



Widerstandsfähigkeit deutscher Wohnimmobilienmärkte im Krisenkontext

Eine Analyse regionaler Unterschiede und Einflussfaktoren



Inhalt

Vorwort	3
1. Wirtschaftskrise und Immobilienmarkt	4
2. Regional unterschiedlich ausgeprägte Resilienz der Wirtschaft	5
Indikatoren der Resilienz auf Ebene Land	5
Indikatoren der Resilienz auf Ebene Stadt – Wirtschaftskraft	7
Indikatoren der Resilienz auf Ebene Stadt – Arbeitsmarkt	9
Erklärung der Resilienz durch spezifische Standortmerkmale	10
3. Regional unterschiedlich ausgeprägte Resilienz der Wohnungsmärkte	12
Indikatoren der Resilienz bei Mieten	13
Indikatoren der Resilienz bei Kaufpreisen	14
Erklärung der Resilienz durch Nachfragefaktoren	15
Erklärung der Resilienz durch Angebotsfaktoren	17
Erklärung der Resilienz durch Marktgleichgewichte	19
4. Einfluss des relativen Preisniveaus auf die Resilienz von Wohnungsmärkten	21
5. Fazit	22

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,



Seit vielen Jahren zeigen die Wohnungsmieten einen deutlichen Aufwärtstrend. Dieser ist seit über 20 Jahren nahezu durchgängig in allen größeren Standorten zu beobachten. Vieles spricht für eine Fortsetzung dieses grundlegenden Trends. Gleichwohl gewinnen Risikoüberlegungen an Bedeutung. Insbesondere in Verbindung mit Wachstumsschwächen und Krisen im allgemeinen Wirtschaftsumfeld, stellt sich die Frage, wie einzelne Standorte und deren Immobilienmärkte darauf reagieren.

Die Leistungsfähigkeit und die Entwicklung eines Standortes werden durch komplexe sozioökonomische Wechselwirkungen geformt. Die Basis hierfür bilden vernetzte Ökonomien, bestehend aus produzierenden Unternehmen sowie privaten und öffentlichen Haushalten. Die Dynamik und Stabilität dieser Netzwerke sind maßgeblich von unterschiedlichen ökonomischen Faktoren abhängig.

Wirtschaftskrisen, definiert als anhaltende Störungen des Wachstums und der Dynamik von Volkswirtschaften, sind selten zufällig, sondern häufig das Resultat systemischer Schwachstellen. Diese Krisen resultieren in einem Rückgang von Produktion und Konsum, einer Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts und zunehmender Unsicherheit auf den Finanzmärkten. Ein gedämpftes Wirtschaftswachstum beeinträchtigt direkt Beschäftigung und Einkommen, was zu einem Nachfra-

gerückgang, Finanzierungsschwierigkeiten und potenziellen Insolvenzen führt. Privathaushalte spüren dies durch Arbeitsplatzverluste und sinkende Kaufkraft.

Immobilienmärkte spiegeln typischerweise die allgemeine Wirtschaftslage wider, können aber auch in der Reaktion auf ökonomische Schocks vorseilen, nachlaufen oder unterschiedlich intensiv reagieren. Wirtschaftskrisen schwächen die Nachfrage nach Immobilien, da sinkende Einkommen und steigende Arbeitslosigkeit die Kaufkraft der Haushalte verringern. Gleichzeitig führen verschärfte Kreditbedingungen und steigende Risikokosten der Banken zu einer gedämpften Investitionsbereitschaft, was sich negativ auf den Immobilienmarkt auswirkt.

Die regionalen Auswirkungen solcher Entwicklungen sind jedoch nicht einheitlich. Städte mit diversifizierter Wirtschaft und starker Wohnraumnachfrage zeigen sich oft resilienter gegenüber wirtschaftlichen Schocks. Diese Studie untersucht daher die Resilienz deutscher Städte und wie sich Wirtschaftskrisen, abhängig von regionalspezifischen Parametern, unterschiedlich auf die lokalen Immobilienmärkte auswirken. Die Analyse basiert auf der Annahme, dass die Auswirkungen von Wirtschaftskrisen auf die Immobilienmärkte stark von den spezifischen Merkmalen und der Widerstandsfähigkeit der jeweiligen regionalen Märkte abhängen.

Die vorliegende Studie beleuchtet die Vielfalt in der Struktur der Städte, von wirtschaftlichen Ausrichtungen über demografische Zusammensetzungen bis hin zu lokalen Immobilienmarktdynamiken. Diese Unterschiede führen zu variierender Anfälligkeit und Resilienz gegenüber den Auswirkungen von Wirtschaftskrisen. Die Erkenntnisse dieser Studie sind entscheidend für das Verständnis, warum manche Städte besser als andere durch Krisenzeiten kommen und bieten wertvolle Einsichten für ein proaktives Risiko- und Investmentmanagement bei Immobilienportfolios.

Mit besten Grüßen

Ihr Lachen Knapp

Gründer und Verwaltungsratspräsident, Empira Group

1. Wirtschaftskrise und Immobilienmarkt

Seit vielen Jahren zeigen die Wohnungsmieten einen deutlichen Aufwärtstrend. Dieser ist seit über 20 Jahren nahezu durchgängig in allen größeren Standorten und auch stetig wachsend im landesweiten Mietpreisindex Deutschlands zu beobachten (Abbildung 1). Vieles spricht dafür, dass es eine Fortsetzung des grundlegenden Trends gibt. Argumente für nachhaltig steigende Mieten sind insbesondere die weiter hohen Nachfragezahlen – insbesondere durch Migration – sowie die mittelfristig kaum zu lösende Angebotsknappheit – ausgelöst durch hohe Baukosten und Finanzierungsengpässe.

Wachstum der Mietpreise

Standort	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre
Berlin	+40,7 %	+75,9 %	+156,8 %
Hamburg	+17,6 %	+28,5 %	+89,8 %
München	+15,8 %	+57,1 %	+91,3 %
Köln	+17,7 %	+36,6 %	+66,3 %
Frankfurt a.M.	+14,2 %	+38,8 %	+77,0 %
Stuttgart	+11,0 %	+59,3 %	+81,1 %
Düsseldorf	+16,3 %	+25,0 %	+80,7 %
Deutschland	+8,2 %	+15,7 %	+29,4 %

Mietpreise TOP7-Städte und Mietpreisindex Deutschland

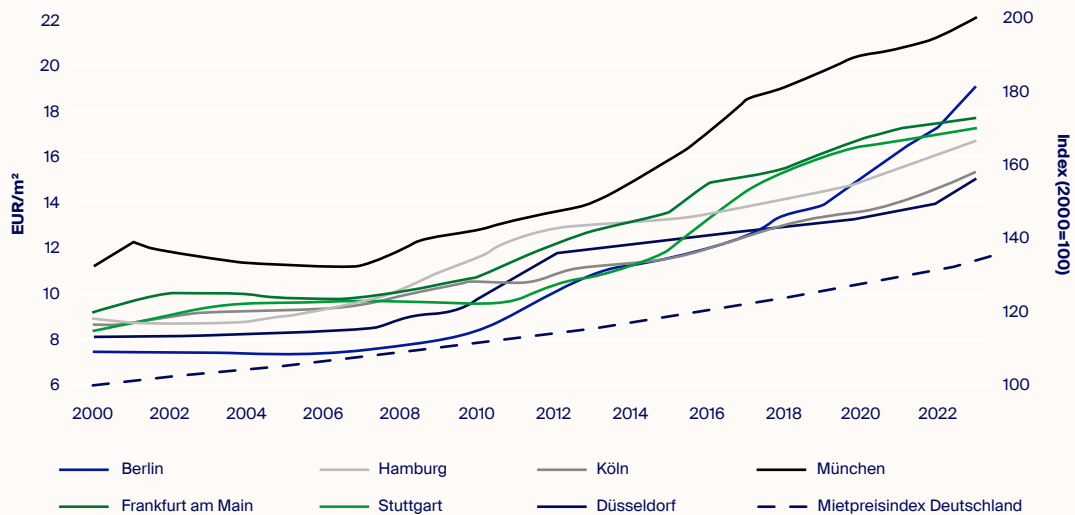


Abbildung 1: Entwicklung der Wohnungsmieten in Deutschland und den TOP7-Standorten 2000 bis 2023; Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von RIWIS und Statistischem Bundesamt

Gleichwohl gewinnen Risikoüberlegungen an Bedeutung. Insbesondere in Verbindung mit Wachstumschwächen und Krisen im allgemeinen Wirtschaftsumfeld, stellt sich die Frage, wie einzelne Standorte und deren Immobilienmärkte darauf reagieren. Interessant ist weiterhin, ob es typische Abhängigkeiten der jeweiligen Resilienz beispielsweise von der Art des Konjunkturfalles, der Größe des Standortes oder der regionalen Wirtschaftsstruktur gibt.

Wirtschaftskrisen üben einen signifikanten Einfluss auf Immobilienmärkte aus, da sie durch eine Vielzahl ökonomischer Mechanismen direkt mit der Gesamtwirt-

schaft verknüpft sind. Die Ursachen und Auswirkungen dieser Einflüsse variieren je nach Art der Krise und den vorherrschenden wirtschaftlichen Bedingungen. In diesem Zusammenhang lassen sich mehrere Schlüsselaspekte identifizieren, die typisch für die Reaktion der Immobilienmärkte auf ökonomische Schocks sind.

1. Veränderungen in der Nachfrage: Eine Wirtschaftskrise führt typischerweise zu einem Rückgang des verfügbaren Einkommens der Haushalte durch Arbeitslosigkeit oder allgemeine Unsicherheit, was wiederum die Nachfrage nach Immobilien dämpft. Weniger Menschen sind in der Lage oder gewillt,

in Immobilien zu investieren oder neue Wohnungen und Häuser zu kaufen, was Druck auf die Preise ausübt und zu einem Rückgang der Immobilienwerte führen kann.

2. Finanzierungszugang und -kosten: Krisenzeiten führen oft zu einer Verschärfung der Kreditbedingungen. Banken und andere Finanzinstitute werden vorsichtiger bei der Vergabe von klassischen Grundschuldarlehen und anderen Kreditformen, was den Zugang zu Finanzierungen für Käufer und Entwickler einschränkt. Zudem können die Margen und damit die Zinsen steigen, was die Kosten für die Aufnahme von Krediten erhöht und die Nachfrage nach Immobilien weiter dämpft.
3. Investoren- und Nutzerverhalten: Das Vertrauen und die Zuversicht der Investoren und Nutzer spielt eine entscheidende Rolle im Immobiliensektor. Wirtschaftskrisen können das Vertrauen in die Wirtschaft und speziell in den Immobilienmarkt untergraben, was zu einem Rückzug von Investitionen und analog auch Mietvertragsabschlüssen führt. Dies kann besonders in Märkten mit einem hohen Anteil an spekulativen Investments zu einem starken Preisverfall führen.

4. Bau- und Entwicklungsaktivitäten: Wirtschaftskrisen können zu einem Rückgang der Bau- und Entwicklungsaktivitäten führen, da Unternehmen und Entwickler mit finanziellen Schwierigkeiten konfrontiert sind und die Nachfrage nach neuen Immobilien sinkt. Dies kann langfristige Auswirkungen auf das Angebot an Immobilien haben und die Erholung des Marktes nach der Krise beeinflussen.

Wirtschaftskrisen haben tiefgreifende Auswirkungen auf die Immobilienmärkte, die von einer Verringerung der Nachfrage und Preise bis hin zu einem Rückgang der Bauaktivitäten reichen. Die spezifischen Auswirkungen hängen von einer Vielzahl von Faktoren ab, einschließlich der Stärke und Dauer der Krise, der vorherigen Marktbedingungen und der regionalen Wirtschaftsstruktur. Die tiefe Verflechtung des Immobiliensektors mit der Gesamtwirtschaft macht es unabdingbar, dass Investoren, Entwickler, Politiker und alle weiteren Akteure im Immobiliensektor geeignete Strategien entwickeln müssen, um in Krisensituationen bestmöglich reagieren zu können. Die Erkenntnisse aus der Analyse der Krisenreaktionen bieten wichtige Anhaltspunkte für die Planung und können dazu beitragen, die Widerstandsfähigkeit der Immobilienmärkte zu stärken.

2. Regional unterschiedlich ausgeprägte Resilienz der Wirtschaft

Die Auswirkungen von Wirtschaftskrisen auf Immobilienmärkte sind nicht überall gleich. Regionale Unterschiede in der Wirtschaftsstruktur, demografischen Trends und dem Zustand des Immobilienmarktes vor der Krise können dazu führen, dass einige Standorte stärker betroffen sind als andere. Städte mit einer diversifizierten Wirtschaft und einer starken Nachfrage nach Wohnraum können beispielsweise widerstandsfähiger gegenüber den negativen Auswirkungen einer Krise sein als solche mit einer einseitigen Wirtschaftsstruktur. Die jeweiligen Resilienzen werden im Folgenden untersucht.

