

TROTZ ÜBERBEWERTUNG VON WOHNIMMOBILIEN BESTEHT NOCH RESTPOTENZIAL FÜR INVESTOREN

STUDIE ZUR ÜBER- UND UNTERBEWERTUNG VON WOHN- IMMOBILIEN IN DEUTSCHEN STÄDTEN

SITUATION AM MARKT

Überdurchschnittlich steigende Kaufpreise erschweren es Investoren zunehmend in deutschen Großstädten Immobilienobjekte mit ausreichendem Renditepotenzial zu finden. Es ist von einer bald platzenden Immobilienblase, dem dafür verantwortlichen Niedrigzinsniveau und überbewerteten Immobilien die Rede. Über eine konkrete Definition des Begriffs „Immobilienblase“ besteht dahingehend kein öffentlicher Konsens. Auch über die ökonomische Ermittlung solcher

Preisverzerrungen geben viele Statistiken und Studien nur wenig Informationen preis. In dieser Studie werden Preisverzerrungen und damit einhergehende Interdependenzen zwischen deutschen Großstädten detailliert anhand eines ökonometrischen Verfahrens und statistischer Kriterien ermittelt. Weiterhin werden wirtschaftliche Zusammenhänge, die zu einer Über- oder Unterbewertung von Immobilien führen, detailliert erläutert.

DEFINITION VON ÜBER- UND UNTERBEWERTUNG

Das Hauptkriterium beim Erwerb von Immobilien zu Investitionszwecken ist, ob der Kaufpreis durch zukünftige Cashflows und den Wiederverkaufswert gerechtfertigt ist. Ist dies nicht der Fall, dann spricht man entweder von einer Über- oder Unterbewertung. Eine Fehleinschätzung liegt dann vor, wenn der Kaufpreis

das Einnahmepotenzial eines Objekts nur verzerrt widerspiegelt. Bei einer Unterbewertung unterschätzt der Kaufpreis das Potenzial einer Immobilie. Im Falle einer Überbewertung wird das Potenzial durch den Kaufpreis überschätzt.

Beide Formen der Preisverzerrung können negative Konsequenzen nach sich ziehen. Eine Unterbewertung kann in einer Unterschätzung der Attraktivität eines Investitionsobjekts resultieren. Wird ein solches Objekt nicht gekauft, da für Objekte mit attraktiven Cashflows üblicherweise höhere Preise verlangt werden, kann einem Investor eine erhebliche Rendite entgehen. Eine starke Überbewertung kann zu signifikanten Verlusten führen, wenn die Einnahmen hinter den Erwartungen zurückbleiben. Zusätzlich kann eine permanente Überbewertung eine Preisblase indizieren. Da beim Platzen einer Blase Preise abrupt nach unten korrigiert werden, sind Verluste schwer zu vermeiden.

Ein Problem bei der Ermittlung von Über- und Unterbewertung ist, dass sie in der Regel nicht zuverlässig durch einen Vergleich mit aktuellen Marktpreisen identifiziert werden kann. Ist zum Beispiel der Immobilienmarkt in einer Stadt insgesamt überhitzt und verzerrt, dann wird der Vergleich eines Objekts oder Stadtteils mit ähnlichen Objekten und Stadtteilen innerhalb derselben Stadt eine vorliegende Überbewertung nicht eindeutig aufdecken können.

AUFDECKEN VON VERZERRUNGEN AUF DEM IMMOBILIENMARKT

Eine mögliche Methode um Preisverzerrungen zu erfassen ist das sogenannte Fundamentalwertverfahren. Dabei werden beobachtete Marktpreise mit gerechtfertigten (fundamentalen) Preisen verglichen. Die 21st Real Estate GmbH entwickelte ein ökonometrisches Verfahren mit dem Fundamentalpreise numerisch simuliert werden können. Das Verfahren hat gegenüber statischen Ansätzen, die historische Cashflows mit Preisen vergleichen, den Vorteil, dass es auf erwarteten Cashflows basiert. Somit wird nicht nur der Ist-Zustand, sondern auch die Entwicklungsdynamik bewertet.

