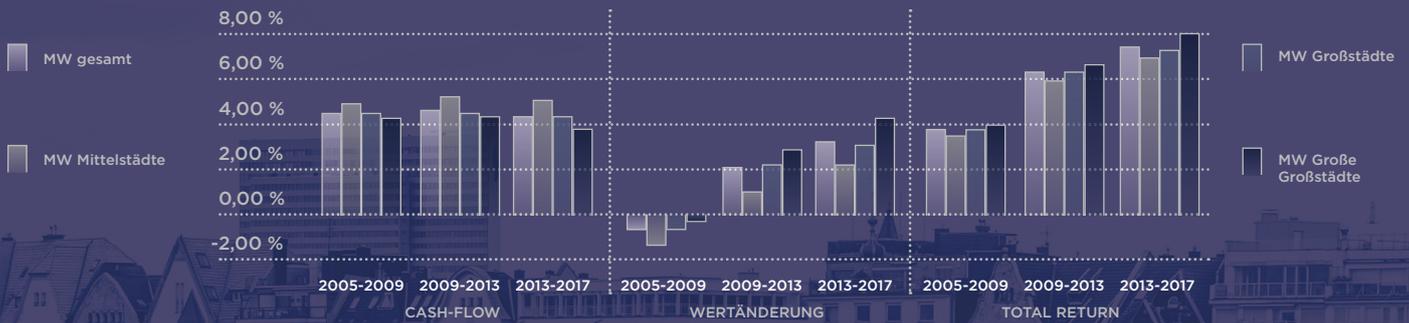
Abbildung 12 zeigt Cash-Flow-Renditen, Wertänderungsrenditen und Total Returns für die Gesamtmenge sowie die drei nach Einwohnerzahl abgegrenzten Cluster. Neben der grafischen Darstellung der arithmetischen Mittelwerte sind jeweils für die betrachteten Zeiträume der Median und die jeweiligen Minimal- und Maximalwerte aufgeführt (Mittelwerte der Perioden).

Es ist erkennbar, dass die Total Returns im Zeitverlauf über alle Cluster wachsen (Median). Dies ist im Wesentlichen der Komponente Wertänderung zuzurechnen. Die Cash-Flow-Renditen sinken dagegen leicht (mit Ausnahme einzelner Extremwerte).

Bezogen auf den durchschnittlichen maximalen Total Return liefert die Gruppe der Großstädte in den Jahren ab 2013 den Spitzenwert (10,48 %). Dagegen liegen die großen Großstädte (ab 500.000 Einwohnern) beim entsprechenden Median vorn, was dort gleichfalls für die Wertänderungsrendite zutrifft. Hier bestätigt sich die Beliebtheit dieses Clusters bei Investoren. Dabei wäre aber der Umkehrschluss falsch, dass die minimale Performance bei den kleinsten Märkten der Erhebung (Mittelstädte bis 100.000 Einwohner) zu finden ist. Die minimalen Total Returns liegen meist sogar etwas höher als in den Vergleichsclustern. Unter den größeren Städten (über 100.000 bzw. über 500.000 Einwohner) befinden sich dagegen auch einige Städte mit einer sehr niedrigen Performance.

In den großen Großstädten liegen hingegen über alle Perioden die Minimalwerte des Total Return und der Wertänderungsrendite über dem Gesamtland (jeweils Durchschnitt aller einbezogenen Städte), was für mehr Stabili-

tät in diesen Märkten spricht. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund interessant, dass die Wertänderungsrendite auch negativ ausfallen kann, wie beispielsweise die Ergebnisse des Zeitraums 2005 bis 2009 zeigen.



		CASH-FLOW-RENDITE			WERTÄNDERUNGSRENDITE			TOTAL RETURN		
		05-09	09-13	13-17	05-09	09-13	13-17	05-09	09-13	13-17
Gesamt D	Med	4,54 %	4,61 %	4,35 %	-0,49 %	2,24 %	3,34 %	3,99 %	6,46 %	7,47 %
	Min	3,25 %	3,09 %	2,72 %	-3,85 %	-0,89 %	0,23 %	1,41 %	4,42 %	5,16 %
	Max	5,30 %	5,78 %	5,81 %	2,09 %	5,98 %	6,00 %	6,42 %	9,73 %	10,48 %
Mittelstädte (<100TEW)	Med	5,04 %	5,12 %	4,82 %	-1,09 %	0,91 %	2,43 %	3,90 %	6,14 %	7,24 %
	Min	4,70 %	4,71 %	4,27 %	-3,85 %	-0,89 %	0,60 %	1,41 %	4,65 %	6,39 %
	Max	5,30 %	5,78 %	5,81 %	0,49 %	3,28 %	4,59 %	5,50 %	7,98 %	8,86 %
Großstädte (>= 100 TEW, < 500 TEW)	Med	4,51 %	4,56 %	4,29 %	-0,47 %	2,39 %	3,34 %	3,96 %	6,59 %	7,38 %
	Min	3,48 %	3,38 %	3,03 %	-2,65 %	-0,73 %	0,23 %	2,22 %	4,42 %	5,16 %
	Max	5,19 %	5,40 %	5,30 %	2,09 %	5,00 %	6,00 %	6,42 %	9,36 %	10,48 %
Große Großstädte (>= 500 TEW)	Med	4,17 %	4,22 %	3,92 %	0,05 %	2,81 %	4,31 %	4,04 %	7,18 %	8,03 %
	Min	3,25 %	3,09 %	2,72 %	-1,50 %	0,43 %	1,70 %	2,86 %	5,20 %	6,37 %
	Max	4,79 %	4,88 %	4,67 %	1,73 %	5,98 %	6,00 %	5,74 %	9,73 %	9,92 %