Die Fähigkeit, einen allgemeinen wirtschaftlichen Abschwung zu bewältigen und sich von dessen Auswirkungen zu erholen („Resilienz“), sind wichtige Untersuchungsbereiche der Konjunkturforschung und der Wirtschaftsgeographie. Interessant sind Unterschiede in der Dauer und Intensität der Krisenwirkungen. Ausgangspunkt sind Entwicklungen auf Landesebene. Die

Analyse verschiedener Städte und Regionen zeigt dann, dass die Resilienz gegenüber wirtschaftlichen Schocks erheblich variieren kann. Diese Unterschiede sind nicht zufällig, sondern stehen in direktem Zusammenhang mit spezifischen strukturellen Eigenschaften der jeweiligen Städte.

Indikatoren der Resilienz auf Ebene Land

Um die Resilienz der nationalen Wirtschaft zu beurteilen, werden üblicherweise makroökonomische Indikatoren herangezogen, die ein breites Spektrum ökonomischer Aktivitäten abbilden. In dieser Studie steht das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Vordergrund, welches als zentraler Indikator für die ökonomische Leistungsfähigkeit eines Landes dient. Speziell wird die jährliche Änderungsrate des BIP betrachtet, um die wirtschaftliche Entwicklung über den Zeitraum seit 2000 herauszustellen. Ergänzend zu dieser Betrachtung werden zusätzliche Konjunkturgrößen wie Beschäftigungsraten, Import-

te/Exporte, Steueraufkommen, Inflation und Zinssätze analysiert, um ein umfassenderes Bild der wirtschaftlichen Resilienz zu erhalten (Abbildung 2).

Im betrachteten Zeitraum waren mehrere markante Einbrüche im BIP zu verzeichnen, die mit globalen und nationalen Wirtschaftskrisen korrelieren. Diese Einbrüche reflektieren direkte ökonomische Schocks und deren Auswirkungen auf die nationale Wirtschaftsleistung. Zum Beispiel führten die Finanzkrise 2008/2009 und die COVID-19-Pandemie zu signifikanten Rückgängen im BIP, welche die Verwundbarkeit der Volkswirtschaft gegenüber externen Schocks verdeutlichen.

Die Finanzkrise, die Ende 2007 begann und größtenteils bis 2009 andauerte, wurde durch den Kollaps des US-amerikanischen Immobilienmarktes ausgelöst, nachdem eine Spekulationsblase bei den Immobilienpreisen platzte. Insbesondere Subprime-Kredite, die an Kreditnehmer mit geringer Bonität vergeben wurden, waren in komplexe Finanzinstrumente gebündelt und global verkauft worden. Das Unvermögen zahlreicher Kreditnehmer, ihre Hypotheken zu bedienen, führte zu erheblichen Verlusten bei Banken und anderen Finanzinstitutionen weltweit. Viele Banken standen vor dem Zusammenbruch, was eine tiefe Vertrauenskrise im Finanzsektor auslöste. Die daraus resultierende Kreditklemme hatte weitreichende Auswirkungen auf die Realwirtschaft: Unternehmen und Verbraucher hatten zunehmend Schwierigkeiten, Finanzierungen zu erhalten, was zu einem starken Rückgang der Investitionen, einem Anstieg der Arbeitslosigkeit und einem Abschwung der globalen Wirtschaftsleistung führte. Als Reaktion darauf implementierten Regierungen und Zentralbanken beispiellose Rettungsmaßnahmen für Finanzinstitutionen, Konjunkturpakete zur Stimulierung der Wirtschaft und Lockerungen der Geldpolitik, um die Wirtschaft zu stabilisieren und einen noch tieferen Abschwung zu verhindern. Insbesondere wurden die Leitzinsen deutlich gesenkt.

Die zweite Krise zu Beginn der 2020er-Jahre wurde durch abrupte Änderungen vieler bis dahin günstiger Rahmenbedingungen ausgelöst. Die globale Corona-Pandemie zwang zahlreiche Branchen zur Einstellung oder starken Einschränkung ihres Betriebs. Zudem wurden viele globale Lieferketten unterbrochen, insbesondere durch restriktive Eindämmungspolitiken in China, was durch ein vermindertes Angebot vieler Rohstoffe und Zwischenprodukte zu steigenden Preisen und somit zu Inflation führte.

Der fortwährende Ukraine-Krieg führte zu weiteren Preisanstiegen bei fossilen Energieträgern, was 2022 und 2023 hohe Inflationsraten in vielen westlichen Industrienationen, einschließlich Deutschland, zur Folge hatte. Als Reaktion darauf erhöhten viele Zentralbanken ihre Leitzinsen deutlich, was die Fremdkapitalkosten steigen ließ und die dringend benötigte wirtschaftliche Erholung nach der pandemiebedingten Rezession behinderte. Somit hat sich zwar die Inflationsrate deutlich reduziert, jedoch befindet sich Deutschland nur drei Jahre nach Corona erneut in einer Rezession – mit schwacher Wachstumsprognose auch für 2024.

Dennoch gab es auch längere Perioden wirtschaftlicher Prosperität. Nachdem die Auswirkungen der Finanzkrise von 2008 überwunden waren, erlebte Deutschland ein Jahrzehnt starken Wirtschaftswachstums. Die 2010er Jahre waren durch Stabilität und dem Ausbleiben weitreichender militärischer Konflikte gekennzeichnet, was sowohl die Lieferketten als auch den internationalen Handel stabilisierte. Die Globalisierung, insbesondere die Integration Chinas in die Weltwirtschaft und das rasante Wachstum zahlreicher Volkswirtschaften, sorgten für volle Auftragsbücher deutscher Unternehmen, die die schwächere europäische Nachfrage kompensieren konnten. Gleichzeitig ermöglichte die Niedrigzinspolitik der westlichen Zentralbanken sowohl Unternehmen als auch privaten Haushalten Zugang zu günstigen Krediten, die sowohl für Investitionen als auch für privaten Konsum – einschließlich des Erwerbs von Wohnraum – genutzt wurden. Dies trug zu hohen Wertzuwächsen bei verschiedenen Asset-Klassen und Anlageformen bei, einschließlich Aktien, Immobilien und Kryptowährungen.

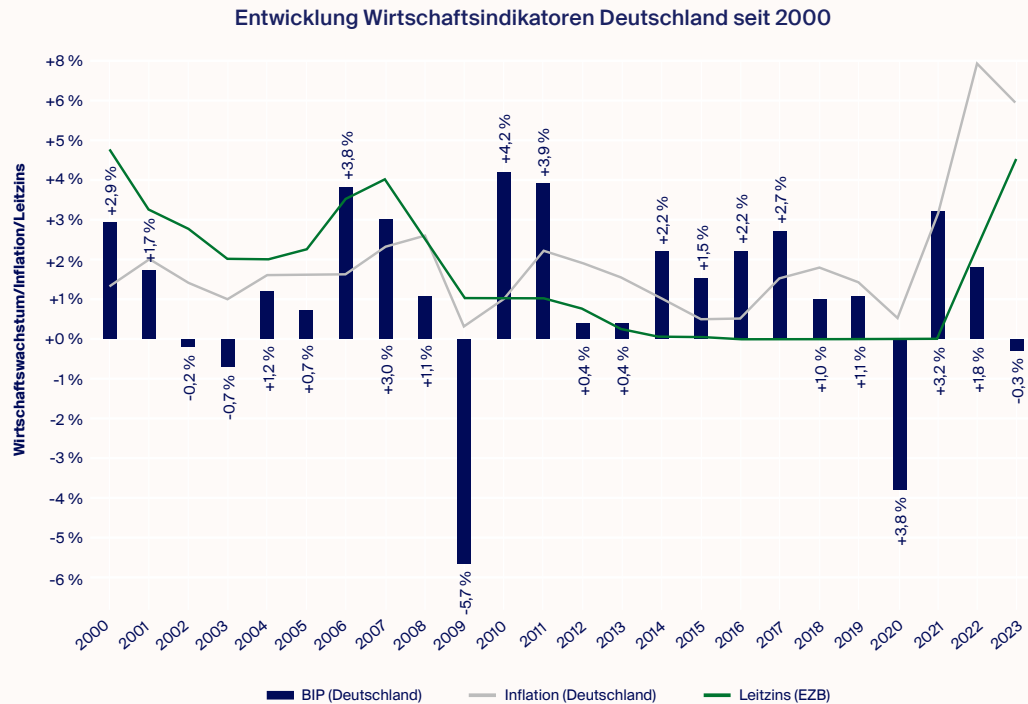


Abbildung 2: Entwicklung von Wirtschaftsindikatoren in Deutschland seit 2000; Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von DESTATIS, EZB

Zusammenfassend lassen sich aus der Entwicklung des BIP von 2000 bis 2023 folgende Kennzahlen für Deutschland ableiten:

1. Das BIP stieg im Durchschnitt um 1,18 % pro Jahr.
2. In Krisenzeiten gab es starke Einbrüche des BIP: um -5,70 % im Jahr 2009 während der globalen Finanzkrise und um -3,80 % im Jahr 2020 während der Corona-Pandemie. Im Jahr 2023 entwickelte sich das BIP mit -0,30 % negativ, womit die aktuelle Schwächephase noch nicht überwunden ist (eventuelle negative Entwicklungen in 2024 wären hinzuzurechnen).
3. Die Volatilität des BIP-Wachstums, gemessen als Standardabweichung, betrug 2,24 %.

Insbesondere in Bezug auf die hohe Volatilität der Wirtschaftsentwicklung auf nationaler Ebene wäre es interessant zu untersuchen, ob einzelne Städte und Regionen möglicherweise eine stabilere Entwicklung aufzeigen. In diesem Fall könnte eine klassische portfoliobezogene Risikostreuung Ausgleichswirkungen bieten. Der Ansatz folgt auf dieser makroökonomischen Ebene der Annahme, dass Immobilienmärkte typischerweise den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen folgen und diese durchaus als Proxy für die

Resilienz lokaler Immobilienmärkte dienen können.

Indikatoren der Resilienz auf Ebene Stadt – Wirtschaftskraft

Zur Bewertung der Resilienz eines Standortes sind umfassende Analysen erforderlich, wobei in dieser Studie lediglich eine begrenzte Anzahl übergeordneter Parameter in einer relativen, also vergleichenden Perspektive betrachtet wird. Im Fokus stehen die wirtschaftlichen Einbrüche der Jahre 2009 und 2020, die zuvor auf nationaler Ebene diskutiert wurden. Als zentrale Indikatoren dienen die Wirtschaftsleistung, hier erfasst durch das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Abbildung 3 und Abbildung 4, sowie die Beschäftigungsverhältnisse, abgebildet durch die Arbeitslosenquote in Abbildung 5. Obwohl aus vorangegangenen Reaktionen erste Rückschlüsse auf die künftige Krisenfestigkeit gezogen werden können, erfordern diese Einschätzungen weiterführende, detaillierte Strukturanalysen.

Um die Resilienz gegenüber Krisen adäquat zu bewerten, müssen sowohl das Ausgangsniveau als auch die generelle Dynamik eines Standortes berücksichtigt werden. Ein kriseninduzierter Rückgang der Wirtschaftsleistung um -3,8 Prozent, der dem gesamtdeutschen Durchschnitt während der Corona-Krise entspricht, ist nach einer Wachstumsphase von +20 Prozent anders

zu bewerten als bei einer zuvor stagnierenden Wirtschaftskraft. Dies betrifft auch absolute Rückgänge in Beschäftigungszahlen oder Pro-Kopf-Einkommen im Kontext des jeweiligen Ausgangsniveaus.

Grundsätzlich zeigen sich bei deutschen A-Standorten tendenziell höhere Niveaus der Wirtschaftsleistung, gemessen am BIP pro Kopf, im Vergleich zu kleineren Städten. Wirtschaftszentren wie Frankfurt am Main, Stuttgart, München, Düsseldorf und Hamburg zeichnen sich durch eine Konzentration wirtschaftlich bedeutender und innovativer Unternehmen, eine vorteilhafte wirtschaftliche Infrastruktur und eine starke globale Vernetzung aus.

Im Gegensatz dazu befinden sich Duisburg und Bochum, wie in der Niveau-Stärke-Matrix (Abbildung 2) ersichtlich, auf einem unterdurchschnittlichen Niveau und weisen eine geringe wirtschaftliche Dynamik auf. Dies lässt sich durch den anhaltenden Strukturwandel in großen Teilen Nordrhein-Westfalens erklären, der auf den

Niedergang der Montanindustrie zurückgeht.

Berlin stellt eine Ausnahme dar: Trotz eines relativ niedrigen Wirtschaftsniveaus verzeichnet die Hauptstadt mit einem BIP-Wachstum von 50,7 % über 10 Jahre den Spitzenplatz unter den betrachteten Städten. Dies ist auf Basiseffekte aufgrund eines vorher noch niedrigeren Niveaus zurückzuführen. Obwohl Berlin zahlreiche IT- und Medien-Startups sowie kulturelle Einrichtungen anzieht, erreicht es noch nicht die Wirtschaftsleistung etablierter Industrie- und Dienstleistungszentren anderer A-Standorte. Auch die B-Standorte Leipzig und Dresden zeigen mit Wachstumsraten von 42,8 % bzw. 42,5 % eine signifikante Entwicklung, starteten jedoch ebenfalls von einem unterdurchschnittlichen Niveau.