Die Grundlage der Methode ist eine aus der Finanzökonomie bekannte dynamische Asset-Preis-Gleichung. Hiernach ergibt sich der gerechtfertigte aktuelle Preis bzw. der Fundamentalpreis eines Assets aus dem abdiskontierten erwarteten, zukünftigen Preis

und den erwarteten, zukünftigen Mieteinnahmen. Basierend auf dieser Relation, die Preissetzungen über die Zeit miteinander verknüpft, wird ein strukturelles Modell entwickelt, womit sich alle für die Preissetzung relevanten Parameter simultan bestimmen lassen. Mit den geschätzten Parametern kann dann der zukünftige Cashflow für einen beliebigen Zeithorizont simuliert werden. Diskontiert man den erwarteten Cashflow ab, wobei der am Markt geltende durchschnittliche Diskontfaktor ebenfalls aus dem strukturellen Modell abgeleitet werden kann, ergibt sich ein Schätzwert für den Fundamentalpreis.

Das verwendete Verfahren hat mehrere Vorteile: Es kann auf einer beliebigen Ebene (Bundesland, Stadt, Kreis, Postleitzahl, das von 21st Real Estate entwickelte Kachelsystem, etc.) angewandt werden. Da der Fundamentalwert mit beobachteten Preisen ver-

glichen werden kann, erlaubt das Verfahren eine einfache Interpretation: Ist der Fundamentalwert höher als der Preis ergibt sich daraus eine Unterbewertungstendenz und umgekehrt. Hinzukommend kann der Fundamentalpreis für dieselbe Einheit (z. B. Stadt oder Postleitzahl) für mehrere Perioden berechnet werden. Somit kann zusätzlich zur aktuellen Über-

und Unterbewertung die Entwicklung der Bewertung evaluiert werden. Ein weiterer Vorteil ist, dass das strukturelle Modell eine Vielzahl von Preisdeterminanten berücksichtigen kann. Zeigt zum Beispiel eine Stadt Anzeichen dafür, dass ihr Wachstumspotenzial ausgeschöpft ist, kann dies in die Bewertung integriert werden.

BEWERTUNG VON GROSSSTÄDTEN IM ZEITABLAUF

Ein Anwendungsbeispiel ist die Bewertung von deutschen A-, B- und C-Städten. Abbildung 1 zeigt den Verlauf der durchschnittlichen Bewertungsdynamik in diesen Städten basierend auf dem von 21st Real Estate entwickelten Bewertungsindex, der beobachtete Preise und simulierte Fundamentalwerte in Beziehung

setzt. Zur Vereinfachung der Interpretation wurde der Index für 2004 auf 100 normiert, da, laut unserem Index, zu diesem Zeitpunkt A-Städte im Durchschnitt weder über- noch unterbewertet waren. Ein Anstieg repräsentiert gestiegenes Überbewertungspotenzial. Dabei wurden saisonale Schwankungen geglättet.

Durchschnittliche Entwicklung der Überbewertung in A, B, und C Städten

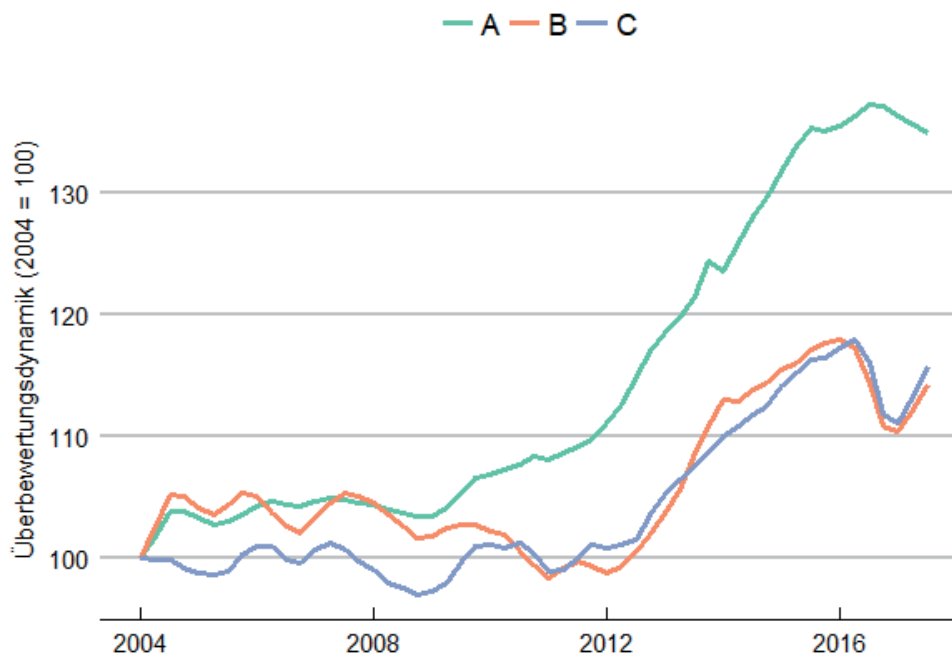


Abbildung 1: Überbewertungsdynamik

Laut der Fundamentalwertmethode ist in allen Städtgruppen das Überbewertungspotenzial signifikant höher als in der Referenzperiode 2004. Den stärksten Anstieg der Überbewertung verzeichnen A-Städte. B- und C-Städte entwickelten sich sehr ähnlich – die Entwicklung ist besonders gleichförmig seit 2012.

