

## Mögliche Implikationen für die Immobilienwirtschaft im Zuge der Corona-Pandemie

Prof. Dr. Tobias Just, FRICS, Universität Regensburg und IREBS Immobilienakademie

Das Coronavirus SARS-CoV-2 hat mittlerweile weite Teile des öffentlichen Lebens in Europa lahmgelegt: Schulen und Universitäten werden (fast) europaweit geschlossen, Veranstaltungen werden abgesagt, Züge und Flugzeuge sind – falls nicht gestrichen – deutlich unterausgelastet, viele Unternehmen schicken ihre Mitarbeiter ins Homeoffice, innereuropäische Grenzen werden geschlossen. In den USA wurde inzwischen der Notstand ausgerufen.

All dies wurde vor zwei Wochen von vielen Menschen noch als sehr unwahrscheinlich eingeschätzt. Die sehr hohe Sterbewahrscheinlichkeit in Norditalien, die anhaltend steigenden Infektionszahlen, v. a. aber die Tatsache, dass nahezu alle europäischen Länder bis zuletzt einem sehr ähnlichen Trend bezüglich der Infektionsverläufe folgen – sozusagen mit wenigen Tagen Verzögerung demselben Verlauf wie Italien zu folgen scheinen –, haben ein Umdenken erzwungen.<sup>1</sup> An einem einzigen Tag (13.03.) starben in Italien 250 Menschen. Das sind 100 mehr, als in China gemäß den gemeldeten Daten an der Erkrankung auf dem Höhepunkt der Entwicklung starben, dreimal mehr als in Südkorea bisher insgesamt. Insofern ist es beruhigend, dass die Experteneinschätzungen von Virologen und Epidemiologen heute schwerer wiegen als noch vor zwei Wochen – auch in Deutschland. Und es ist auch beruhigend, dass der ökonomische Rat von Finanz- und Wirtschaftsminister eng befolgt wird.

Weil sich die Pandemie in Europa noch auf einem exponentiellen Wachstumspfad befindet, eine halbwegs verlässliche Aussage zur nachhaltigen Mortalitätsrate auch von Experten nicht gegeben werden kann, die vielfältigen Maßnahmenpakete der Regierungen zur Sicherung von Liquidität, Absicherung von Krediten und später wohl auch zur direkten Stabilisierung von Nachfrage auch nicht annähernd in ihrer Dimension und Wirkungsweise bewertet werden können, ist es offensichtlich illusorisch, zu erwarten, dass alle möglichen Implikationen für die Wirtschaft, Gesellschaft und folglich auch die Immobilienmärkte eingeschätzt werden können.

Tatsächlich hängen die kurz- und vor allem mittelfristigen Implikationen entscheidend von Faktoren ab, über die auch heute allenfalls spekuliert werden kann: Wird sich die Entwicklung im Sommer wie nach einer Grippe beruhigen? Wird es im Herbst eine neue, ähnlich ansteckende Corona-Welle geben? Werden die Antworten dann ähnlich ausfallen müssen wie aktuell, weil das Virus stark mutierte? Wurde ein wirksames Medikament oder ein Impfstoff gefunden? Wie reagiert die Staatengemeinschaft, wenn irgendwo auf der Welt ein

---

<sup>1</sup> Sehr eindrucksvoll zu den ähnlichen Trendverläufen in europäischen Ländern: <https://www.algebris.com/policy-research-forum/blog/covid-19-facts/>. Deutschland hat demnach in Bezug auf Italien nur eine Verzögerung von elf Tagen. Andere Auswertungen schätzen die Verzögerung auf neun Tage.

neues Virus beschleunigt Verbreitung findet? Auf keine dieser Fragen gibt es zum aktuellen Stand eine befriedigend beruhigende Antwort; daher sind sehr unterschiedliche Szenarien für die möglichen (immobilien-)wirtschaftlichen Zukünfte denkbar.

In den letzten zwölf Jahren war die aus einer regelrechten Krisenkaskade resultierende Unsicherheit gut für die Immobilienwirtschaft, da die Melange aus niedrigen Zinsen und hohem Bevölkerungs- und Beschäftigungsanstieg einen hohen Nachfragezuwachs induzierte. Das aktuelle Unsicherheitsniveau hat freilich neue Höhen erreicht: Wie stark die Unsicherheit zuletzt gestiegen ist, zeigt zum Beispiel der VSTOXX, also der Index, der die Volatilität des Eurostoxx-Aktienindex abbildet: Der VSTOXX erreichte im März 2020 Niveaus, die zuletzt im Herbst 2008 erzielt worden waren. Selbst während der Griechenland-Krise zappelte der Eurostoxx nicht so hektisch hin und her wie jetzt. Ist dies also gut für die Immobilienwirtschaft, weil die Immobilienanlage Sicherheit verspricht?