Deutschland als Ganzes zeigt eine wirtschaftliche Charakteristik, die in etwa der einer B-Stadt entspricht, vergleichbar mit der durchschnittlichen Wirtschaftskraft und dem Wachstum der Stadt Bielefeld.

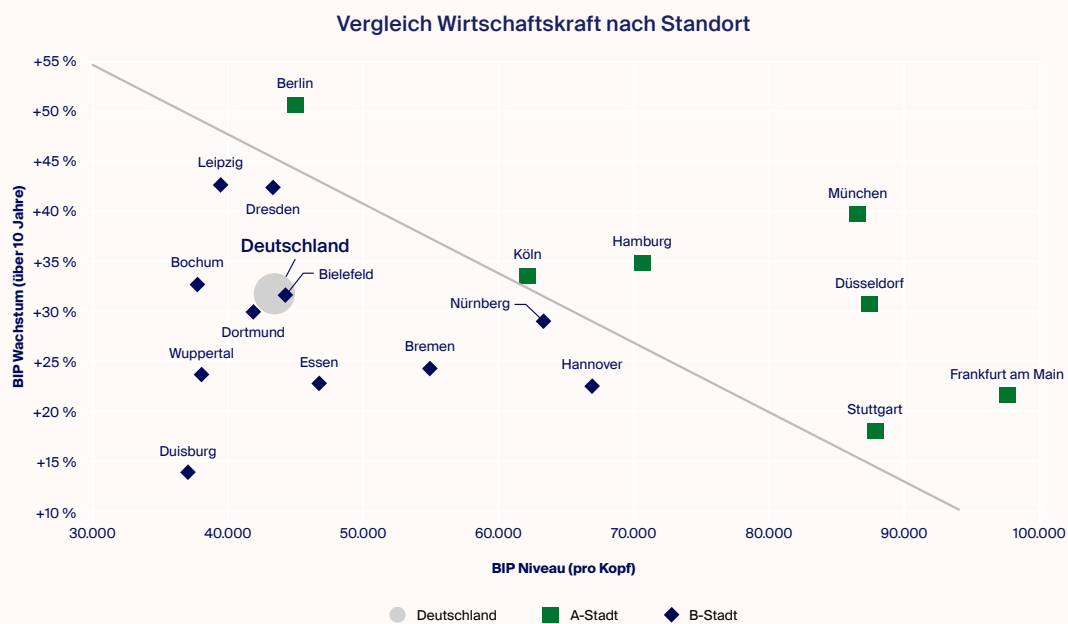


Abbildung 3: Vergleich von Wirtschaftsniveau und Wirtschaftswachstum auf Basis von BIP, ausgewählte Standorte, Quelle: Eigene Darstellungen und Berechnungen auf Basis von DESTATIS

Die spezifischen Reaktionen der Städte auf Wirtschaftskrisen können basierend auf dem Ausgangsniveau und den zurückliegenden Wachstumsraten beurteilt werden. Im Jahr 2009 erlebten Standorte wie Stuttgart, Düsseldorf, Bremen, Duisburg und Münster mit einem BIP-Rückgang von mehr als 6 Prozent erhebliche wirtschaftliche Einbußen. Im Kontrast dazu standen Zentren wie Berlin, Köln, Leipzig, Dortmund, Essen, Nürnberg, Wuppertal und Bielefeld, die kaum

Einbußen in der Wirtschaftskraft verzeichneten. Die pandemiebedingte Rezession 2020 traf Köln, Stuttgart und Duisburg besonders hart mit jeweils mehr als 4 Prozent Schrumpfung, während die Auswirkungen in Berlin, Düsseldorf, Leipzig, Dortmund, Essen, Dresden, Bochum und Münster mit unter 1,5 Prozent deutlich geringer ausfielen. Bielefeld konnte sogar an Wirtschaftskraft hinzugewinnen.

Von beiden Krisen waren Stuttgart und Duisburg besonders stark betroffen, was möglicherweise auf den hohen Anteil an produzierendem Gewerbe zurückzuführen ist, da beispielsweise Lieferketten während dieser beiden Phasen unterbrochen waren oder Absatzmärkte wegfielen. Im Gegensatz dazu zeigte Berlin, das möglicherweise aufgrund eines hohen Anteils an öffentlicher Beschäftigung und durchgehenden Wachstums und Aufholprozessen besonders wenig betroffen war. Ähnliches gilt, wenn auch mit Einschränkungen, für Leipzig, das ebenso von beiden Krisen wenig betroffen war. Die Ruhrgebietsstädte Dortmund und Essen zeigten sich sowohl 2009 als auch 2020 als sehr robust, möglicherweise aufgrund eines bereits weiter fortgeschrittenen Strukturwandels, sodass die dortigen traditionellen und stark konjunkturgetriebenen Industrien weniger Einfluss auf die Gesamtwirtschaftsleistung hatten.

Die differenzierte Betrachtung unterstreicht, dass die wirtschaftliche Resilienz von Städten eng mit ihrer strukturellen Zusammensetzung und der entsprechenden Fähigkeit verbunden ist, auf externe Schocks zu reagieren. Die Widerstandsfähigkeit gegenüber wirtschaftlichen Krisen resultiert zumindest anteilig aus der ökonomischen Vielfalt und Innovationskraft der Städte, weiterhin auch aus deren Anpassungsfähigkeit an globale Herausforderungen und lokale Gegebenheiten. Diese Erkenntnisse sind von zentraler Bedeutung für stadtplanerische und wirtschaftliche Strategien, die darauf abzielen, die Resilienz urbaner Ökonomien zu stärken und damit die Lebensqualität und wirtschaftliche Stabilität langfristig zu sichern.

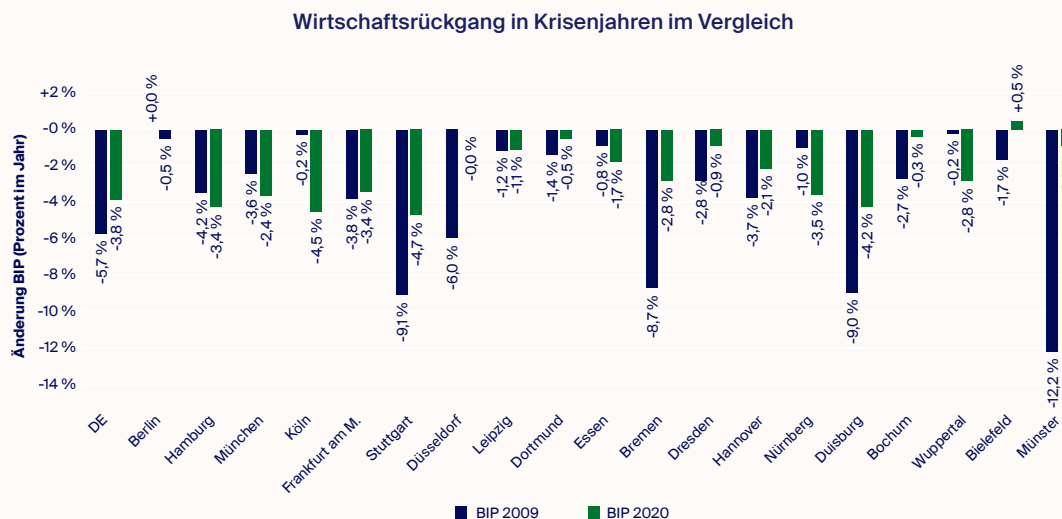


Abbildung 4: Wirtschaftsrückgang in Krisenjahren im Vergleich, Deutschland und größte Städte, 2009 und 2020; Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von DESTATIS

Indikatoren der Resilienz auf Ebene Stadt – Arbeitsmarkt

In Phasen ökonomischen Aufschwungs, wie beispielsweise während der Dekade der 2010er Jahre und in den 1950er und 1960er Jahren – der Zeit des deutschen Wirtschaftswunders –, ist gewöhnlich ein Rückgang der Arbeitslosenquote zu beobachten, welcher auf eine Zunahme der Beschäftigung (bei nicht gleichzeitig überproportional wachsender Bevölkerung) zurückzuführen ist. Ökonomische Krisen, wie jene der Jahre 2009 und 2020, führen häufig zu einer Unterbrechung dieses Trends und einer intensiven Trendumkehr, bei der die Arbeitslosenquote aufgrund von Personalabbau durch

Unternehmen oder Arbeitsplatzverlusten infolge von Insolvenzen ansteigt. Trotz gewisser Ausnahmen zeigte sich in den genannten Krisenjahren eine überwiegende Umkehrung des vorherigen Rückgangs der Arbeitslosigkeit. Während die Arbeitslosenquote in Aufschwungsphasen in der Regel sank, verlor dieser Rückgang in Krisenjahren an Dynamik und kehrte sich um.

Abbildung 5 illustriert die Veränderung der Arbeitslosenquote während ökonomischer Krisen in Deutschland und in den größten Städten für die Jahre 2009 und 2020. Eine Verschlechterung der Arbeitslosenquote, etwa eine Erhöhung von 4 % auf 5 %, ist in der Grafik als negativer Wert (Negativeffekt) dargestellt. Eine auch in

der Krise fallweise mögliche Verbesserung des Arbeitsmarktes, etwa eine Reduktion der Arbeitslosenquote von 6 % auf 5 %, wird hingegen als positiver Wert ausgewiesen.

Die Art der Krise scheint eine wesentliche Rolle zu spielen: Trotz eines statistisch geringeren Rückgangs der Wirtschaftsleistung während der COVID-19-Pandemie im Jahr 2020 war die Umkehrung des Trends ausgeprägter als im Jahr 2009. Dies lässt sich teilweise durch den vollständigen Stillstand in bestimmten Branchen wie der Gastronomie und Hotellerie erklären, während die Wirtschaftskrise 2009 primär durch eine Verringerung der Kaufkraft und damit einen Nachfragerückgang gekennzeichnet war.

Bemerkenswert ist, dass die Arbeitslosenquote in Folge der Finanzkrise in Städten mit einem hohen Anteil an

produzierendem Gewerbe, wie Stuttgart und Bielefeld, jeweils um mehr als einen Prozentpunkt stieg. Im Gegensatz dazu verzeichneten Städte wie Leipzig, Dortmund, Köln, Frankfurt am Main und Bonn während der gleichen Periode einen leichten Rückgang der Arbeitslosigkeit. Die Ausschläge im Jahr 2020 waren durchweg stärker, mit den markantesten Anstiegen in Berlin und Wuppertal (jeweils 1,9 Prozentpunkte), Frankfurt am Main (1,7 Prozentpunkte) und Hamburg (1,5 Prozentpunkte).

Insgesamt lässt sich konstatieren, dass die Auswirkungen von Wirtschaftskrisen auf die Arbeitsmärkte der Städte stark variieren können. Industriestärke Städte wie Stuttgart, Bremen und Duisburg tendieren dazu, stärker auf Konjunkturerinbrüche zu reagieren als Städte, die hauptsächlich durch Dienstleistungen und Verwaltung geprägt sind, wie beispielsweise Berlin.

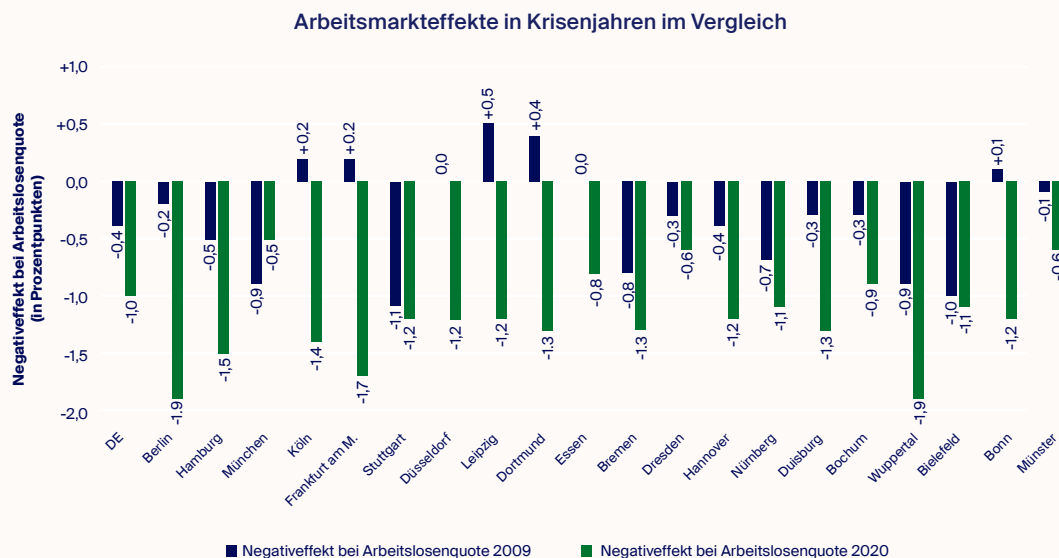


Abbildung 5: Rückgang der Arbeitslosenquote in Krisen, Deutschland und größte Städte, 2009 vs. 2020; Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von DESTATIS

Erklärung der Resilienz durch spezifische Standortmerkmale

Wirtschaftskrisen beeinflussen unterschiedliche Branchen und Standorte nicht uniform. Während der Finanzkrise 2009 waren anfänglich primär die Bankenbranche und später auch weitere Dienstleistungssektoren sowie das produzierende Gewerbe betroffen. Die spezifischen Zeitpunkte, Intensitäten und die ergriffenen Gegenmaßnahmen variierten erheblich. Im produzierenden Sektor, exemplarisch im Automobilbau, wurde vermehrt Kurzarbeit eingeführt, während politische Maßnahmen wie

die finanziellen Kaufanreize der „Abwrackprämie“ umgesetzt wurden. Die Coronakrise 2020 hingegen beeinträchtigte durch die pandemiebedingten Einschränkungen insbesondere konsumentenorientierte Branchen wie den Einzelhandel, Tourismus, Hotellerie und Gastronomie direkt. Indirekte Effekte durch Konsumrückgang und Lieferkettenprobleme betrafen das produzierende Gewerbe. Staatliche Finanzhilfen wurden überwiegend breit gestreut eingesetzt, wie etwa durch die temporäre Senkung der Umsatzsteuer, oder zielten auf spezifische Fälle ab (Kompensationszahlungen).