Untersucht man Brüche im Trendverlauf mit einer segmentierten Regression, dann kann festgestellt werden, dass in A-Städten die Überbewertung seit 2011 statistisch signifikant anstieg. Im Vergleich zur Entwicklung vor 2011 beschleunigte sich der durchschnittliche Anstieg auf ca. das 11-fache. Ab dem zweiten Quartal 2015 stabilisierte sich das Wachstum.

Im Unterschied zu A-Städten war der Wachstumsschub der Überbewertung in B- und C-Städten leicht verzögert. So stieg das Wachstum in B- und C-Städten erst am Anfang von 2012 bzw. im zweiten Quartal 2012 rapide an. Eine solche Dynamik entspricht den gängigen Erwartungen, wenn Investitionen zuerst in A-Städte und erst danach – nach einer gewissen Ausschöpfung von Renditen – in B- und C-Städte fließen. Approximiert man die Interaktion der Überbewertung zwischen A-, und B- und C-Städten durch ein lineares Modell, das allgemeine Renditen und kurzfristige Immobilienmarktrenditen berücksichtigt, dann zeigt sich eine statistisch signifikante Korrelation zwischen Immobilienrenditen in A-Städten und der Überbewertung von B- und C-Städten. Sobald die Immobilienrendite in A-Städten sinkt, steigt die Überbewertung in B- und C-Städten. Ein analoger Effekt von B- und C-Städten auf A-Städte lässt sich nicht feststellen. Die Überbewertung stabilisierte sich in B-Städten um 2014, während dies in C-Städten um 2015 geschah.

Die Überbewertungsdynamik ist stark korreliert mit der Entwicklung von Anleiherenditen im Euroraum. Durchschnittliche Renditen von Anleihen spielen eine Rolle, da ihr Absinken Ausweichreaktionen auslöst: Sinken sichere Anleiherenditen, orientieren sich Investoren auf andere als relativ risikoarm geltende Märkte

wie den Immobilienmarkt. Als Folge der steigenden Nachfrage steigen die Preise und – falls Mieteinnahmen nicht im Gleichlauf steigen – die Überbewertung. Da der Neubau von Gebäuden Zeit erfordert ist der Immobilienmarkt zusätzlich durch ein relativ inflexibles Angebot gekennzeichnet, was Überbewertungstendenzen begünstigt.

Abbildung 2 stellt die Entwicklung 10-jähriger Staatsanleihen im Euroraum (mit AAA-Rating) dar. Bis 2008 stiegen die Renditen. Mit dem Einsetzen der Finanzkrise 2007/ 2008 setzte auch ein Sinken der Renditen ein. Das Renditesinken beschleunigte sich mit der Ankündigung (und späteren Durchführung) von Anleihekäufen der EZB (2011 und 2015). Im dritten Quartal 2016 waren die Renditen sogar negativ. Das Timing der allgemeinen Renditenentwicklung und nachfolgende Ausweichreaktionen von Investoren auf den Immobilienmarkt sind konsistent mit der Überbewertungsdynamik in A-, B- und C-Städten.