Abb. 12: Übersicht Renditeentwicklung für Wohnimmobilien in verschiedenen Zeiträumen - Vergleich von Bundesgebiet gesamt (Stichprobe), Mittelstädten, Großstädten und Großen Großstädten, Basis 78 deutsche Städte ab 75.000 Einwohnern; MW=arithmetischer Mittelwert, Med=Median, Min=Minimum, Max=Maximum
Quellen: F+B GmbH, Arbeitskreis VGR der Länder; eigene Berechnung und Darstellung

5. Differenzierte Analyse hinsichtlich Mietpreisniveau

Die Performance von Immobilienmärkten kann auch vom bereits im Ausgangspunkt gegebenen Preisniveau abhängig sein. Dieses könnte einerseits stellvertretend für die Nachfrage bzw. bestimmte Qualitätsmerkmale stehen. Andererseits könnte es auch einen bereits erreichten Spitzenwert (ohne weitere Steigerungsmöglichkeiten) oder aber einen vorhanden Rückstand (mit Aufholpotenzial)

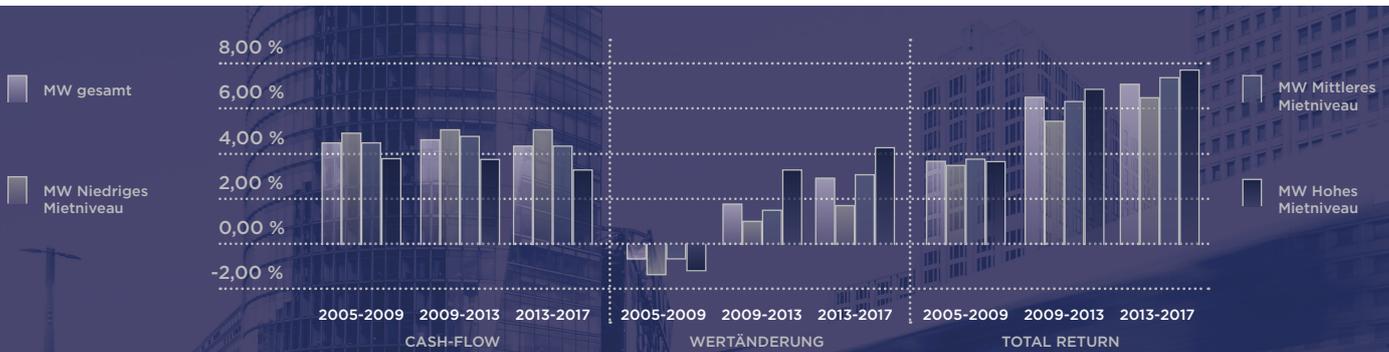
repräsentieren. Im Folgenden soll in diesem Sinne die Höhe der Mieten als Abgrenzungsmerkmal von zu untersuchenden Clustern herangezogen werden. Die 110 Einzelstädte ab 75.000 Einwohnern werden dazu in drei Cluster unterteilt: das untere Quartil des Mietpreisniveaus, das obere Quartil des Mietpreisniveaus und die dazwischen liegenden 50 % der Städte mit einem mittleren Mietpreis-

niveau. Die analysierten Zeiträume bleiben gleich und die Städte-Cluster werden anhand des Merkmals Mietniveau je Periode neu gebildet.

Die Analyseergebnisse (siehe Abbildung 13) zeigen überwiegend dort eine höhere Performance, wo Standorte bereits ein höheres Mietpreisniveau aufweisen. Speziell diese Wohnungsmärkte scheinen für Investitionen interessant zu sein, was sich in durchweg höheren Wertsteigerungen bemerkbar macht (verglichen mit dem Gesamtwert sowie den Clustern der niedrigen und mittleren Miet-

preise). Insbesondere die durchschnittlichen Minimalwerte (Wertänderungen des jeweils schlechtesten Standortes im Cluster), liegen bei den hochpreisigen Mietmärkten deutlich über denen anderer Cluster.

Zudem betrug der Medianwert der Wertänderungsrendite in der letzten Untersuchungsperiode im Cluster des höheren Mietpreisniveaus knapp über 4 %, was nahezu 1,0 Prozentpunkte über dem Medianwert in Städten mit mittlerem Mietpreisniveau (3,07 %) und gut 2,3 Prozentpunkte über dem der Städte mit niedrigem Mietpreisniveau (1,65 %) lag.