Die Resilienz von Wirtschaftsstrukturen ist somit in hohem Maße branchen- und standortspezifisch. In klassischen Wirtschaftskrisen, die durch Finanzierungsprobleme und Nachfragerückgänge gekennzeichnet sind, wird der produzierende Sektor oft besonders hart getroffen. Standorte mit einem hohen Anteil an produzierendem Gewerbe sind demnach direkter und intensiver von Wirtschaftskrisen betroffen. Die Beschäftigung im öffentlichen Sektor hingegen zeigt sich weitgehend unabhängig von konjunkturellen Schwankungen, da an allen Standorten eine Basisbeschäftigung bei städtischen Einrichtungen und Behörden besteht.

Die festgestellten Resilienzen und deren Ursachen können durch die Analyse sozioökonomischer Merkmale und der regionalen Wertschöpfungskette weiter untersucht werden. Dies wird in der nachstehenden Tabelle dargestellt, die die relative Resilienz verschiedener deutscher Standorte während der Krisen 2009 und 2020 zusammenfasst, ergänzt durch spezifische Standortmerkmale wie Branchenstruktur, Anteil des produzierenden Gewerbes, öffentlicher Dienst, Studentenpopulation, sowie die Rolle als Landeshauptstadt und Sitz großer Behörden.

Standort	Relative Resilienz	Spezifische Merkmale						
		Einwohner	Produzieren-des Gewerbe	Öffentlicher Dienst	Studenten	Branchen	Landes-hauptstadt	Große Behörde
Berlin	stabiler	3.755.251	12,6 %	27,9 %	5,3 %	Automobilbau, E-Commerce	Ja	Zahlreiche Bundesministerien und -behörden
Hamburg	mittel	1.892.122	15,3 %	21,2 %	6,3 %	Luft- und Raumfahrttechnik	Ja	Nein
München	stabiler	1.512.491	14,8 %	20,3 %	9,2 %	Automobil- und Maschinenbau	Ja	Bundesfinanzhof
Köln	mittel	1.084.831	13,1 %	23,1 %	9,6 %	Automobilbau und Industrie	Nein	Nein
Frankfurt a.M.	mittel	773.068	9,8 %	14,9 %	9,2 %	IT- und Telekommunikation, Banken und Versicherungen	Nein	Bundesbank, Europäische Zentralbank
Stuttgart	volatiler	632.865	23,2 %	22,4 %	8,5 %	Automobilbau und Ingenieurwesen	Ja	Nein
Düsseldorf	mittel	629.047	11,5 %	21,7 %	9,3 %	Chemie, Fahrzeugbau und Metallerzeugung	Ja	Nein
Leipzig	stabiler	616.093	14,6 %	26,1 %	6,4 %	Industrie, Bau	Nein	Bundes-verwaltungsgericht
Bremen	volatiler	596.396	21,7 %	23,4 %	6,1 %	Automobilbau und Handel	Ja	Nein
Dortmund	stabiler	593.317	16,7 %	28,5 %	9,0 %	Automobilbau und Handel	Nein	Nein
Essen	stabiler	584.580	14,8 %	27,3 %	5,7 %	Energie und Stahlindustrie	Nein	Nein
Dresden	stabiler	563.311	17,4 %	31,2 %	6,7 %	Maschinen- und Anlagenbau	Ja	Nein
Hannover	mittel	545.045	17,1 %	28,9 %	9,2 %	Logistik und Automobilwirtschaft	Ja	Nein
Nürnberg	mittel	523.026	18,8 %	19,9 %	5,2 %	Verkehr und Logistik	Nein	Nein
Duisburg	volatiler	502.211	25,2 %	25,9 %	3,4 %	Stahlindustrie und Logistik	Nein	Nein
Bochum	stabiler	365.742	16,7 %	34,5 %	15,8 %	Maschinenbau	Nein	Nein
Wuppertal	mittel	358.876	24,0 %	29,9 %	6,6 %	Maschinenbau und Pharmaindustrie	Nein	Nein
Bielefeld	mittel	338.332	19,9 %	31,6 %	11,4 %	Bau- und Chemieindustrie	Nein	Nein

Abbildung 6: Relative Resilienz und spezifische Merkmale verschiedener Standorte, Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von DESTATIS Regionaldatenbank, ThomasDaily

Die Reaktionen auf Wirtschaftskrisen variieren erheblich zwischen unterschiedlichen Branchen und Standorten, abhängig von der jeweiligen lokalen Wirtschaftsstruktur. Unter den größten deutschen Städten weisen Stuttgart, Bremen, Duisburg und Wuppertal Produktionsanteile von über 20 Prozent auf und beherbergen vorrangig Unternehmen aus den Sektoren Automobilbau, Maschinenbau und Stahlproduktion. Diese Industrien sind besonders anfällig für globale Wirtschaftskrisen, da sie stark von Exporten abhängen und somit unmittelbar von internationalen Marktschwankungen

betroffen sind. Im Gegensatz dazu haben Städte wie Berlin, München, Köln, Frankfurt am Main, Düsseldorf, Leipzig und Essen mit jeweils weniger als 15 Prozent Produktionsanteil potenziell geringere direkte Auswirkungen von Exportrückgängen, obwohl mittelbare und zeitverzögerte Reaktionen möglich sind.

Zusätzlich zu einem grundlegenden Bestand an kommunalen und staatlichen Beschäftigten weisen einige Städte eine besonders hohe Beschäftigung im öffentlichen Sektor auf. In Städten wie Berlin, Leipzig, Dort-

mund, Essen, Dresden, Hannover, Duisburg, Bochum, Wuppertal und Bielefeld arbeiten mehr als 25 Prozent aller Beschäftigten im öffentlichen Sektor.

Dies trägt zur Stabilisierung der örtlichen Ökonomien bei, da Arbeitsplätze im öffentlichen Sektor weniger konjunkturabhängig sind. Insbesondere Berlin profitiert zusätzlich durch die Präsenz zahlreicher Bundesministerien und Bundesbehörden.

Hochschulstädte mit einem hohen Anteil an Studierenden an der Gesamtbevölkerung, wie München, Köln, Frankfurt am Main, Stuttgart, Düsseldorf, Dortmund und Hannover, zeigen sich ebenfalls resilient, unterstützt durch eine kontinuierliche Nachfrage nach Wohnraum und Dienstleistungen. Bochum und Bielefeld stechen mit einem Studentenanteil von über 10 Prozent besonders hervor.

Die Finanzkrise 2009 traf vor allem industriestarke Standorte hart, darunter Stuttgart und Duisburg sowie weitere Städte im Ruhrgebiet, die aufgrund ihrer Wirtschaftsstruktur empfindlich auf die Krise reagierten. Die Coronakrise hingegen beeinträchtigte insbesondere Standorte mit einem hohen touristischen Potenzial, wie Köln und Hamburg.

Städte mit einem hohen Anteil an öffentlichem Sektor, wie Berlin, Dresden und Hannover, waren von den Krisen tendenziell weniger betroffen, da die lokalen Einkommen und Arbeitsplätze weniger direkt an die private Wirtschaftsleistung gekoppelt sind. Diese Orte sind oft Landeshauptstädte oder wichtige Verwaltungszentren.

Insgesamt lassen sich hinsichtlich der Resilienz und Standortcharakteristik folgende Cluster unterscheiden:

1. Verwaltungs-, Dienstleistungs- und Hochschulstandorte mit überdurchschnittlicher Krisenresilienz, wie Berlin, Nürnberg, Dresden und Hannover.
2. Städte mit einem hohen Anteil an Einkommen aus Transferleistungen, was eine relative Einkommensstabilität gewährleistet, beispielsweise Duisburg und Offenbach am Main.
3. Standorte, die auf spezifische Branchen ausgerichtet sind und unterschiedlich auf Krisen reagieren, wie Frankfurt am Main.
4. Industriestarke Standorte mit höherer Abhängigkeit von konjunkturellen Schwankungen, darunter Köln, Stuttgart, Bremen und Dortmund.
5. Städte mit komplexen Strukturen, die verschiedene wirtschaftliche Sektoren umfassen, wie München und Hamburg.

Fallweise können sich Standortprofile auch überlagern, beispielsweise in Städten mit Dienstleistungsstärke, ansässigen Behörden und gleichzeitig industriellem und logistischem Profil, wie es beispielsweise in Hamburg der Fall ist. Die Zuordnung zu Clustern zeigt somit nur eine Tendenz, beurteilt aber die spezifische Resilienz eines Standortes nicht abschließend.

3. Regional unterschiedlich ausgeprägte Resilienz der Wohnungsmärkte

Die Resilienz des Immobilienmarktes beschreibt dessen Fähigkeit, ökonomische Schocks, Veränderungen oder Krisen zu absorbieren und sich zügig davon zu erholen. Diese Charakteristik impliziert, dass trotz adverser externer Einflüsse, wie Wirtschaftskrisen, Naturkatastrophen oder politischer Unsicherheiten, die Preise für Mieten und Immobilien nicht signifikant fallen oder zumindest nicht dauerhaft niedrig verbleiben. Vielmehr tendieren sie dazu, relativ schnell zu ihrem vorherigen Niveau zurückzukehren oder sogar weiter anzusteigen. Märkte, die eine hohe Resilienz aufweisen, zeichnen sich typischerweise durch eine starke Nachfrage und ein begrenztes Angebot aus, was zu einer Stabilisierung der Preise beiträgt. Zu den Faktoren, die die Resilienz unterstützen, zählen eine robuste und diversifizierte lokale Wirtschaft sowie vorteilhafte Finanzierungsbe-

dingungen. In jüngster Zeit hat insbesondere in großen städtischen Regionen eine verstärkte Nachfrage aufgrund von Zuwanderung zu Wohnungsknappheit und Preisanstiegen geführt. Zusätzlich beeinflusst die allgemeine Inflation die nominalen Preise, was sich in den in Marktberichten ausgewiesenen Mieten und Kaufpreisen widerspiegelt. Diese Nominalwerte haben im Laufe der letzten Jahre bzw. des letzten Jahrzehnts fast ohne nennenswerte Unterbrechungen durch „negative Jahre“ zugenommen, was auch in den betrachteten Krisenjahren der Fall war. Um die Resilienz der unterschiedlichen Märkte zu vergleichen, werden im Folgenden Effekte hinsichtlich der mehr oder weniger hohen Wachstumsraten analysiert, wobei signifikante Unterschiede feststellbar sind.

Indikatoren der Resilienz bei Mieten

Die hier testweise vorgenommene Analyse der Wachstumsraten der Mieten vor und während der Krise (Durchschnitt der drei Vorjahre vs. Krisenjahr) zeigt deutliche Unterschiede in der Resilienz verschiedener deutscher Wohnungsmärkte während der Finanzkrise 2009 und der COVID-19-Krise 2020. Die Untersuchung konzentriert sich auf die Dynamik des Anstiegs, also die Veränderungen bei den jeweiligen Wachstumsraten. Im Jahr 2009, während der Finanzkrise, erlebten Städte wie Berlin, Stuttgart und Düsseldorf Rückgänge in den Wachstumsraten, was auf eine geringere Resilienz schließen lässt. Im Gegensatz dazu verzeichneten Städte wie Hamburg und München sogar positive Veränderungen, was sowohl auf eine höhere Resilienz als auch auf spezifische lokale Faktoren oder das Aufholen vorheriger geringerer Wachstumsraten hindeuten könnte.

In der COVID-19-Krise 2020 zeigte sich ein ähnliches Muster. Städte wie Berlin und Frankfurt am Main konnten positive Veränderungen der Wachstumsraten verzeichnen, während Städte wie Stuttgart, Leipzig und Bremen größere negative Veränderungen erlebten. Auffällig ist, dass Wuppertal auch in der Krise 2020 einen starken Anstieg der Wachstumsraten verzeichnete, was auf Sondereffekte oder nicht bewertete Parameter zurückzuführen sein könnte.

Der Vergleich der Auswirkungen der beiden Krisen auf die deutschen Wohnungsmärkte zeigt ein differenziertes Bild der Resilienz in verschiedenen Städten. Städte wie Stuttgart, Düsseldorf, Leipzig, Bremen, Dortmund, Hannover, Nürnberg, Duisburg und Bochum erlebten in beiden Krisen negative Veränderungen ihrer Mietwachstumsraten, was auf eine geringere Widerstandsfähigkeit hinweist. Im Gegensatz dazu zeigten Städte wie Essen und Dresden eine relative Stabilität mit nur geringen Schwankungen in den Wachstumsraten während beider Krisenperioden.