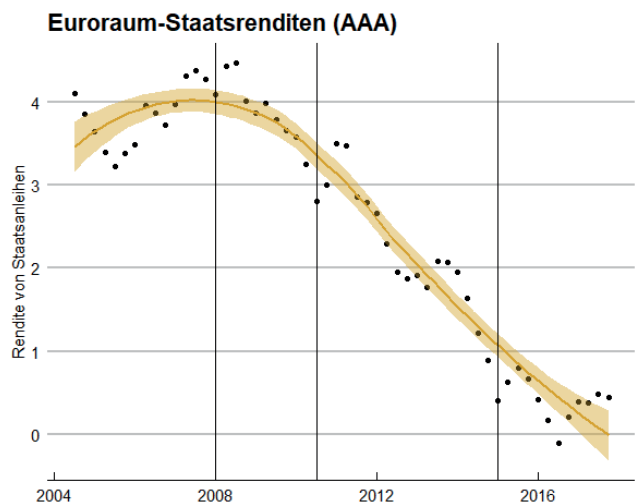


Abbildung 2: Entwicklung von Renditen

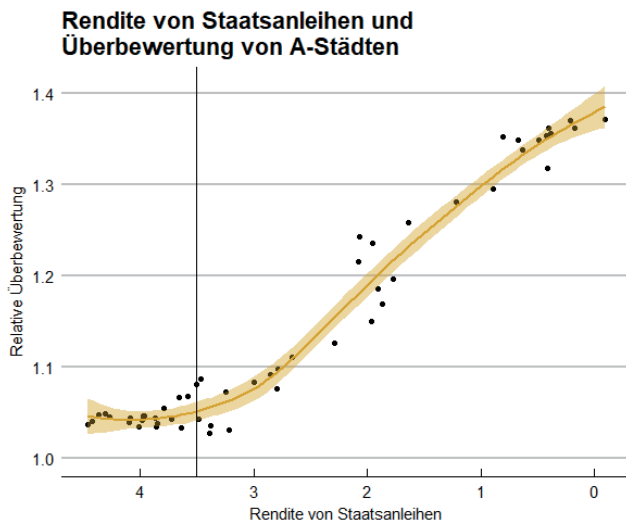


Abbildung 3: Renditen und Überbewertung

Insbesondere ist die Renditeentwicklung im Gleichklang zur Überbewertung von A-Städten. Wie Abbildung 3 entnommen werden kann, existiert kein signifikanter Zusammenhang zwischen der allgemeinen Rendite und Überbewertung, wenn die Rendite höher als 3,5 Prozent ist. Sinkt die Rendite jedoch über diese Grenze, was im Jahr 2011 das erste Mal der Fall war, dann steigt die Überbewertung in A-Städten.

AKTUELLER BEWERTUNGSSTAND

Betrachtet man den, aus der Fundamentalwertmethode abgeleiteten, aktuellen Stand der Überbewertung, wobei die Daten bis in das dritte Quartal 2017 hineinreichen, dann sind A-, B- und C-Städte tendenziell alle überbewertet. A-Städte sind stärker überbewertet als B- und C-Städte. Der Unterschied beträgt 10 – 16 Prozentpunkte und ist statistisch signifikant. Es existiert kein statistisch signifikanter Unterschied zwischen dem Überbewertungspotenzial von B- und C-Städten. Die Gruppe von C-Städten ist in ihrem Be-

wertungspotenzial heterogener als A- und B-Städte. Innerhalb von A-Städten können zwei Ausreißer identifiziert werden: München, das im Vergleich zur Gesamtgruppe relativ stark überbewertet ist, und Berlin, welches vergleichsweise schwach überbewertet ist. Innerhalb von B-Städten gibt es einen Ausreißer nach oben: Wiesbaden. Innerhalb von C-Städten können keinen statistischen Ausreißer identifiziert werden, was wahrscheinlich an der Heterogenität dieser Gruppe liegt.

Der Graph in Abbildung 4 verdeutlicht die Verteilung des Überbewertungspotenzials in Städten unterschiedlichen Typs. Wie eindeutig zu erkennen ist, dominiert in A-Städten eine starke Überbewertung. In B- und C-Städten ist eher eine moderate Überbe-

wertung die am häufigsten anzutreffende Kategorie. Weiterhin ist die Wahrscheinlichkeit einer sehr starken Überbewertung in A-Städten höher als in allen anderen Gruppen.