		CASH-FLOW-RENDITE			WERTÄNDERUNGSRENDITE			TOTAL RETURN		
		05-09	09-13	13-17	05-09	09-13	13-17	05-09	09-13	13-17
Gesamt D	Med	4,51 %	4,56 %	4,33 %	-0,54 %	1,88 %	3,09 %	3,88 %	6,25 %	7,33 %
	Min	3,25 %	3,09 %	2,72 %	-3,85 %	-1,37 %	0,23 %	1,41 %	4,18 %	5,14 %
	Max	5,30 %	5,78 %	5,81 %	2,09 %	5,98 %	6,00 %	6,42 %	9,73 %	10,48 %
Niedrige Miete	Med	4,95 %	5,02 %	4,77 %	-0,86 %	0,65 %	1,65 %	3,98 %	5,88 %	6,58 %
	Min	4,04 %	4,35 %	4,27 %	-3,85 %	-1,37 %	0,23 %	1,41 %	4,18 %	5,14 %
	Max	5,30 %	5,78 %	5,81 %	0,49 %	3,28 %	4,59 %	5,50 %	7,98 %	8,86 %
Mittlere Miete	Med	4,58 %	4,58 %	4,35 %	-0,66 %	1,73 %	3,07 %	3,90 %	6,19 %	7,34 %
	Min	3,51 %	3,83 %	3,66 %	-2,00 %	-0,25 %	0,63 %	2,70 %	4,52 %	5,16 %
	Max	5,18 %	5,40 %	5,06 %	2,09 %	4,73 %	6,00 %	6,42 %	9,36 %	10,48 %
Hohe Miete	Med	3,86 %	3,83 %	3,52 %	-0,09 %	3,04 %	4,01 %	3,82 %	7,05 %	7,53 %
	Min	3,25 %	3,09 %	2,72 %	-0,98 %	1,68 %	3,05 %	2,86 %	5,70 %	6,36 %
	Max	4,39 %	4,47 %	4,24 %	1,73 %	5,98 %	6,00 %	5,74 %	9,73 %	9,70 %

Abb. 13: Übersicht Renditeentwicklung für Wohnimmobilien in verschiedenen Zeiträumen - Vergleich nach Mietpreisniveau (Einteilung: untere 25 %, mittlere 50 %, obere 25 %), Basis IIO deutsche Städte ab 75.000 Einwohnern; MW=arithmetischer Mittelwert, Med=Median, Min=Minimum, Max=Maximum
Quelle: F+B GmbH, eigene Berechnung und Darstellung

Die Vorteile im Total Return höherpreisiger Städte entstehen trotz einer vergleichsweise geringeren Cash-Flow-Rendite, die jedoch

in vielen Jahren durch höhere Wertgewinne überkompensiert wird. Diese Struktur wirkt sich negativ in Perioden ohne nennenswer-

te Wertgewinne oder mit Verlusten aus (z. B. Zeitraum von 2005 bis 2009). Hier leistet die immer noch positive Cash-Flow-Rendite einen zu geringen Beitrag zur Gesamtp performance, wodurch dann die teuren Städte bezogen auf den Total Return nahe am Gesamtdurchschnitt aller Städte liegen (siehe in Abbildung 13).

In zeitlicher Hinsicht fallen Rückgänge in der Cash-Flow-Rendite vor allem in Städten mit höherem Mietpreisniveau auf. Erklärbar ist dies durch überproportionale Wertsteigerungen und somit durch die Bezugsgröße in der Renditeberechnung. Dagegen erscheinen die Cluster mit mittlerem und niedrigem Mietpreisniveau bei dieser Kennzahl relativ stabil. So liegt im Zeitraum von 2013 bis 2017 das Minimum des Clusters „niedrige Mieten“ sogar

über dem Maximum des Clusters „hohe Mieten“. Der schlechteste Standort im niedrigpreisigen Wohnungsmarkt (Flensburg) konnte also im Schnitt eine höhere Cash-Flow-Rendite erzielen als der beste Standort im hochpreisigen Cluster (Offenbach am Main).

Vor allem aber beim Total Return gab es über die Jahre Verschiebungen. Lagen die Mittelwerte sowie der Median dieser Größe im Zeitraum von 2005 bis 2009 über die betrachteten Cluster noch etwa auf demselben Niveau, ist seither eine deutlich divergierende Entwicklung zugunsten von Städten mit hohen Mietpreisen auszumachen.

Generell bietet das Mietpreisniveau ein interessantes Differenzierungsmerkmal für Wohnimmobilienmärkte und deren Performance.

6. Differenzierte Analyse hinsichtlich wirtschaftlicher Dynamik

Neben Marktgröße und Preisniveau können auch Wachstumseffekte vorgelagerter Märkte sowie der Gesamtwirtschaft die Performance des Immobilienmarktes beeinflussen. Im Folgenden wird der Aspekt der wirtschaftlichen Dynamik anhand von mittelfristigen Veränderungsraten des BIP (2015 zu 2005) abgebildet. Stark, mittel und wenig dynamische Märkte können damit unterschieden werden. Die Unterteilung erfolgt analog zum Kriterium Mietpreisniveau. Gemessen am Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts werden dabei drei Cluster unterteilt: das untere Quartil, das obere Quartil sowie die mittleren 50 %. Auch hier weisen die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der Länder Lücken auf. Vollständig auswertbar sind in diesem Analyseschritt 78 Städte.

Eine höhere wirtschaftliche Dynamik geht regelmäßig mit höheren Wertsteigerungen und Total Returns einher (siehe Abbildung 14). Standorte mit vergleichsweise niedriger wirtschaftlicher Dynamik haben dagegen häufig höhere Cash-Flow-Renditen. Bei einer Übertragung der grundsätzlichen Erkenntnisse auf das immobilienwirtschaftliche Portfoliomanagement gilt es zu beachten, dass Städte zwischen den Clustern im Zeitverlauf wechseln

können. In diesem Zusammenhang sei auf die bisherigen Research-Studien zu Einflussfaktoren und Time-Lags im Rahmen der Immobilienmarktanalyse verwiesen („Erklärung und Prognose von Wohnungsmieten – Bestimmung wesentlicher Einflussfaktoren mittels Korrelationsanalyse“, Empira Gruppe, April 2018). Grundsätzlich sind strategische Portfolio-Allokationen von taktischen Entscheidungen (kurz- bis mittelfristige Chancen) abzugrenzen.