Die differierende Resilienz der Wohnungsmärkte lässt sich auf eine Vielzahl von Faktoren zurückführen, darunter die ökonomische Stärke der Stadt, das Verhältnis von Angebot und Nachfrage, die Beschäftigungsstruktur und die Diversifizierung der lokalen Wirtschaft, sowie städtebauliche Maßnahmen und politische Entscheidungen.

Ein Vergleich mit dem Verbraucherpreisindex für Nettokaltmieten (VPI NKM) zeigt, dass die landesweiten Werte im Kontext beider Krisen relativ stabil geblieben sind, mit nur minimalen negativen Veränderungen. Dies deutet darauf hin, dass trotz der starken Schwankungen in lokalen Märkten, der Gesamtmarkt eine gewisse Grundresilienz bewahrt hat.

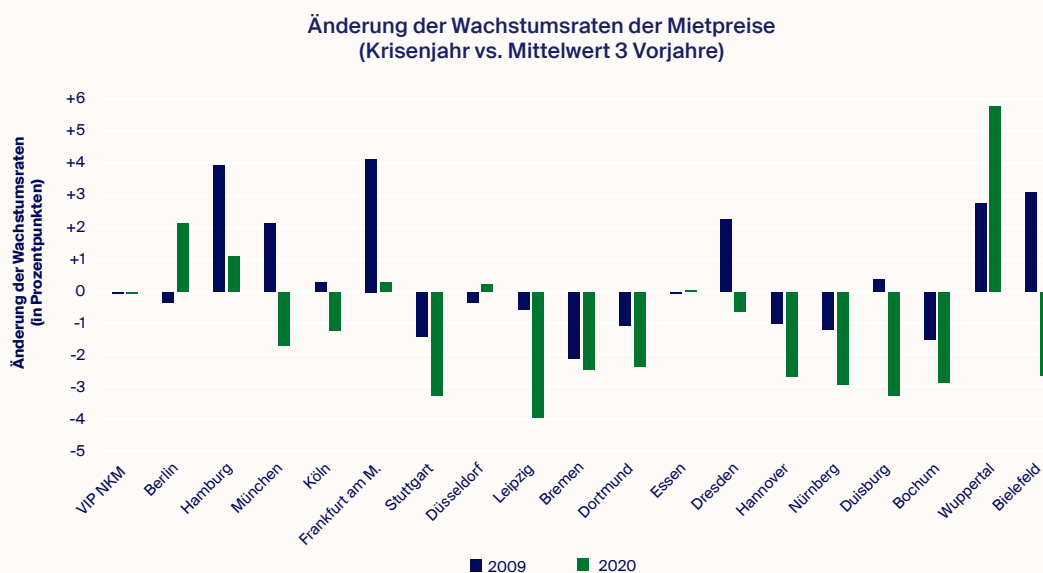


Abbildung 7: Änderung der Wachstumsraten der Mietpreise im Krisenjahr gegenüber Mittelwert der 3 Vorjahre, Quelle: Eigene Darstellungen und Berechnungen auf Basis von DeStatis und RIWIS

Indikatoren der Resilienz bei Kaufpreisen

Die Resilienz von Wohnimmobilienmärkten kann auch durch die Betrachtung der Änderung der Wachstumsraten von Kaufpreisen während signifikanter wirtschaftlicher Schockszenarien, wie der Finanzkrise 2009 und der COVID-19-Krise 2020, indiziert werden. In der Finanzkrise 2009 deuteten die positiven Werte des Hauspreisindex (HPI) und des GREIX – letzterer basierend auf Transaktionsdaten aus Gutachterausschüssen – auf eine inhärente Resilienz des deutschen Immobilienmarktes hin, die mutmaßlich durch niedrige Zinssätze begünstigt wurde.

Die differenzierte Analyse der städtischen Wohnungsmärkte enthüllt ein heterogenes Bild: Während einige Städte wie Stuttgart, Düsseldorf, Dresden und Duisburg erhebliche Rückgänge in der Preisdynamik verzeichneten, wiesen Berlin, Hamburg und Bremen signifikante Zuwächse auf. Bielefeld zeigte mit einem Anstieg der Wachstumsrate um über 5 Prozentpunkte eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit.

Im Jahr 2020, während der COVID-19-Krise, war ein Rückgang in der GREIX-Dynamik zu beobachten. Städte wie Berlin und München erlebten eine spürbare Wachstumsabschwächung, was auf eine Anfälligkeit für die spezifische Krisensituation schließen lässt.

Im Gegensatz dazu stand Hamburg, das mit einem beeindruckenden Anstieg hervorstach. Nürnberg, Duisburg und Bochum verzeichneten abermals negative Veränderungen. Wuppertal und Essen zeigten im ansonsten negativen Umfeld einen zunehmenden Preisanstieg, was auf lokale Sondereffekte oder eine divergente Marktdynamik hindeuten könnte.

Diese Beobachtungen illustrieren eine sehr unterschiedliche Resilienz der deutschen Großstädte während der untersuchten Wirtschaftskrisen. Städte wie Hamburg bewiesen in beiden Situationen eine erstaunliche Robustheit, während Städte wie Stuttgart und Duisburg in beiden Krisen negative Reaktionen aufzeigten. Die disparaten Reaktionen unterstreichen die komplexe Natur des Immobilienmarktes, der von einer Vielzahl von Faktoren, einschließlich lokaler wirtschaftlicher Bedingungen, demographischer Entwicklungen und urbaner Strategien, beeinflusst wird.

Analysen nach diesem Muster – selbstverständlich zu ergänzen um differenziertere Daten und längere Reihen – ermöglichen eine grundsätzliche Beurteilung der Reaktion verschiedener Märkte auf ökonomischen Rahmenbedingungen. Dies bietet eine wichtige Grundlage für portfoliobezogene Planungen und Entscheidungen von Investoren.

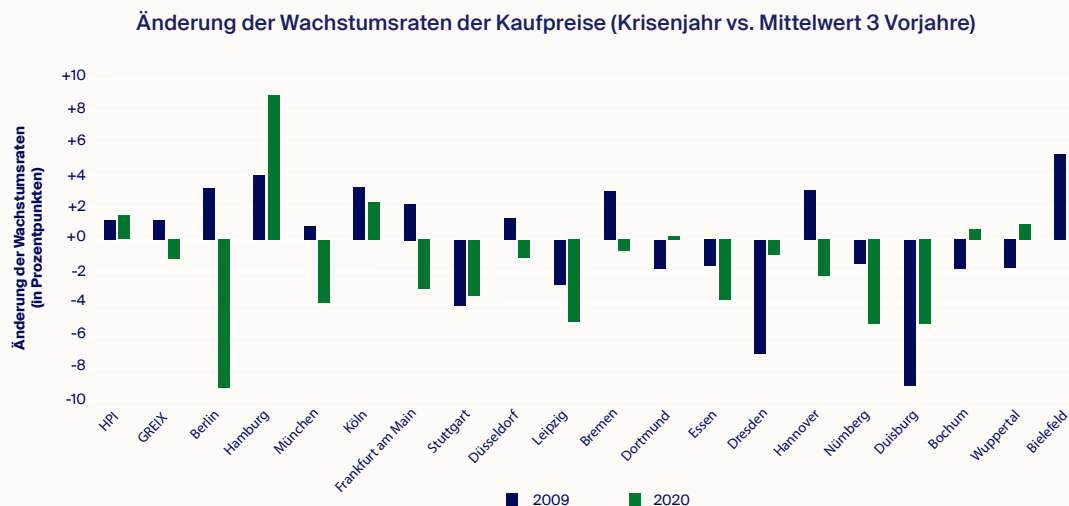


Abbildung 8: Änderung der Wachstumsraten der Kaufpreise im Krisenjahr gegenüber Mittelwert der 3 Vorjahre, Quelle: Eigene Darstellungen und Berechnungen auf Basis von DeStatis, RIWIS, GREIX

Erklärung der Resilienz durch Nachfragefaktoren

Die Preise auf dem Wohnungsmarkt entstehen über Angebot und Nachfrage, soweit keine regulatorischen Eingriffe in die Preisbindung (insbesondere Obergrenzen) stattfinden oder faktische Anpassungshindernisse (insbesondere Intransparenz, Abschlusskosten) bestehen. Nachfrager sind im Bereich der Wohnungswirtschaft fast ausschließlich private Haushalte inklusive Einzelpersonen (Einpersonenhaushalte).

Auch bei einer konstanten Bevölkerungszahl kann die quantitative Nachfrage (im finanziellen Sinne) zu einem gewissen Grad als konjunkturabhängig gesehen werden. Auch qualitative Anforderungen verschieben sich gewöhnlich mit der jeweiligen Einkommenssituation und Kaufkraft.

Aktuell entsteht eine Mehrnachfrage vor allem durch Zuwanderung. Im Bereich der Binnenwanderung spielen Beschäftigungssituation und Verdienstmöglichkeit oft eine entscheidende Rolle. Attraktive Arbeitsplätze in großen Metropolen sind häufig mit einem Umzug in die jeweilige Stadt verbunden. Dadurch erhöht sich dort die Nachfrage nach Wohnraum. Konträr dazu leiden wirtschaftlich schwache Gegenden oftmals unter Abwanderung, sodass dort ein Überangebot an Wohnraum entstehen kann. Parallel dazu kommt es zu einer Umverteilung von Kaufkraft, faktisch also eines Mietzahlungsbudgets in Summa, in Richtung der nachgefragten Stadt. Wird dieses nicht auf noch bestehenden Leerstand allokiert, steigen durch einsetzenden Wettbewerb der Nachfrager zwangsläufig die Mieten pro vorhandener Flächeneinheit.

Seit den 2010er-Jahren ist zudem die Zuwanderung aus dem Ausland anhaltend hoch. So werden seit 2012 jährlich mehr als eine Million Zuzüge aus dem Ausland nach Deutschland registriert, in den Jahren 2015 und 2022 waren es sogar jeweils mehr als zwei Millionen. Diese Zuzüge erzeugen zusätzlichen Nachfragedruck auf den Wohnungsmärkten. Die Mechanismen sind grundsätzlich analog zur Binnenwanderung zu sehen, wobei das Mietzahlungsbudget anfangs meist über Sozialtransfers dargestellt wird. Trotz definierter Verteilungsschlüssel konzentriert sich der Zuzug faktisch auf die großen Metropolen, so dass dort zusätzlich zur Binnenmigration weitere Nachfrage entsteht.

Die resultierenden Wanderungssalden der Jahre 2012 bis 2021 (Abbildung 9) zeigen, dass Berlin über 10 Jahre den mit Abstand den stärksten Nettozuzug (Zuzüge abzüglich der Fortzüge) hatte. Die zusätzlichen 359.000 Personen lösten eine starke Nachfrage nach zusätzlichem Wohnraum aus. Natürlich ist Berlin auch die mit Abstand größte Stadt Deutschlands, jedoch stehen diese Zuwächse im Verhältnis zur Einwohnerzahl für immerhin 8,4 Prozent und damit auch relativ gesehen den zweithöchsten Wert unter den deutschen Metropolen.

Den stärksten prozentualen Zuwachs erlebte Leipzig. Innerhalb der letzten 10 Jahre belief sich die Nettozuwanderung auf rund 15 Prozent der Gesamtbevölkerung. Obwohl die Stadt nach der Bevölkerung nur die achtgrößte Stadt Deutschlands ist, lag die Zuwanderung mit 95.000 Nettozuzügen bundesweit auf Platz drei. Ebenfalls hohen Nettozuzug mit Raten von mehr als 5 Prozent erlebten die Standorte Hamburg, Frankfurt am Main, Essen, Dresden, Wuppertal, Bonn und Münster.