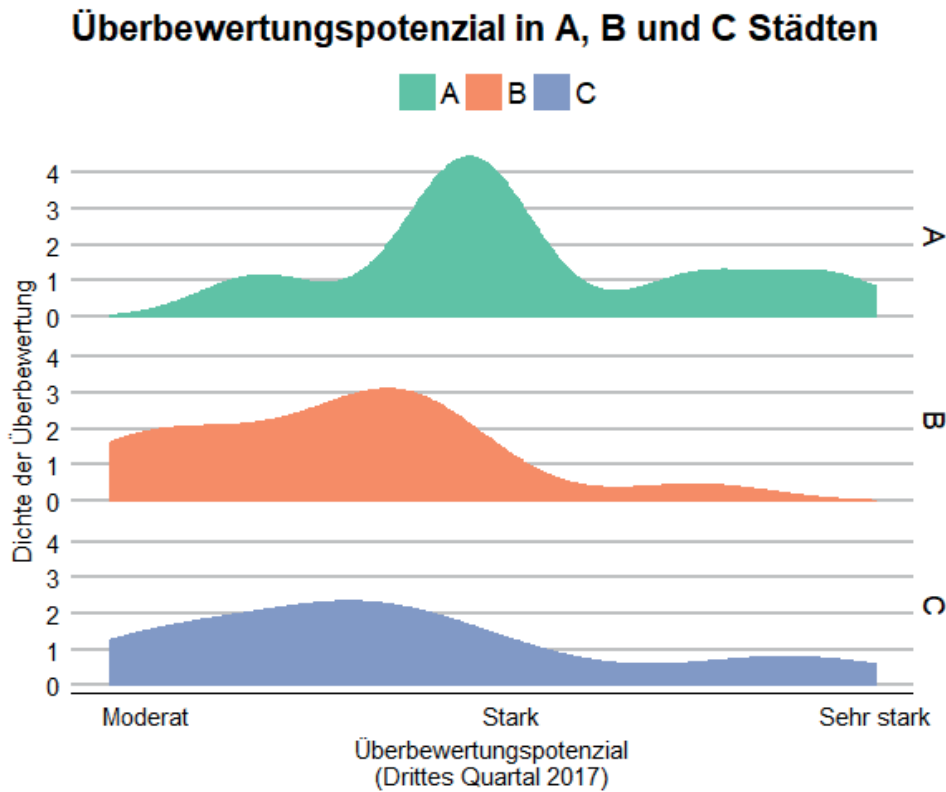


Abbildung 4: Verteilung der aktuellen Bewertung

DETAILLIERTE BEWERTUNG VON BERLIN UND MÜNCHEN

Jedoch gibt es selbst zwischen und innerhalb von A-Städten teilweise ausgeprägte Unterschiede im Überbewertungspotenzial. Ein Beispiel sind die zwei Ausreißer Berlin und München. Bezogen auf den gesamten Zeitraum war der Anstieg der Überbewertung

in München stärker als in Berlin. Zusätzlich erfolgte der Anstieg des Überbewertungspotenzials in München explosionsartig, was in Berlin nicht der Fall war. Die Dynamik der Überbewertung in den Städten Berlin und München ist in Abbildung 5 dargestellt.