Insgesamt lassen die Auswertungen der verschiedenen Zeiträume den Schluss zu, dass ein hohes regionales Wirtschaftswachstum auch die Nachfrage nach Immobilieninvestitionen weckt und sich die entsprechenden Bestände überproportional verteuern. So liegen die Unterschiede des Total Return zwischen sehr und weniger dynamischen Städten in den untersuchten Zeiträumen seit 2009 bei über 1,2 Prozentpunkten (Median). Auch die erzielten Minima liegen seither merklich über denen der anderen Cluster. In erster Linie liegt dies an der höheren Wertänderungsrendite. Diese ist im Mittel in dynamischen Standorten höher als im Landesdurchschnitt (hier bezogen auf 78 Städte).



		CASH-FLOW-RENDITE			WERTÄNDERUNGSRENDITE			TOTAL RETURN		
		05-09	09-13	13-17	05-09	09-13	13-17	05-09	09-13	13-17
Gesamt D	Med	4,54 %	4,61 %	4,35 %	-0,49 %	2,24 %	3,34 %	3,99 %	6,46 %	7,47 %
	Min	3,25 %	3,09 %	2,72 %	-3,85 %	-0,89 %	0,23 %	1,41 %	4,42 %	5,16 %
	Max	5,30 %	5,78 %	5,81 %	2,09 %	5,98 %	6,00 %	6,42 %	9,73 %	10,48 %
Niedrige Dynamik	Med	4,67 %	4,70 %	4,55 %	-0,59 %	0,89 %	1,80 %	4,14 %	5,66 %	6,59 %
	Min	4,13 %	4,10 %	3,78 %	-1,72 %	-0,25 %	0,63 %	2,98 %	4,52 %	5,16 %
	Max	5,23 %	5,29 %	5,30 %	0,49 %	3,80 %	5,54 %	5,50 %	7,98 %	9,81 %
Mittlere Dynamik	Med	4,58 %	4,59 %	4,29 %	-0,62 %	2,45 %	3,65 %	3,91 %	6,63 %	7,51 %
	Min	3,51 %	3,55 %	3,36 %	-3,85 %	-0,89 %	0,23 %	1,41 %	4,42 %	5,45 %
	Max	5,30 %	5,78 %	5,81 %	2,09 %	5,88 %	6,00 %	6,42 %	9,73 %	10,48 %
Hohe Dynamik	Med	4,20 %	4,23 %	3,99 %	-0,17 %	3,03 %	3,94 %	3,96 %	7,36 %	7,81 %
	Min	3,25 %	3,09 %	2,72 %	-1,91 %	-0,01 %	1,76 %	2,90 %	5,20 %	6,01 %
	Max	5,04 %	5,25 %	5,17 %	0,71 %	5,98 %	6,00 %	4,88 %	9,07 %	9,92 %

Abb. 14: Übersicht Renditeentwicklung für Wohnimmobilien in verschiedenen Zeiträumen - Vergleich nach wirtschaftlicher Dynamik (Einteilung: untere 25 %, mittlere 50 %, obere 25 %), Basis 78 deutsche Städte ab 75.000 Einwohnern; MW=arithmetischer Mittelwert, Med=Median, Min=Minimum, Max=Maximum
Quelle: F+B GmbH; Arbeitskreis VGR der Länder; eigene Berechnung und Darstellung

7. Differenzierte Analyse hinsichtlich Region

Das Wirtschaftswachstum einzelner Städte strahlt häufig auf die gesamte Region ab. Benachbarte Städte mit ihren Wirtschaftsstrukturen und Immobilienmärkten stehen in Wechselwirkung miteinander. In vielen sozio-ökonomischen Darstellungen werden daher größere Regionen, Bundesländer oder Landesteile zusammenfassend besprochen und hinsichtlich ihrer Chancen und Risiken mit anderen Regionen verglichen bzw. von diesen abgegrenzt.

Testweise soll eine solche Zusammenfassung auch hier erfolgen. Um Ungleichgewichte zwischen größeren Bundesländern einerseits und kleinen Stadtstaaten andererseits zu

vermeiden, werden an dieser Stelle mehrere Bundesländer so zusammengefasst, dass nur noch vier Cluster verbleiben. Ausgehend von 110 Einzelstädten sind damit in jedem Cluster mehrere Städte enthalten und lassen somit eine auswertbare Statistik mit Mittelwerten und Bandbreiten zu. Die Cluster werden wie folgt aus den Bundesländern und deren Städten gebildet:

- Nord: Bremen, Hamburg, Mecklenburg-Vorpommern, Niedersachsen, Schleswig-Holstein
- Süd: Baden-Württemberg, Bayern

- West: Hessen, Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz, Saarland
- Ost: Berlin, Brandenburg, Sachsen, Sachsen-Anhalt, Thüringen

Auch wenn immer weniger als analytisches Unterscheidungsmerkmal relevant, soll zusätzlich noch einmal der klassische Ost-West-Vergleich dargestellt werden. Inklusiv der Zuordnung von Berlin (Gesamtstadt) werden zwei Cluster unterschieden:

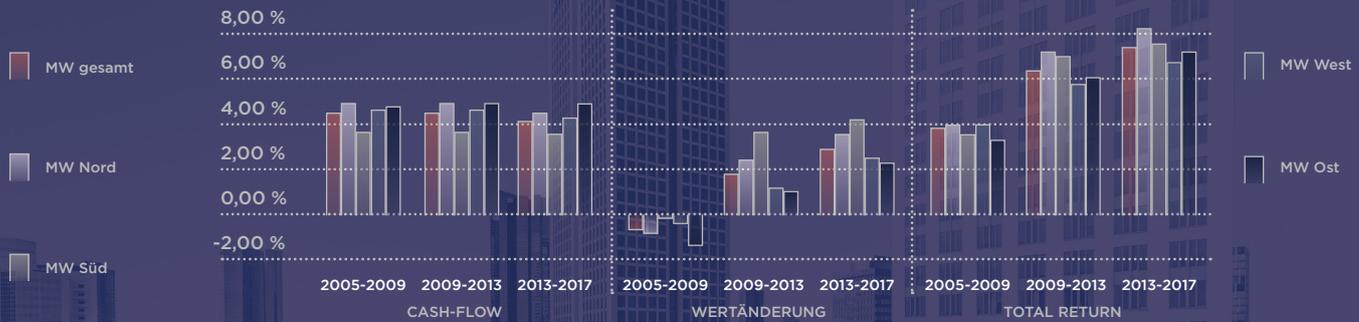
- Alte Bundesländer: Baden-Württemberg, Bayern, Bremen, Hamburg, Hessen, Niedersachsen, Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz, Saarland, Schleswig-Holstein
- Neue Bundesländer inkl. Berlin: Berlin, Brandenburg, Mecklenburg-Vorpommern, Sachsen, Sachsen-Anhalt, Thüringen

Die Ergebnisse (siehe Abbildung 15) zeigen die höchsten Cash-Flow-Renditen im Cluster Ost (über alle Zeiträume), während der Süden bei dieser Kennziffer auch im Vergleich mit nord- und westdeutschen Städten deutlich abfällt. Bei der Wertänderungsrendite kehrt sich dieses Bild wieder um. Zusammengefasst werden die maximalen Wertsteigerungen gemessen am Median in den Zeiträumen 2005-2009 sowie 2009-2013 im Süden erreicht. Das Cluster Nord dominiert dagegen seit 2009 die Gesamtpformance (Total Return). Insgesamt fallen über mehrere Zeiträume die Cluster Nord und Süd als den Ergebnissen nach attraktivere Investitionsstandorte auf. Deren Wertänderungsrenditen und Total Returns lagen oftmals über dem gesamtdeutschen Durchschnitt. Zudem zeigt das Nord-Cluster über alle Zeiträume hinweg beachtliche Cash-Flow-Renditen. Nur

Wohnimmobilien im Cluster Ost (hier ohne Mecklenburg-Vorpommern) liefern bei dieser Kennzahl noch leicht bessere Resultate.

Im Vergleich der Neuen und der Alten Bundesländer differenziert sich der Total Return (Median) weniger stark als vielleicht erwartet. Im Allgemeinen war in den Alten Bundesländern die Wertänderungsrendite höher, während in den Neuen Bundesländern etwas höhere Cash-Flow-Renditen berechnet werden. Der Aufholprozess ist deutlich sichtbar - mittlerweile haben sich die Medianwerte des Total Return in den Neuen und Alten Bundesländern nahezu angeglichen. Anzumerken ist, dass es eine gewisse Glättung durch eine Vielzahl jeweils unterschiedlicher Städte in beiden Clustern gibt. Das Cluster der Neuen Bundesländer profitiert u. a. von der Einbeziehung von Berlin und besonders starken Einzelstädten (Rostock, Leipzig, Potsdam). Im Cluster der Alten Bundesländer sind viele kleinere Städte enthalten, die typischerweise keine Zielmärkte institutioneller Investoren sind. Aus analytischer Sicht erscheint eine so grobe Unterscheidung von nur zwei Landesteilen somit nicht mehr sinnvoll. Hinreichend genaue - und dennoch nicht zu sehr lokal geprägte - Aussagen liefern Unterteilungen in die gezeigten vier (oder auch einige mehr) Landesteile. Die Arbeit mit Bundesländergruppen ist dabei zwar pragmatisch, aufgrund der Unausgewogenheit (z. B. hinsichtlich der einbezogenen Flächen und Städte) jedoch nicht zwingend zielführend. Alternativ möglich wären auch Postleitzahlen-Bereiche, geografische Koordinaten oder andere Kriterien, die eine nachvollziehbare und automatisierbare Zuordnung ermöglichen.