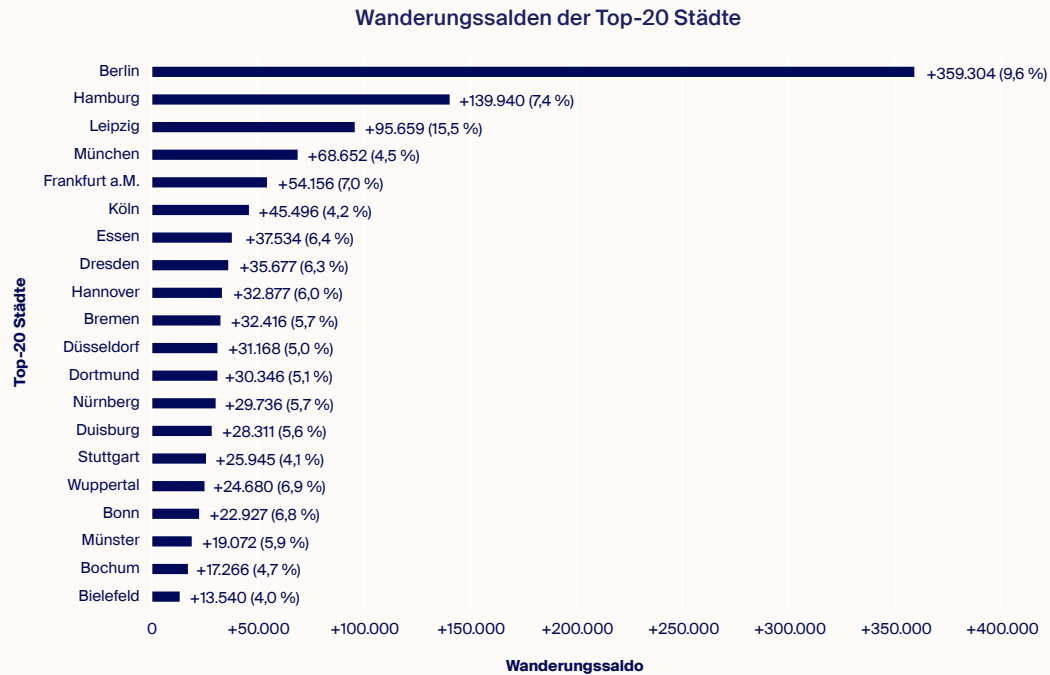


Abbildung 9: Akkumulierte Wanderungssalden der 20 größten deutschen Städte im Zeitraum 2013 bis 2022 absolut und relativ zur Einwohnerzahl; Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von DESTATIS

Die Entwicklung der Demografie und des Immobilienmarkts ist in der Regel stark verknüpft. Befindet sich eine Stadt im Boom – sei es aus wirtschaftlichen oder soziokulturellen Gründen – kann in der Regel das Wohnraumangebot nicht im selben Maße wie die Nachfrage ausgeweitet werden. Aus diesem Grund steigen an solchen Standorten Miet- und Kaufpreise meist überdurchschnittlich. Einige Standorte haben besonders ab der Jahrtausendwende stark an Attraktivität gewonnen wie Berlin, Leipzig, Frankfurt und Hamburg (in der relativen Darstellung der Städte entsprechen ihrer Rangfolge in Abbildung 10 weit rechts gelegen). Interessant ist die qualitative und quantitative Unterscheidung von deutschen A- und B-Standorten. A-Standorte zeigen meist ein stärkeres Bevölkerungswachstum als B-Standorte. Die hinsichtlich Bevölkerungsentwicklung schwächsten Städte sind ausnahmslos B-Standorte, wobei auffällig ist, dass 6 der 7 Standorte im unteren Cluster im Ruhrpott bzw. in NRW liegen.

Verbindet man das Bevölkerungswachstum mit den Ergebnissen der Resilienzindikatoren bei Mieten und Kaufpreisen bezogen auf die zuvor besprochenen beiden Krisen, so zeigt sich grundsätzlich ein Stabilisierungseffekt. Die Skalierung erfolgt in Abbildung 10 jeweils nach Rangfolge der Parameterausprägung innerhalb der Städtegruppe.

Stark wachsenden Städte wie Hamburg und Frankfurt verlieren auch in Krisen wenig an ihrer Dynamik bzw. schneiden zumindest besser ab als die anderen Standorte. Gleichwohl kann hier keine alleinige Kausalität von relativem Wachstum zur relativen Resilienz angenommen werden, wie die deutliche Streuung um die Diagonale zeigt. Nur Duisburg und Düsseldorf weisen bei beiden Bewertungsdimensionen eine ähnliche Rangfolge.

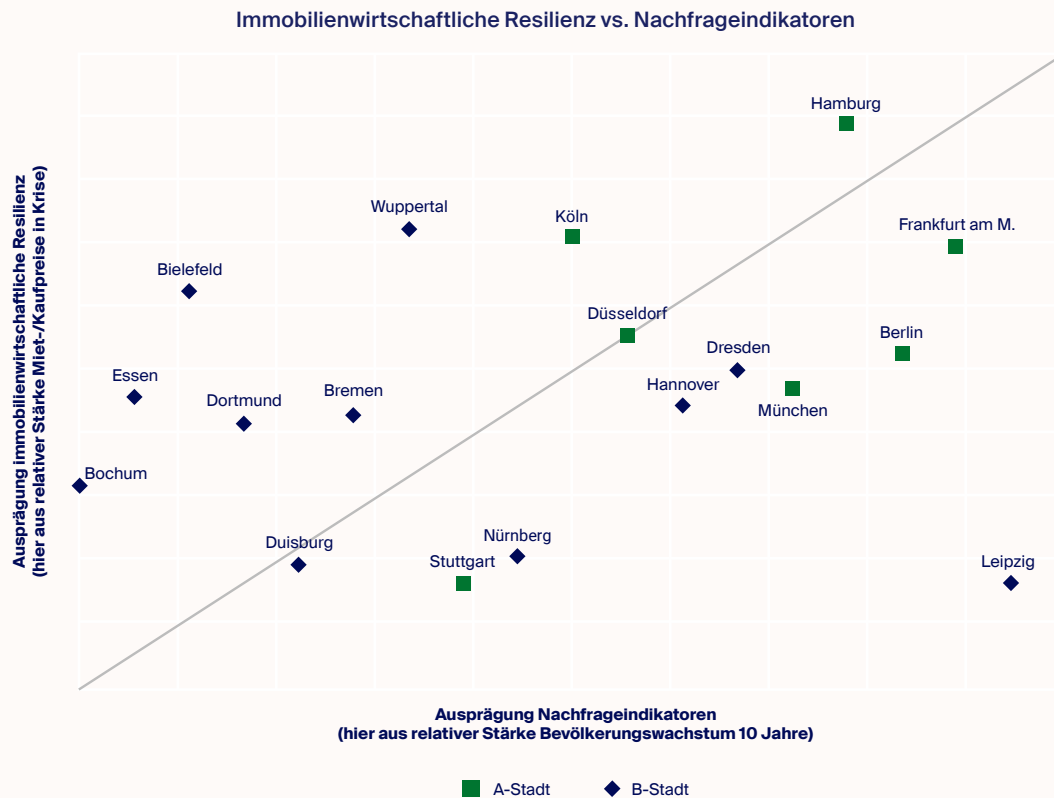


Abbildung 10: Vergleich von relativer Stärke der Nachfrage (Bevölkerungswachstum 10 Jahre, nach Rangvergleich) und relativer immobilienwirtschaftlicher Resilienz Indikatoren (Änderung der Dynamik bei Miet-/Kaufpreisen, nach Rangvergleich, Mittelwerte), Quelle: Eigene Darstellungen und Berechnungen auf Basis von DESTATIS und RIWIS

Erklärung der Resilienz durch Angebotsfaktoren

Die Stabilität des Wohnungsmarktes in Deutschland wird durch angebotsseitige Determinanten maßgeblich beeinflusst, zu denen insbesondere der privat finanzierte Wohnungsbau zählt. Dieser ist wesentlich von der Rentabilität der Investitionen abhängig, die wiederum gegenüber risikoärmeren Anlageformen wie Staatsanleihen ein adäquates Rendite-Risiko-Profil aufweisen müssen. Bauherren tätigen Investitionen nur unter der Prämisse, dass die erwarteten Erträge die zusätzlichen Risiken und den erhöhten Aufwand für Forschung, Planung und Controlling kompensieren.

Die Kapazität und Zustand der Bauindustrie sind kritische Variablen, die in Wachstumsphasen durch hohe Kapazitäten und in Rezessionen durch einen Kapazitätsabbau gekennzeichnet sind, was sich in den korrespondierenden Bauaktivitäten niederschlägt. Der ifo-Geschäftsklimaindex, ein Indikator für die Stimmung in der Baubranche, fiel im Februar 2024 auf -35,4 Punkte und signalisierte damit eine Verschlechterung des Geschäftsklimas weit unter das Niveau der Finanzkrise 2008/2009.

Administrative Effizienz und der Umfang regulatorischer Bestimmungen sind ebenso entscheidend für den Wohnungsbau. Restriktive Genehmigungsverfahren und Auflagen, wie sie im Bereich Energieeffizienz, Denkmalschutz, Barrierefreiheit und Brandschutz bestehen, können die Wirtschaftlichkeit von Bauprojekten beeinträchtigen. Des Weiteren können staatliche Regulierungen wie Mietpreisdeckel die potenziellen Erträge reduzieren.

Die geldpolitische Steuerung, insbesondere durch Zinserhöhungen in den Jahren 2022 und 2023, führte zu einem Anstieg der Baufinanzierungskosten und einer signifikanten Reduktion der Neukreditvergabe, was sich entsprechend auch in einem Rückgang des Investmentvolumens in Wohnportfolios manifestierte. Beispielsweise verteuerten sich die Finanzierungskosten für private Haushalte von circa ein Prozent bis auf ein Niveau von circa vier Prozent. Da dieses Zinsniveau für viele Haushalte nicht mehr tragbar war, sank das Niveau der monatlichen Neukreditvergabe für den privaten Wohnungsbau von einem Niveau zwischen 20 und 30 Milliarden Euro auf etwa 10 bis 15 Milliarden Euro. Dies wirkt sich negativ auf die Neubautätigkeit aus, was in

einem Rückgang des Investmentvolumens in Wohnportfolios von ca. 20 Milliarden Euro jährlich vor der Pandemie auf ca. 5 Milliarden Euro im Jahr 2023 resultierte.

Durch die ungünstigen Rahmenbedingungen ist es kaum verwunderlich, dass sich der Wohnungsneubau in Deutschland nur auf einem extrem niedrigen Niveau befindet. Das von der Politik in den Raum gestellte Ziel, 400.000 neue Wohnungen jährlich fertigzustellen, wird nicht einmal annähernd erreicht. Im Jahr 2022 wurden nur 295.300 Wohnungen errichtet, in 2023 werden es gerade einmal um die 270.000 Wohneinheiten sein (Zahlen noch nicht veröffentlicht). Für die nächsten Jahre wird mit weiter rückläufigen Fertigstellungen gerechnet. Prognosen rechnen für 2024 mit 225.000, 2025 mit 195.000 Einheiten und 2026 mit 175.000 Wohnungen. Insbesondere in den nachgefragten Ballungszentren ist der Neubau unzureichend und verschärft den Nachfrageüberhang weiter.

Die öffentliche Hand kann durch Förderprogramme und direkte Bauaktivitäten intervenieren, um gewisse Marktdefizite zu kompensieren.

Allerdings kann dies auch zu Verzerrungen führen, indem staatliche und private Akteure um begrenzte Ressourcen konkurrieren. Marktmechanismen werden ausgehebelt, was häufig zu Ineffizienzen und volkswirtschaftlichen Mehrkosten führt. Andererseits wird von Verbänden und Wissenschaftlern angeregt, vorhandene Restriktion im Bereich Bauen zu reduzieren, sei es bei Baulandausweisung, Baugenehmigung oder Baustandards. Diese stellen markttechnisch gesehen immer Eingriffe in Preise, Mengen und Qualitäten dar, die eine markadäquate Reaktion der Anbieter erschweren oder verhindern. Politisch kann für jede Regelung nachvollziehbare Gründe geben. Angesichts der mittlerweile erreichten Dichte an Regelungen, Normen und teils auch Förderung, ist der potenzielle Effekt weiterer Förderprogramme vermutlich gering bzw. fiskalisch nicht ausreichend darstellbar.

Kreditvolumen und Bauzinsen

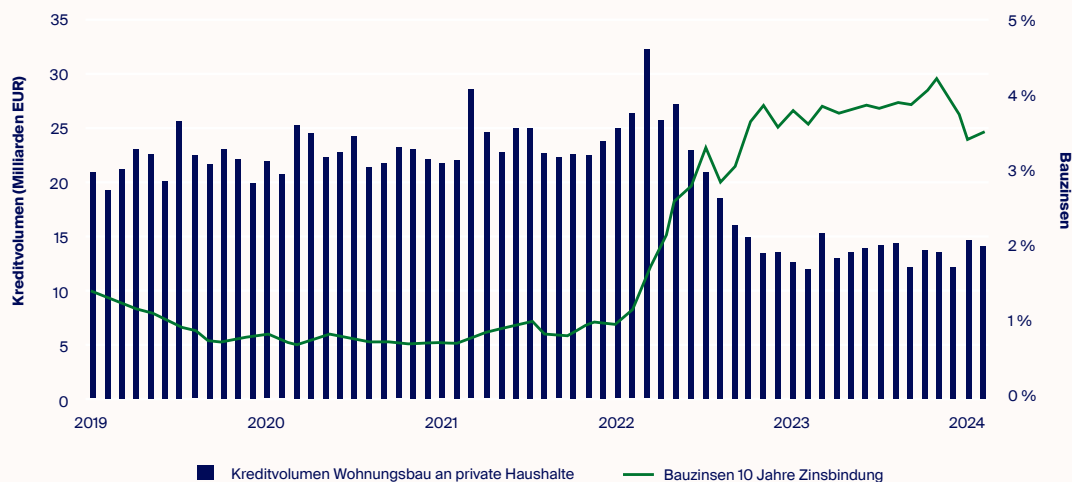


Abbildung 11: Kreditvolumen für Wohnungsbau und Sollzinsen für Baudarlehen mit 10-jähriger Sollzinsbindung jeweils an private Haushalte; Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von Deutsche Bundesbank

Ungeachtet der generellen Situation im Gesamtland ist die Bautätigkeit zwischen den verschiedenen Standorten stark heterogen. Im Durchschnitt wurden in Deutschland im Jahr 2022 3,5 Wohnungen je 1.000 Einwohner fertiggestellt. Die differenzierte Betrachtung der Neubautätigkeit auf städtischer Ebene offenbart erhebliche Unterschiede zwischen den deutschen Metropolen in den Fertigstellungen je 1000 Einwohner. Im Jahr 2022 dokumentiert München mit 7.528 Fertigstellungen bei 1.512.491 Einwohnern, was einer Quote von 5,0 Fertigstellungen je 1000 Einwohner entspricht, eine

überdurchschnittliche Bautätigkeit. Im Vergleich dazu zeigt Köln mit lediglich 2.337 Fertigstellungen bei einer Einwohnerzahl von 1.084.831 und einer Quote von 2,2 eine deutlich geringere Neubaudynamik.