Es ist unwahrscheinlich, dass die gefühlte Gesetzmäßigkeit „hohe Unsicherheit ist gut für die Immobilienwirtschaft“ in der neuen Gemengelage aufrechterhalten werden kann, und zwar vor allem aus drei Gründen:

- 1) Die deutsche Wirtschaft hat bereits 2019 deutlich an Schwung eingebüßt. Eine wachsende Zahl an Ökonomen hat bereits vor der Corona-Krise über Fiskalimpulse laut nachgedacht – nein diese gefordert. Der Corona-Schock trifft die Wirtschaft also in einer Phase, in der sie nach langem Aufschwung empfindsam geworden ist.<sup>2</sup> Gleichzeitig scheinen die bis zuletzt rückläufigen Mietrenditen auf (fast) allen Immobilienteilmärkten zu implizieren, dass viele Investoren in ihren Ankaufsmodellrechnungen dauerhaft steigende Mieten unterstellten. Diese Argumentation ließ sich allenfalls in einem Umfeld ohne gesamtwirtschaftliche Risiken führen. Doch genau dies muss nun neu bewertet werden. Die Abfolge von Pandemie und freiheitsbeschränkenden Antworten ist ein gleichzeitiger Angebots- und Nachfrageschock. Die fiskal- und geldpolitischen Impulse mögen die kurzfristigen Lasten mindern, mehr aber auch nicht. Corona zwingt zu einer Neubewertung der Erwartungen.
- 2) Da die Beruhigung des öffentlichen Lebens nicht nur das Verarbeitende Gewerbe, sondern nun auch sehr viele Dienstleistungen betrifft (u. a. Tourismus, Messewesen, Gastronomie, Kultur, Verkehr, Handel), werden einige als besonders sicher eingeschätzte Branchen neu zu bewerten sein. Vermietungen werden daher zu Recht zu prüfen sein. In den letzten zehn Jahren standen die meisten dieser sicheren Branchen nicht in Frage.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Es werden aktuell die üblichen Buchstabenspiele zum Beschreiben der wahrscheinlichen Rezession aus der Schublade geholt: Die meisten Ökonomen vertrauen auf die Wirksamkeit der verordneten Medizin und vermuten eine V-Rezession – die Wirtschaft bricht heftig ein, erholt sich aber rasch wieder (die aktuell geschätzten Rückgänge des Bruttoinlandsprodukts um rd. 1% im Quartalsvergleich dürften bald kassiert werden, da diese Schätzungen noch vor den drakonischen Maßnahmen getätigt wurden). Die Auswirkungen für die Immobiliennachfrage wären im Falle eines ausgeprägten V dennoch überschaubar. Doch wie 2008 wird auch der L-Typ (und irgendwann sicherlich auch wieder der W-Typ) diskutiert.

<sup>3</sup> Kredite und Stundungen helfen auch nur dort dauerhaft, wo die Unternehmen nachhaltig eine auskömmliche Marge erwirtschaften werden, die eine Rückzahlung der Kredite zulässt.

- 3) Banken werden ihre Kreditkonditionen dann neu justieren müssen. Natürlich werden die Garantien der Regierung hier helfen, die akut heftigsten Anpassungen zu dämpfen. Doch Banken könnten das Ausfallrisiko einiger Dienstleistungen dauerhaft neu bewerten müssen. Die Immobilienfinanzierungen würden dann mittelbar über die Nutzungen neu bewertet werden müssen. Und dies in einer Phase, in der die Banken (aufgrund von Basel IV) sowieso eher höhere Margen für Immobilienfinanzierungen kalkulieren müssen. Kapital würde dann mittelfristig teurer; die staatlichen Rettungsmaßnahmen sind keine Dauerlösung.

Gemäß Daten von RCA ist das Immobilientransaktionsvolumen in Asien in den ersten Wochen 2020 um etwa 50% unterhalb des Volumens der Vorjahre geblieben; in Europa und den USA nicht. Es spricht vieles dafür, dass das Transaktionsvolumen in Europa in ähnlicher Weise einen Dämpfer für Wochen erhält, und es ist fraglich, ob diese Delle in den Folgequartalen ausgeglichen werden kann.

Hinzu tritt ein möglicherweise erst mittelfristig relevanter Effekt, der dann große Bedeutung erhalten wird, wenn die Unsicherheit tatsächlich nicht nur dieses Frühjahr anhält. Denn dann wird sich das Verhalten von Menschen und Unternehmen allmählich verändern. Die internationale Arbeitsteilung könnte etwas zurückgedreht werden, es könnte mehr Redundanz in die Wertschöpfungsketten eingebaut werden, um die Stabilität der Systeme zu erhöhen, etc. Die meisten dieser Anpassungen dürften zu höheren Transaktionskosten oder weniger Skalierungsmöglichkeiten führen und so erzwingen, dass Kosten an anderer Stelle reduziert werden müssen (oder die Kosten und Inflation steigen). Dies können Personalkosten (z. B. durch Digitalisierung), Prozesskosten (z. B. durch Digitalisierung) oder Standortkosten (z. B. durch Digitalisierung und Standortverlagerung) sein. Der Nettoeffekt für die Fertigungskosten ist offen. Sollte der Nettoeffekt positiv sein, d. h., sollten die Fertigungskosten also schneller steigen als im Status quo, dann wären höhere Inflationsraten zu erwarten.