		CASH-FLOW-RENDITE			WERTÄNDERUNGSRENDITE			TOTAL RETURN		
		05-09	09-13	13-17	05-09	09-13	13-17	05-09	09-13	13-17
Gesamt D	Med	4,51 %	4,56 %	4,33 %	-0,54 %	1,88 %	3,09 %	3,88 %	6,25 %	7,33 %
	Min	3,25 %	3,09 %	2,72 %	-3,85 %	-1,37 %	0,23 %	1,41 %	4,18 %	5,14 %
	Max	5,30 %	5,78 %	5,81 %	2,09 %	5,98 %	6,00 %	6,42 %	9,73 %	10,48 %
Nord	Med	4,82 %	4,87 %	4,57 %	-1,04 %	2,47 %	4,18 %	3,71 %	7,21 %	8,28 %
	Min	4,01 %	3,84 %	3,36 %	-1,91 %	-0,12 %	1,35 %	2,91 %	5,17 %	6,50 %
	Max	5,23 %	5,40 %	5,30 %	1,73 %	5,88 %	5,54 %	5,74 %	9,73 %	10,48 %
Süd	Med	3,69 %	3,74 %	3,50 %	-0,09 %	3,41 %	4,17 %	3,55 %	6,99 %	7,48 %
	Min	3,25 %	3,09 %	2,72 %	-1,15 %	1,09 %	3,05 %	2,86 %	5,32 %	6,36 %
	Max	4,19 %	4,23 %	4,05 %	0,90 %	5,98 %	6,00 %	4,79 %	9,07 %	9,70 %
West	Med	4,58 %	4,59 %	4,40 %	-0,49 %	1,17 %	2,59 %	4,10 %	5,73 %	6,92 %
	Min	3,78 %	3,79 %	3,51 %	-2,00 %	-0,25 %	0,63 %	2,70 %	4,52 %	5,14 %
	Max	5,20 %	5,29 %	5,23 %	2,09 %	3,80 %	4,48 %	6,42 %	7,90 %	9,34 %
Ost	Med	4,87 %	4,90 %	4,58 %	-0,92 %	1,07 %	1,81 %	3,52 %	6,20 %	6,75 %
	Min	3,98 %	4,14 %	3,85 %	-3,85 %	-1,37 %	0,23 %	1,41 %	4,18 %	5,45 %
	Max	5,30 %	5,78 %	5,81 %	0,30 %	3,67 %	6,00 %	4,83 %	7,81 %	9,92 %
Neue Bundesländer (mit Berlin)	Med	4,87 %	4,90 %	4,58 %	-0,92 %	1,23 %	2,80 %	3,52 %	6,20 %	7,28 %
	Min	3,98 %	4,14 %	3,85 %	-3,85 %	-1,37 %	0,23 %	1,41 %	4,18 %	5,45 %
	Max	5,30 %	5,78 %	5,81 %	0,30 %	3,67 %	6,00 %	4,88 %	8,22 %	9,92 %
Alte Bundesländer	Med	4,51 %	4,53 %	4,27 %	-0,49 %	1,97 %	3,16 %	3,90 %	6,26 %	7,33 %
	Min	3,25 %	3,09 %	2,72 %	-2,00 %	-0,25 %	0,63 %	2,70 %	4,52 %	5,14 %
	Max	5,23 %	5,40 %	5,30 %	2,09 %	5,98 %	6,00 %	6,42 %	9,73 %	10,48 %

Abb. 15: Übersicht Renditeentwicklung für Wohnimmobilien in verschiedenen Zeiträumen - Vergleich nach regionaler Zuordnung, Basis 110 deutsche Städte ab 75.000 Einwohnern; MW=arithmetischer Mittelwert, Med=Median, Min=Minimum, Max=Maximum
Quelle: F+B GmbH; eigene Berechnung und Darstellung

8. Selektion von aussichtsreichen Clustern

Zusammenfassend kann die Bedeutung der Marktgröße, eines überdurchschnittlichen Miethöhenniveaus und eines hohen Wirtschaftswachstums für die Rendite herausgestellt werden - dies gilt zumindest für den Total Return und die Wertänderungsrendite der

letzten Jahre in den entsprechenden Wohnimmobilienmärkten. Schaut man dagegen allein auf die Cash-Flow-Renditen - die auch in Zeiten geringerer Wertanstiege für den Investor voraussichtlich erhalten bleiben - rücken andere Cluster in den Vordergrund. Eine Priori-

sierung von Märkten kann somit je nach Zielstellung bzw. Anlagezeitraum des Investors unterschiedlich erfolgen.

Abbildung 16 präsentiert eine Übersicht der Analyse-Ergebnisse für die betrachteten Unterscheidungsmerkmale und Zeiträume. Zu beachten ist insbesondere die Spanne zwischen Top und Flop, die die Mehrrendite

zwischen einem günstigen und einem ungünstigen Cluster ausdrückt. Berechnet ist diese jeweils auf Basis des Medians und somit nicht der innerhalb der Gruppe nochmals zu unterscheidenden Minimal- und Maximalwerte einzelner Städte. Die Extremwerte sind teilweise lediglich Ausreißer und mithin keine soliden Kriterien zur Einschätzung der Performance eines Clusters.