Einen bemerkenswerten Spitzenwert stellt Münster dar, das bei einer Bevölkerung von 320.946 Einwohnern eine Zahl von 1.861 Fertigstellungen erreicht, was zu einer hohen Quote von 5,8 Fertigstellungen je 1000 Einwohner führt und somit den stärksten Wert in der gesamten Datenerhebung darstellt. Dies steht im Kontrast zu Städten

wie Stuttgart, wo trotz einer Einwohnerzahl von 632.865 nur 1.014 Wohnungen fertiggestellt wurden, was eine Quote von 1,6 bedeutet, und verdeutlicht das Ungleichgewicht in der Neubautätigkeit innerhalb Deutschlands. Auch innerhalb der Stadtlandschaften des Ruhrgebiets sind Divergenzen erkennbar. Dortmund etwa verzeichnet mit einer Einwohnerzahl von 593.317 und 2.121 fertiggestellten Wohnungen eine Quote von 3,6, während in Essen (584.580 Einwohner) lediglich 741 Wohnungen fertiggestellt wurden, was einer niedrigeren Quote von 1,3 entspricht.

Über einen längeren Zeitraum betrachtet – hier dargestellt als Durchschnitt der letzten 10 Jahre – zeichnen sich ähnliche Tendenzen ab. Berlin zeigt mit 14.066 Fertigstellungen im jährlichen Durchschnitt und einer Einwohnerzahl von 3.755.251 eine Rate von 3,7 Fertigstellungen je 1000 Einwohner, was den langfristigen Bedarf

unterstreicht. Hamburg erreicht mit einer Quote von 4,6 und 8.636 jährlichen Fertigstellungen bei 1.892.122 Einwohnern eine vergleichsweise robuste Bautätigkeit. Diese Zahlen illustrieren, dass einige Städte trotz des allgemein rückläufigen Trends in Deutschland einen relativen Aufschwung in der Neubautätigkeit erfahren haben.

Die aus den Fertigstellungsquoten abgeleiteten Erkenntnisse zeigen deutlich, dass städtespezifische Faktoren, wie lokale Nachfrage, vorhandene Infrastruktur, Baugenehmigungsprozesse und die städtische Wirtschaftslage, die Neubautätigkeit maßgeblich prägen. Angesichts der heterogenen Entwicklungsmuster stellt sich die Notwendigkeit einer auf die einzelnen Städte abgestimmten wohnungspolitischen Strategie, um den unterschiedlichen Herausforderungen und Potenzialen gerecht zu werden.

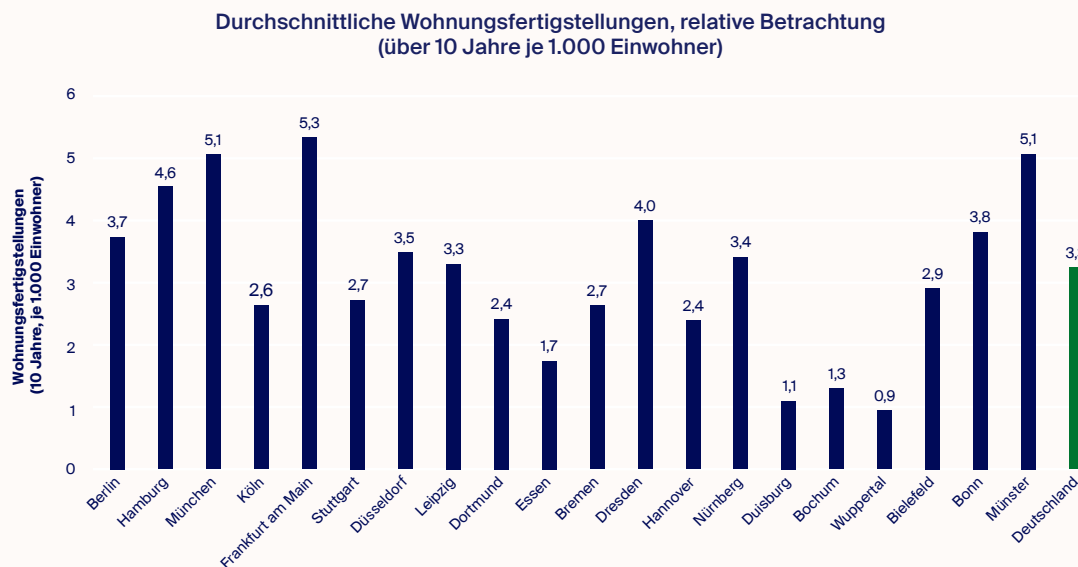


Abbildung 12: Durchschnittliche jährlich fertiggestellte Wohneinheiten je 1.000 Einwohner in den deutschen TOP-20 Städten über die letzten 10 Jahre; Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von DESTATIS

Erklärung der Resilienz durch Marktgleichgewichte

In Deutschland, einem der am dichtesten besiedelten Länder Europas, ist die Wohnraumknappheit gerade in großen Metropolen wie Berlin, Hamburg und München zum politischen Thema geworden, die Relevanz lässt sich aber auch in den Wohnungsmarktstatistiken klar ablesen. Die Gründe für diese Verknappung sind vielfältig und komplex, jedoch spielt die Nachfrageseite, insbesondere bezogen auf die jeweilige Zuwanderungszahlen, die entscheidende Rolle. Angebotsparameter wie Stilllegungen und Rückbauten sind im Wohnungsbereich dagegen eher unbeachtlich. Auch Diskussio-

nen zu temporären Umwidmungen betreffen eher einzelne Segmente, nicht die Breite des Marktes.

Seit den 2010er-Jahren hat die steigende Nachfrage nach Wohnraum durch inländische und internationale Migration dazu geführt, dass das Verhältnis von verfügbaren Wohneinheiten zu Haushalten dramatisch gesunken ist. Das eher träge Angebot konnte die sprunghaft erhöhte Nachfrage nicht zeitnah ausgleichen. Dieser Trend stellt nicht nur eine Herausforderung für den Wohnungsmarkt dar, sondern beeinträchtigt auch die Lebensqualität der Bewohner.

Misst man die Knappheit als Verhältnis von Wohneinheiten zu Haushalten, so tritt die Zuspitzung klar hervor (Abbildung 13). In einem stabilen Wohnungsmarkt im Gleichgewicht sollte der Versorgungsgrad mit Wohneinheiten, also der Quotient aus Anzahl der Wohnungen und Haushalten, leicht über 100 Prozent liegen, damit jeder Haushalt eine Wohnung belegen kann und es darüber hinaus eine gewisse Reserve für Umzüge und Renovierungsmaßnahmen gibt.

Den stärksten Rückgang des Versorgungsgrades über 10 Jahre sah Leipzig mit etwa 12 Prozentpunkten. Der Standort ist noch nicht allein durch die Änderungsrate kritisch, da zuvor ein Überangebot an Wohnraum bestand, welches dann abgebaut wurde. Mit einem Versorgungsgrad von 101 Prozent kann dieser Wohnungsmarkt jedoch nunmehr als angespannt betrachtet werden, nach dieser Kennzahl ist die Situation ähnlich wie in Frankfurt am Main.

Kritischer ist die Lage in Berlin, Hamburg und Stuttgart, wo der Versorgungsgrad unterhalb von 100 Prozent liegt. Gerade in Berlin mit einer Reduktion um vier Prozentpunkte bei gleichzeitig wachsenden Bevölkerungszahlen zeigt sich, dass das Wohnungsangebot mit einer dynamisch steigenden Nachfrage kaum Schritt halten kann. Werte unterhalb von 100 Prozent sind überhaupt erstaunlich, erklärbar aber durch die spezifische Zählung Haushalten in Wohngemeinschaften, Wohnheimen und Sammelunterkünften.

Der Statistik nach weniger angespannt erscheinen nach diesem Indikator die Märkte in München, Köln und Düsseldorf. Selbstverständlich kann es dennoch in bestimmten Segmenten (Größenklassen, Stadtteilen, Qualitäten) Engpässe geben.

Wohnungsmärkte mit einem geringen Versorgungsgrad sind oft überraschend resilient gegen Preiseinbrüche, was größtenteils auf die konstant hohe Nachfrage zurückzuführen ist. In Großstädten, wo die Nachfrage das Angebot übersteigt, wird durch kontinuierlichen Zuzug und demografische Entwicklungen eine stabile Nachfragebasis geschaffen, die die Immobilienpreise stützt. Zudem begrenzen natürliche und planungsbedingte Barrieren für Neubauten das verfügbare Angebot, was ebenfalls dazu beiträgt, die Preise stabil zu halten.

Investoren sehen in solchen Märkten eine sichere Anlage, was im Transaktionsmarkt zusätzliche Nachfrage generiert und die Preise weiter stützt. Regulatorische Maßnahmen von Verwaltungen, ob begrenzend oder subventionierend, können ebenfalls zu einer geringeren Preisvolatilität beitragen. Gleichwohl können Bürokratiekosten und Beschränkungen bei konkreten Investments zu Renditeeinbußen führen (nicht Gegenstand dieser Studie). Insgesamt erscheinen ausgeglichene und in Grenzen auch angebotsknappe Wohnungsmärkte besonders resilient. Aktuell kann diese Situation faktisch für alle deutschen Metropolen angenommen werden.

Versorgungsgrad mit Wohneinheiten 2012 vs. 2022

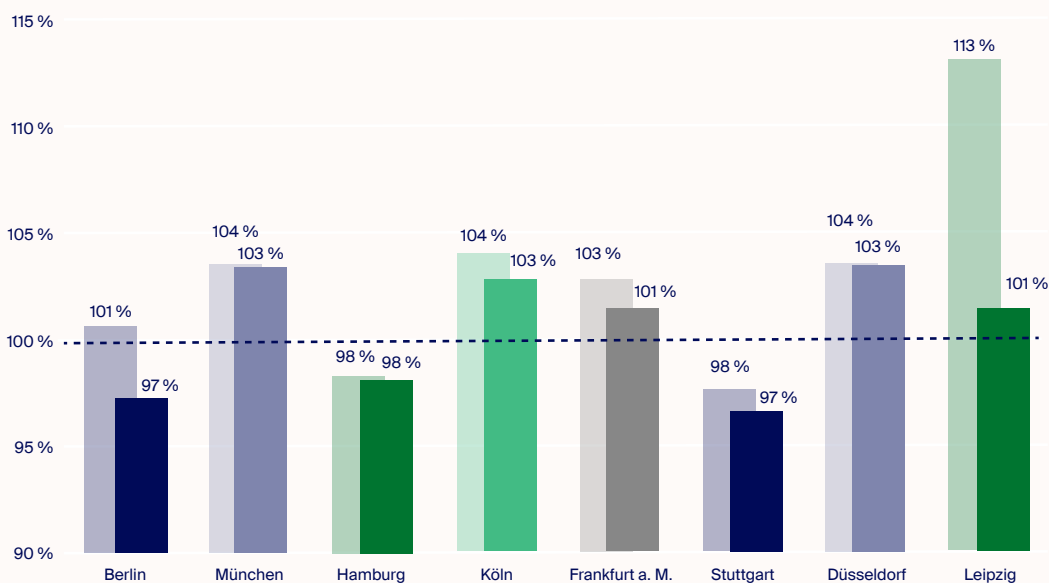


Abbildung 13: Verhältnis von Wohneinheiten zu Haushalten in den Jahren 2012 und 2022 in den acht größten deutschen Städten; Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von DESTATIS

4. Einfluss des relativen Preisniveaus auf die Resilienz von Wohnungsmärkten

Die Knappheit an Wohnraum manifestiert sich typischerweise in einem Anstieg der Miet- und Kaufpreise. Gleichzeitig kann diese Marktstärke aber auch zu Preisniveaus führen, die tendenziell zu hoch bzw. kaum noch steigerbar sind. Mögliche Szenarien der Weiterentwicklung werden sich dann verstärkt in Richtung Stagnation oder Rückentwicklung orientieren, was wiederum für eine verringerte Resilienz spricht. Das Preisniveau kann somit als abschließendes Korrektiv der vorherigen Feststellungen zur Resilienz gesehen werden.

Bei der Analyse dieser Preistrends über die Zeit ist jedoch zu berücksichtigen, dass Einkommen durch inflationäre Entwicklungen tendenziell zunehmen. Daher sind für eine valide Bewertung preisbereinigte Vergleiche erforderlich, die Inflation oder andere Preisindizes einbeziehen.