Aus dieser Gemengelage würde für die Immobilienpreisbildung spürbarer Druck entstehen, weil erstens die Mieterwartungen bereits kurzfristig nach unten angepasst werden müssen, die Kosten tendenziell schneller steigen als bisher erwartet und die Zinsen (wohl allenfalls mittelfristig) tendenziell stärker steigen als bisher prognostiziert. Da hier als Status quo die Erwartungen vor der Corona-Krise als Referenz gewählt wurden, bedeutet dies nicht zwingend, dass die Zinsen wirklich steigen werden – schon gar nicht kurzfristig, und auch nicht, dass die Inflationsraten besorgniserregende Höhen erreichen werden. Doch es bedeutet, dass den Preiszuwächsen neue Schranken gesetzt werden. Je länger und heftiger die wirtschaftliche Pause weltweit greift, umso wahrscheinlicher und größer dürften zudem Fiskalprogramme ausfallen.

Institutionelle Anleger werden sich dann noch stärker auf Anleihen von Ländern guter Bonität stürzen. Es gäbe also (etwas) mehr Investitionsmöglichkeiten für institutionelle Anleger, und auch dies dürfte sich negativ auf die Immobilienpreisbildung auswirken.<sup>4</sup> Welche Immobilienklasse nun stärker oder weniger stark betroffen sein wird, hängt massiv von der Länge der

---

<sup>4</sup> Ob dieser Allokationseffekt groß ausfällt, hängt natürlich auch davon ab, wie nachhaltig institutionelle Investoren aus Aktien und Unternehmensanleihen Gelder abziehen.

aktuellen Welle, der Frequenz zukünftiger Wellen, der institutionellen Antwort auf diese Wellen, dem Maßnahmenpaket der Regierungen und insbesondere den Verschiebungen auf den Weltmärkten und in der Gesellschaft ab. Da hier die Unsicherheit mit der Granularität der Prognose zunimmt, dürften in Zukunft v. a. Flexibilität im Sinne von Adaptionsfähigkeit und damit verbunden Liquidität des Objekts wichtiger werden.

Und trotz all dieser plausiblen Belastungsfaktoren wäre es unzureichend, würde nicht auch darauf verwiesen, dass mittelfristig Lernprozesse die Wirtschaft – und dann auch die Immobilienwirtschaft – schützen dürften: In Singapur, Korea und Japan verliefen die Ansteckungskurven günstiger als in Europa, wahrscheinlich, weil diese Länder durch frühere Erfahrungen vorbereitet waren und rasch angemessen reagieren konnten.<sup>5</sup> In keinem dieser Länder wurden Immobilien dauerhaft als Anlageklasse in Frage gestellt, nachdem SARS oder MERS in Asien grassierten. Diese Erfahrung stimmt optimistisch, dass – bei aller berechtigten Sorge um die Gesundheit und auch die Wirtschaft – die stärksten Waffen des Menschen seine Lernfähigkeit und Anpassungsfähigkeit sind und dass diese auch in der aktuellen Krise Lösungen bieten. Wie stark und anhaltend die Immobilienmärkte in Deutschland belastet werden, hängt also auch von der institutionellen Lernfähigkeit hierzulande ab. Zwei rasche Lehren könnten sein, dass es erstens Themen gibt, bei denen wir die Frage nach der richtigen Zuständigkeit neu hochwerfen dürfen, und dass es zweitens Themen gibt, bei denen wir alle, die wir täglich die besten Fußball-Bundestrainerinnen, die besten Finanzministerinnen, die besten Zukunftsforscherinnen, die besten Erzieherinnen und die besten Zentralbankerinnen in einer Person sind, einfach den qualifizierten Experten vertrauen, damit keine wertvolle Zeit verloren wird.

## Prof. Dr. Tobias Just FRICS

IREBS Immobilienakademie GmbH  
Kloster Eberbach  
65346 Eltville  
Telefon: 06723 9950-30  
E-Mail: [tobias.just@irebs.de](mailto:tobias.just@irebs.de)  
[www.irebs-immobilienakademie.de](http://www.irebs-immobilienakademie.de)



Prof. Dr. Tobias Just FRICS ist Wissenschaftlicher Leiter und Geschäftsführer der IREBS Immobilienakademie und Lehrstuhlinhaber für Immobilienwirtschaft an der Universität Regensburg.

---

<sup>5</sup> In Italien sind (Stand 15.03.) rd. 410 infizierte Fälle je 1 Mio. Einwohner gemeldet; in Spanien sind es 167, in Deutschland 67. Und die Beschleunigungsphase ist noch nicht zu Ende. In Singapur liegt dieser Wert bei 39, in Japan sogar nur bei knapp 7. Für Südkorea werden zwar nun gegen Ende der Entwicklung 159 Fälle je 1 Mio. Einwohner ausgewiesen, die Sterblichkeit ist aber selbst zu diesem Zeitpunkt deutlich niedriger als aktuell in Italien oder Frankreich.