DIFFERENZIERUNG NACH		CASH-FLOW-RENDITE			WERTÄNDERUNGSRENDITE			TOTAL RETURN		
		05-09	09-13	13-17	05-09	09-13	13-17	05-09	09-13	13-17
MARKTGRÖSSE	TOP	Mittelstädte	Mittelstädte	Mittelstädte	Gr. Großstädte					
	Cluster-Median	5,04 %	5,12 %	4,82 %	0,05 %	2,81 %	4,31 %	4,04 %	7,18 %	8,03 %
	FLOP	Gr. Großstädte	Gr. Großstädte	Gr. Großstädte	Mittelstädte	Mittelstädte	Mittelstädte	Mittelstädte	Mittelstädte	Mittelstädte
	Cluster-Median	4,17 %	4,22 %	3,92 %	3,92 %	0,91 %	2,43 %	3,90 %	6,14 %	7,24 %
	Spanne Top-Flop	0,87 % P	0,90 % P	0,90 % P	1,14 % P	1,90 % P	1,88 % P	0,14 % P	1,04 % P	0,79 % P
MIETHENNIVEAU	TOP	Niedrige Miete	Niedrige Miete	Niedrige Miete	Hohe Miete	Hohe Miete	Hohe Miete	Niedrige Miete	Hohe Miete	Hohe Miete
	Cluster-Median	4,95 %	5,02 %	4,77 %	-0,09 %	3,04 %	4,01 %	3,98 %	7,05 %	7,53 %
	FLOP	Hohe Miete	Hohe Miete	Hohe Miete	Niedrige Miete	Niedrige Miete	Niedrige Miete	Hohe Miete	Niedrige Miete	Niedrige Miete
	Cluster-Median	3,86 %	3,83 %	3,52 %	-0,86 %	0,65 %	1,65 %	3,82 %	5,88 %	6,58 %
	Spanne Top-Flop	1,09 % P	1,19 % P	1,25 % P	0,77 % P	2,39 % P	2,36 % P	0,16 % P	1,17 % P	0,95 % P
WIRTSCHAFTL. DYNAMIK	TOP	Niedrige Dynamik	Niedrige Dynamik	Niedrige Dynamik	Hohe Dynamik	Hohe Dynamik	Hohe Dynamik	Niedrige Dynamik	Hohe Dynamik	Hohe Dynamik
	Cluster-Median	4,67 %	4,70 %	4,55 %	-0,17 %	3,03 %	3,94 %	4,14 %	7,36 %	7,81 %
	FLOP	Hohe Dynamik	Hohe Dynamik	Hohe Dynamik	Mittlere Dynamik	Niedrige Dynamik	Niedrige Dynamik	Mittlere Dynamik	Niedrige Dynamik	Niedrige Dynamik
	Cluster-Median	4,20 %	4,23 %	3,99 %	-0,62 %	0,89 %	1,80 %	3,91 %	5,66 %	6,59 %
	Spanne Top-Flop	0,47 % P	0,47 % P	0,56 % P	0,45 % P	2,14 % P	2,14 % P	0,23 % P	1,70 % P	1,22 % P
REGION	TOP	Ost	Ost	Ost	Süd	Süd	Nord	West	Nord	Nord
	Cluster-Median	4,87 %	4,90 %	4,58 %	-0,09 %	3,41 %	4,18 %	4,10 %	7,21 %	8,28 %
	FLOP	Süd	Süd	Süd	Nord	Ost	Ost	Ost	West	Ost
	Cluster-Median	3,69 %	3,74 %	3,50 %	-1,04 %	1,07 %	1,81 %	3,52 %	5,73 %	6,75 %
	Spanne Top-Flop	1,18 % P	1,16 % P	1,08 % P	0,95 % P	2,34 % P	2,37 % P	0,58 % P	1,48 % P	1,53 % P

Abb. 16: Übersicht der Top- und Flop-Kategorien für Wohnimmobilienrenditen (jeweils Median) in verschiedenen Zeiträumen - Basis je nach Differenzierungskriterium 110 oder 78 deutsche Städte ab 75.000 Einwohnern
Quellen: F+B GmbH, Arbeitskreis VGR der Länder; eigene Berechnung und Darstellung

betrifft. Bei Städten unter 100.000 Einwohnern (z. B. Cottbus und Flensburg) ist eine weitere Zuordnung in ein Cluster (Mittelstädte) mit eher unterdurchschnittlichem Total Return gegeben.

Interessant ist auch die nähere Betrachtung von Städten, die beim Kriterium Miethöhe zwar überdurchschnittlich abschneiden, jedoch eine geringe Dynamik aufweisen. Offenbach und Münster liegen in diesem Quadranten (oben linksseitig), was zumindest teilweise durch Sondereffekte zu begründen ist. So profitiert Offenbach von der wirtschaftlich starken und auch in ihrer Dynamik vergleichsweise besseren Stadt Frankfurt am Main. Münster besitzt als Studentenstadt in einem eigentlich wirtschaftlich wenig dynamischen Umfeld eine stabil hohe Wohnungsnachfrage, die das entsprechende Mietniveau begründet.

Andererseits gibt es Städte wie Leipzig und Magdeburg, in denen sich bei hoher Dynamik noch relativ günstige Mietpreise zeigen (unten rechtsseitig). Tendenziell sprechen die höhere Cash-Flow-Rendite und die zu erwartenden Mietpreisanstiege für ein Investment in solchen Standorten. Als unterstützender Faktor kann vor allem für Leipzig die Größe des Marktes gesehen werden (ca. 590.000 Einwohner). Zumindest ist ein Aufstieg in das Segment der mittleren Miethöhe, das Städte wie Jena oder Potsdam bereits erreicht haben, mittelfristig wahrscheinlich und verspricht nach den Analyseergebnissen dieser Studie auch dann eine (weiterhin) gute Performance.

Die höchsten Cash-Flow-Renditen sind in Mittelstädten mit eher niedrigem Mietpreinsniveau und geringer oder mittlerer Wirtschaftsdynamik zu verzeichnen. In der Matrix sind diese Städte rechtsseitig zum jeweiligen Quadranten der Mittelstädte zu finden. Überdies scheint hier der Osten zu dominieren. Cottbus, Dessau-Roßlau und Gera sind hierfür nennenswerte Beispiele.

Diese Matrix stellt somit eine Bewertungs- und Diskussionsgrundlage bereit, sie ist jedoch nicht schematisch im Sinne der endgültigen Auswahl eines „besten Segments“ zu verstehen. Die Performance von Einzelstädten

kann von der Charakteristik ihres jeweiligen Clusters bzw. Matrix-Segments abweichen. Ein interessantes Beispiel hierfür ist Wolfsburg, das sich basierend auf Miethöhe und Wirtschaftsdynamik im mittleren Quadranten wiederfindet und demnach grundsätzlich weder für besonders große Wertänderungsrenditen noch für einen hohen Total Return steht. Allerdings wird die VW-Stadt in den Jahren von 2013 bis 2017 lediglich von drei anderen Standorten hinsichtlich des mittleren Wertzuwachses übertroffen und weist mit 10,5 % den höchsten durchschnittlichen Total Return in diesem Zeitraum auf.