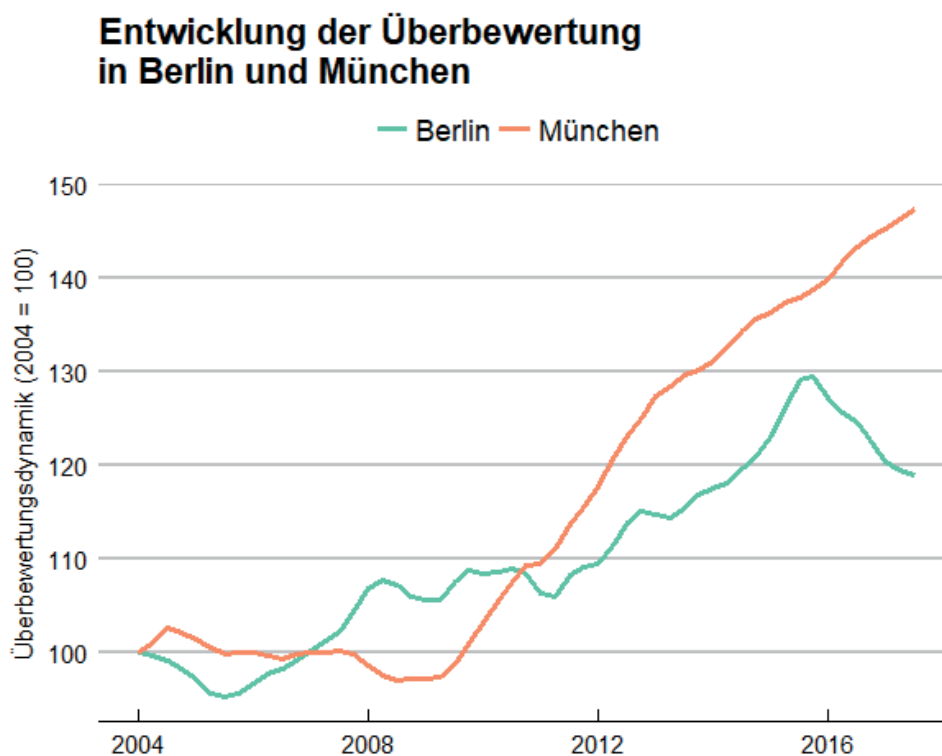


Abbildung 5: Überbewertungsdynamik in Berlin und München

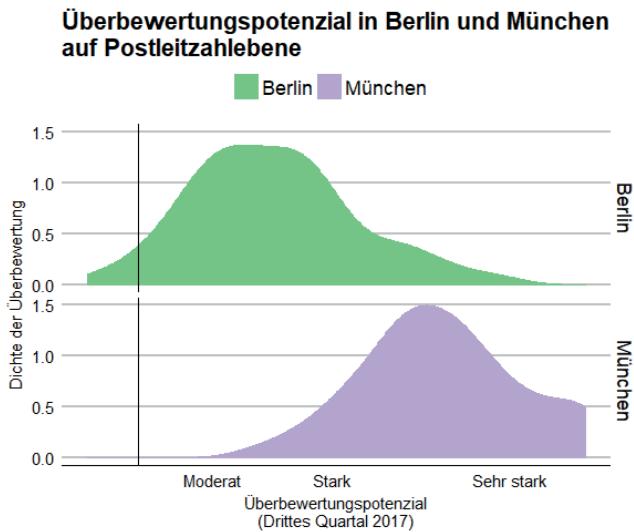


Abbildung 6: Verteilung der aktuellen Postleitzahlbewertung in Berlin und München

Ein Vergleich zwischen Berlin und München auf der Ebene von Postleitzahlen ergibt ein ähnliches Bild. Abbildung 6 stellt die Verteilung des Überbewertungspotenzials von Postleitzahlen in beiden Städten dar. Wie der Abbildung entnommen werden kann, dominiert in München eine starke bis sehr starke Überbewertung. Außerdem ist die Wahrscheinlichkeit, dass eine Postleitzahl unterbewertet ist – links von der vertikalen Linie – in München nahezu Null. In Berlin ist eine moderate bis starke Überbewertung die dominante Kategorie. Im Unterschied zu München existieren in Berlin durchaus noch Postleitzahlen, die ein Unterbewertungspotenzial aufweisen.

AUSBLICK

Sind Städte stark überbewertet, dann besteht die Gefahr, dass Preise in der Zukunft sinken werden. So lässt sich ein negativer Zusammenhang zwischen unserem Überbewertungsindex und den einjährigen Preiswachstumsraten in deutschen A-, B- und C-Städten feststellen. Wächst der Überbewertungsindex um einen Prozentpunkt, so verringert sich das zukünftige Wachstum um 0,3 Prozentpunkte. Dieser Zusammenhang bleibt selbst dann statistisch signifikant, wenn für Anleiherenditen, vorherige Immobilienrenditen, Anzahl von Kaufangeboten auf dem Immobilienmarkt und stadt-spezifische Effekte kontrolliert wird. Im Vergleich zu B- und C-Städten ist das Potenzial für sinkende Kaufpreise in A-Städten am stärksten

ausgeprägt, da dort eine hohe Überbewertung am häufigsten vorkommt. Jedoch gibt es selbst in der Gruppe der A-Städte signifikante Unterschiede. Ein Nachteil der Fundamentalwertmethode ist, dass sie den Wiederverkaufswert unterschätzen könnte, wenn sich Abnehmer hauptsächlich am aktuellen Markt ausrichten. Im Allgemeinen hängt die zukünftige Entwicklung von Immobilienpreisen unter anderem stark von der Entwicklung der Anleiherenditen ab. Sollten sich diese wesentlich erholen, dann wird dies zusätzlichen Druck auf die Preise ausüben und eine Preisminderung begünstigen. Solch ein Szenario ist recht wahrscheinlich, da die EZB angekündigt hat das Volumen ihres Anleihekaufprogramms zu halbieren.

ÜBER 21st REAL ESTATE GMBH

Die 2016 in Berlin gegründete 21st Real Estate GmbH ist ein Berliner Technologieunternehmen, das über Jahrzehnte IT- und Datenexpertise sowie über Transaktionserfahrung von mehreren Milliarden Euro verfügt.

Mit diesem Know-how entwickelt das Unternehmen innovative Produkte und IT-Services und transformiert Big Data zu relevanten Kennzahlen.

ANSPRECHPARTNER

Silvia Heinze
*Marketing & Communications
Manager*

Alexander Konon
Senior Data Scientist

Telefon: +49 (0)30 27 970 105
E-Mail: silvia.heinze@21re.de

Telefon: +49 (0)30 94 868 314
E-Mail: alexander.konon@21re.de