Eine weitere aussagekräftige Methode zur Beurteilung der Marktresilienz und -stabilität besteht darin, die Preise auf standardisierte ökonomische Größen wie Einkommen, Baukosten und Wirtschaftsleistung zu be-

ziehen. Insbesondere im Wohnungsmarkt hängt das Mietniveau erheblich von den verfügbaren Einkommen der potenziellen Mieter ab. Die Kausalkette von Einkommen über Mietpreise bis hin zu Immobilienwerten beeinflusst zusammen mit weiteren Parametern auch die Kaufpreise indirekt.

Die relative Bewertung, also das Verhältnis von Mieten und Kaufpreisen zum Einkommen, verdeutlicht Trends hinsichtlich einer relativen Verteuerung oder Verbilligung von Wohnraum, wobei zunächst nur Durchschnittswerte betrachtet werden. Spezifische soziologische oder technische Analysen, etwa zur Verteilung von Familieneinkommen oder zur Differenzierung von Wohnungstypen, sind hier noch nicht integriert, sollten jedoch in einer detaillierten Folgeanalyse berücksichtigt werden.

Setzt man die wohnungsmarktbezogenen Preise in Bezug zum durchschnittlichen Einkommen, werden sowohl nominale als auch relative Preissteigerungen offensichtlich. Besonders in den TOP8-Metropolen sind

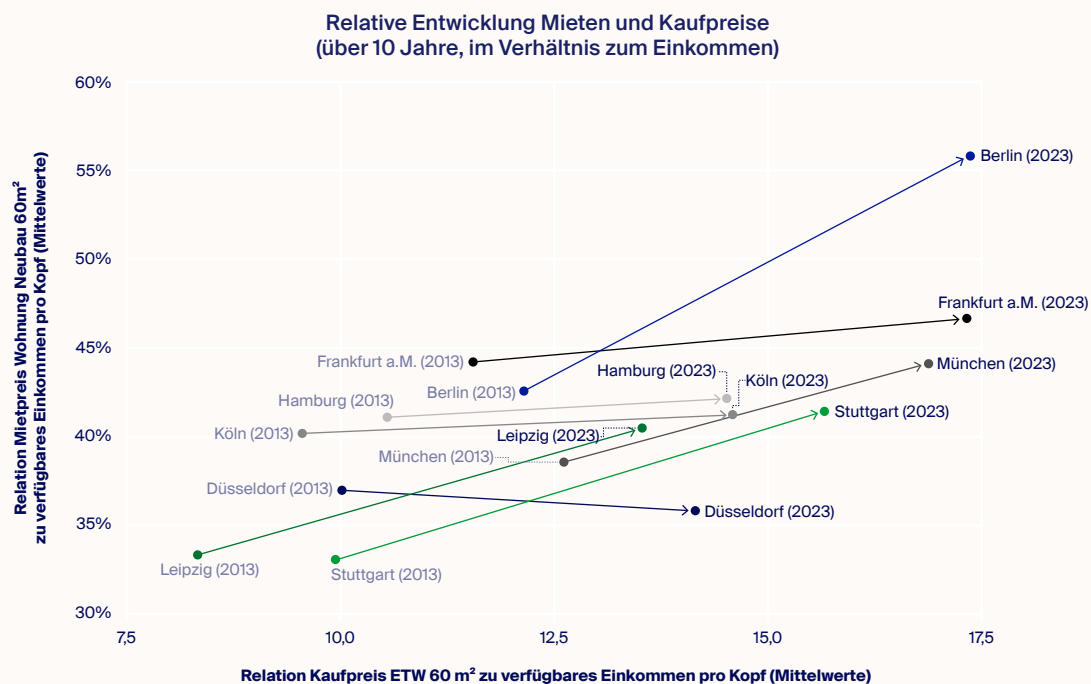


Abbildung 14: Benötigte durchschnittliche Jahreseinkommen zum Kauf einer 60 m² Eigentumswohnung und Anteil des verfügbaren Jahreseinkommens zur Miete einer 60 m² Wohnung im Neubau in den deutschen TOP8-Städten 2013 und 2023; Quelle: Eigene Darstellung und Berechnung auf Basis von RIWIS und DESTATIS

die Kaufpreise im Vergleich zu den Einkommen signifikant stärker gestiegen. Im Jahr 2023 mussten Käufer im Durchschnitt mehr Jahresgehälter aufwenden als noch vor zehn Jahren, um eine fiktive 60 Quadratmeter große Eigentumswohnung zu erwerben; Berlin verzeichnete mit 17,4 Durchschnittseinkommen den höchsten Wert, gefolgt von Frankfurt am Main mit 17,3 und München mit 16,9. In Stuttgart (+5,8), Frankfurt am Main (+5,7) und Berlin (+5,3) sind die Preisanstiege besonders dramatisch, was die zunehmende Diskrepanz zwischen Einkommens- und Immobilienpreisanstieg unterstreicht.

Die Miet-Einkommens-Relation in deutschen Großstädten variiert stark, wie unterschiedlich steile Anstiege in der Grafik illustrieren. In Berlin ist die Disparität besonders ausgeprägt: Während 2013 rechnerisch noch 17,3 Prozent des verfügbaren Jahreseinkommens einer Person für die Miete einer 60 Quadratmeter großen Neubauwohnung erforderlich waren, stieg dieser Anteil zehn Jahre später auf 55,8 Prozent. Auch in Stuttgart (+8,4 Prozentpunkte) und anderen Städten wie Köln und Hamburg ist ein paralleles Wachstum von Mieten und Einkommen zu beobachten, während in Düsseldorf

die Einkommen stärker als die Mieten stiegen, was zu einem Rückgang der Belastungsquote führte.

Düsseldorf stellt unter Annahme gleichbleibender Wohnungsgrößen und -belegungen die erschwinglichste der TOP8-Städte dar, gefolgt von Leipzig und Köln. Die Gefahr von Mietpreisausfällen erscheint in diesen Städten relativ gering, was auf eine gewisse Resilienz des Marktes hindeutet.

Andererseits kann ein situativ hohes relatives Preisniveau eine grundsätzlich positive Resilienzbewertung in Frage stellen und die Wachstumsaussichten mittelfristig begrenzen. Fortgesetzte Einkommensanstiege könnten jedoch dem entgegenwirken, die Kennzahlen also auf ein Normalniveau zurückführen. In Berlin, wo ein signifikanter Bevölkerungsanstieg zu verzeichnen war, könnte der Preisanstieg auch zu einer Reduzierung der Pro-Kopf-Wohnfläche geführt haben, was die tatsächliche Leistbarkeit von Wohnraum weiterhin gewährleisten würde. Für eine präzise Analyse sind jedoch detailliertere Einzelerhebungen oder Zensusdaten notwendig, die derzeit nicht vorliegen.

5. Fazit

Die vorliegende Untersuchung verdeutlicht, dass die Resilienz deutscher Städte gegenüber wirtschaftlichen Schocks variiert und durch eine komplexe Interaktion diverser sozioökonomischer und struktureller Faktoren geformt wird. Insbesondere beeinflusst die strukturelle Beschaffenheit und Vielfalt der Städte ihre Fähigkeit, Krisen zu bewältigen und sich davon zu erholen. Städte wie Köln und Düsseldorf zeigen aufgrund ihrer stabilen Wirtschaftsstrukturen und vergleichsweise geringen Preisvolatilität in den Immobilienmärkten eine hohe Resilienz. Diese Städte profitieren von einer ausgewogenen Mischung aus Dienstleistungssektoren und einer kontinuierlichen Nachfrage, die sie in Krisenzeiten stützt.

Die Analyse verdeutlicht zudem, dass die Widerstandsfähigkeit von Immobilienmärkten nicht nur in der Fähig-

keit liegt, Preisschwankungen zu widerstehen, sondern auch darin, wie schnell sie sich von ökonomischen Rückschlägen erholen können. Städte mit einer starken nachfragegetriebenen Marktdynamik und einem hohen relativen Wachstum des BIP pro Kopf wie Berlin und Leipzig bieten ebenfalls eine Aussicht auf Stabilität bzw. vergleichsweise geringe Rückschlagsrisiken, was sie für Investitionen attraktiv macht.

Diese Studie bietet eine initiale Analyse und unterstreicht die Notwendigkeit weiterer Forschung, um die Resilienz regionaler Immobilienmärkte tiefergehend zu verstehen. Gesucht sind weitere Einflussfaktoren, die zur Resilienz beitragen, sowie entsprechende Strategien im Portfoliomanagement, die die Resilienzen einbeziehen.



Autoren



PROF. DR. STEFFEN METZNER MRICS

Head of Research Empira Group
steffen.metzner@empira-invest.com



PHILIPP NEUBERT

Research Analyst Empira Group
philipp.neubert@empira-invest.com

Kontakt

Empira Group
Gubelstrasse 32
6300 Zug
Schweiz

Tel. +41 41 72875-75

Empira Asset Management GmbH
Kurfürstendamm 213
10719 Berlin
Deutschland

Tel. +49 30 221 8499-10

info@empira-invest.com / www.empira-invest.com

Stand: Mai 2024
Haftungsausschluss: Alle Angaben ohne Gewähr. Änderungen bleiben vorbehalten.



Weitere Researchberichte stehen auf der Website der Empira Group unter empira-invest.com zur Verfügung.

DISCLAIMER

This information is provided to discuss general market activity, industry or sector trends, or other broad-based economic, market or political conditions. Economic and market forecasts presented herein reflect our judgment as of the date of this presentation and are subject to change without notice. These forecasts are subject to high levels of uncertainty that may affect actual performance. These forecasts do not take into account the specific investment objectives, restrictions, tax and financial situation or other needs of any specific client. Actual data will vary and may not be reflected here. Accordingly, these forecasts should be viewed as merely representative of a broad range of possible outcomes. These forecasts are estimated, based on assumptions, and are subject to significant revision and may change materially as economic and market conditions change. Any references to indices, benchmarks or other measures of relative market performance over a specified period of time are provided for your information only.

NOTICE TO RECIPIENTS

THIS DOCUMENT IS FOR INFORMATIONAL PURPOSES ONLY AND SHOULD NOT BE RELIED UPON AS INVESTMENT ADVICE. This document has been prepared by Empira AG and is not intended to be (and may not be relied on in any manner as) legal, tax, investment, accounting or other advice or as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy any securities of any investment product or any investment advisory service. The information contained in this document is superseded by, and is qualified in its entirety by, such offering materials. This document may contain proprietary, trade-secret, confidential and commercially sensitive information. U.S. federal securities laws prohibit you and your organization from trading in any public security or making investment decisions about any public security on the basis of information included in these materials.

THIS DOCUMENT IS NOT A RECOMMENDATION FOR ANY SECURITY OR INVESTMENT. References to any portfolio investment are intended to illustrate the application of Empira AG's investment process only and should not be used as the basis for making any decision about purchasing, holding or selling any securities. Nothing herein should be interpreted or used in any manner as investment advice. The information provided about these portfolio investments is intended to be illustrative and it is not intended to be used as an indication of the current or future performance of Empira AG's portfolio investments.

AN INVESTMENT IN A FUND ENTAILS A HIGH DEGREE OF RISK, INCLUDING THE RISK OF LOSS. There is no assurance that a Fund's investment objective will be achieved or that investors will receive a return on their capital. Investors must read and understand all the risks described in a Fund's final confidential private placement memorandum and/or the related subscription documents before making a commitment. The recipient also must consult its own legal, accounting and tax advisors as to the legal, business, tax and related matters concerning the information contained in this document to make an independent determination and consequences of a potential investment in a Fund, including US federal, state, local and non-US tax consequences.

PAST PERFORMANCE IS NOT INDICATIVE OF FUTURE RESULTS OR A GUARANTEE OF FUTURE RETURNS. The performance of any portfolio investments discussed in this document is not necessarily indicative of future performance, and you should not assume that investments in the future will be profitable or will equal the performance of past portfolio investments. Investors should consider the content of this document in conjunction with investment fund quarterly reports, financial statements and other disclosures regarding the valuations and performance of the specific investments discussed herein. Unless otherwise noted, performance is unaudited.

DO NOT RELY ON ANY OPINIONS, PREDICTIONS, PROJECTIONS OR FORWARD-LOOKING STATEMENTS CONTAINED HEREIN. Certain information contained in this document constitutes "forward-looking statements" that are inherently unreliable and actual events or results may differ materially from those reflected or contemplated herein. Empira AG does not make any assurance as to the accuracy of those predictions or forward-looking statements. Empira AG expressly disclaims any obligation or undertaking to update or revise any such forward-looking statements. The views and opinions expressed herein are those of Empira AG as of the date hereof and are subject to change based on prevailing market and economic conditions and will not be updated or supplemented.

EXTERNAL SOURCES. Certain information contained herein has been obtained from third-party sources. Although Empira AG believes the information from such sources to be reliable, Empira AG makes no representation as to its accuracy or completeness.

THIS DOCUMENT IS NOT INTENDED FOR GENERAL DISTRIBUTION AND IT MAY NOT BE COPIED, QUOTED OR REFERENCED WITHOUT EMPIRA AG'S PRIOR WRITTEN CONSENT.