Auch Leipzig stellt einen Ausreißer nach oben dar. Das untere Quartil des Clusters der niedrigen Miethöhe liegt im Median des Total Return nur bei 6,58 % (2013-2017), während die Sachsenmetropole im Schnitt 8,19 % erzielt – ein Wert, der sogar über dem Spitzencluster der hochpreisigen Mietmärkte mit 7,53 % liegt. Übertroffen wird dies noch von Flensburg mit 8,86 % – trotz Lage im unteren rechten Quadranten der Mittelstädte vom unteren Quartil. Den Gegensatz dazu bildet Heidelberg. Ab 2013 liegt die Stadt im attraktivsten Segment von Miethöhe und Wirtschaftsdynamik, liegt allerdings mit einem Total Return von 6,36 % fast 2,5 Prozentpunkte hinter dem hier besten Standort Ingolstadt (Total Return = 8,75 %) und in der Gesamtschau aller 110 untersuchten Städte lediglich auf Platz 88 (Total Return 2013 bis 2017).

Generell stützen sich die Zuordnungen auf der Auswertung vergangener Jahre. Bei Investitionsentscheidungen auf Basis der hier vorgenommenen Einteilung wäre eine Prognose der relevanten Parameter Miethöhe und Wirtschaftswachstum wichtig. Beispielfhaft genannte Abweichungen zeigen überdies die Notwendigkeit spezifischer Analysen im Einzelfall. Die gezeigte Methodik dient der Vorauswahl und Orientierungshilfe hinsichtlich der grundsätzlichen Charakteristik von Standorten.

10. Fazit: Praktische Anwendung und weiterer Forschungsbedarf

Die vorliegende Studie hat die Performance der Wohnimmobilienmärkte in deutschen Städten ab 75.000 Einwohnern untersucht und verschiedene Cluster identifiziert. Bestimmte Charakteristika dieser Cluster scheinen signifikanten Einfluss auf die jeweilige Cash-Flow-Rendite, die Wertänderungsrendite und den Total Return zu haben.

Trotz der im Zeitverlauf abnehmenden Cash-Flow-Renditen überzeugt die Performance von Wohnimmobilien im Vergleich zu anderen Kapitalanlagen. Dies ist insbesondere auf signifikante Wertänderungsrenditen zurückzuführen, die nahezu über alle untersuchten Städte zu beobachten waren. Dabei konnte nicht nur gezeigt werden, dass mit den erzielten Rückflüssen nahezu immer die allgemeine Preissteigerung kompensiert wurde. Es war darüber hinaus in der Zeitpunktbeurteilung auch ersichtlich, dass vor allem die volatileren Wertänderungsrenditen und folglich auch der Total Return häufig wechselnde Top- bzw. Flop-Standorte hervorbrachten. Allerdings wiesen die untersuchten Standorte im Vergleich verschiedener Zeitpunkte bezüglich ihrer Gesamtleistung in jüngerer Vergangenheit eine geringere Spreizung auf als noch einige Jahre zuvor.

Die nachfolgend im Rahmen der Cluster-Bildung gezeigten Kriterien und Zuordnungen dienen der Vorselektion. Sie beinhaltet nicht automatisch eine Empfehlung für konkrete In-

vestitionen oder Desinvestitionen. Die jeweils mit Median, Minimum und Maximum beschriebenen Cluster zeigen eine grundsätzliche Differenzierung von Märkten innerhalb der Menge von 110 untersuchten Städten. Einzelmärkte können jedoch hinsichtlich ihrer Performance vom Median ihres Clusters (stark) abweichen. Zudem ist über die typischerweise längere Laufzeit eines Immobilieninvestments eine Änderung von Eigenschaften und damit der Wechsel in ein neues Cluster nicht ausgeschlossen. Im komplexen Prozess der Investitions- und Portfoliosteuerung können die herausgestellten Cluster zumindest als analytische Unterstützung dienen.

Will man die künftige Rendite-Performance prognostizieren, so sollten stets gezielt volkswirtschaftliche und immobilienmarktbezogene Indikatoren untersucht und verglichen werden. So können u. a. arbeitsmarktbezogene Kennzahlen zur Einschätzung der Chancen bzw. Risiken eines Standortes wichtige Erkenntnisse liefern (siehe u. a. Empira-Researchbericht, April 2018). Entsprechende Prognosen und Differenzierungen von Märkten sind bei Investitionsentscheidungen unerlässlich. Hier müssen weitere Forschungsarbeiten ansetzen. Das Research der Empira Gruppe wird sich daher aufbauend auf der vorliegenden Studie verstärkt der Untersuchung von Trends, Zyklen und deren Einflussfaktoren widmen.





REAL EXPERTS.
REAL VALUES.

Autor



PROF. DR. STEFFEN METZNER MRICS
Head of Research, Empira Gruppe

Kontakt

Empira AG
Bahnhofstraße 10
6300 Zug
Schweiz

Tel. +41 41 728 75 75
Fax +41 41 728 75 79

www.empira.ch

Empira Asset Management GmbH
Martin-Luther-Ring 12
04109 Leipzig
Deutschland

Tel. +49 341 98 97 83 0
Mail sm@empira-am.de

Stand: Juli 2018

Haftungsausschluss: Alle Angaben ohne Gewähr. Änderungen bleiben vorbehalten.

Weitere Research-Berichte stehen online auf der Website der Empira Gruppe unter www.empira.ch zum Download zur Verfügung.

