

Nach dem Corona-Schock: Auswirkungen von Liquiditätsengpass, Rezessionsbeginn und zunehmender Verschuldung auf die deutsche Immobilienwirtschaft

Wiesbaden, 20.05.2020

Professor Dr. Nico B. Rottke

I. Externe Schocks und Immobilienmärkte

Die meisten Virenpanidemien als auch Immobilienmärkte sind zyklischer Natur. Bei Viren ist dieses Phänomen zu beobachten aufgrund von sich nicht anpassenden menschlichen Immunsystemen oder sich anpassenden Virenstämmen respektive aufgrund von exogenen Umwelteinflüssen wie Temperatur, Luftfeuchtigkeit, Lichteinfluss oder dem veränderten menschlichen Verhalten und somit wegen der hierdurch ausgelösten Mutationen von Viren.

Bei Immobilien existiert das Phänomen v.a. aufgrund eines starren Angebotes und einer Nachfrage, die nur noch über Preise und nicht mehr über Mengen reagieren kann. Da sich dies im Zeitverlauf wieder ändert, entstehen die typischen vier Phasen eines Immobilienzyklus.

Zyklen lassen sich vor allem durch endogene, also system-immanente Mechaniken charakterisieren sowie durch exogene Schocks, häufig Einmalschocks, die das System beeinflussen und aus dem Gleichgewicht bringen, bis es mehrperiodig wieder zu einem solchen zurückfindet. Immobilienmärkte verhalten sich endogen wie ein biologisches System mit Mechaniken, die einen endogenen Zyklus ausbilden. Auf dieses System wirken z.B. exogene Einmalschocks, die, insofern in ihrem Auftreten und ihren Auswirkungen kaum einschätzbar, auch als „Schwarzen Schwäne“ bezeichnet werden – wie z.B. die Terrorattacken auf das World Trade Center in 2001 („9/11th“) oder aber auch der weltweite Ausbruch des Coronavirus Ende 2019 in Wuhan, China, und seine noch nicht absehbaren weltweiten Folgen.

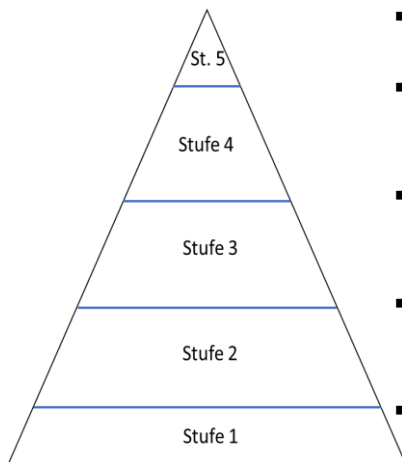
Das so skizzierte endogen-zyklische immobilienwirtschaftliche System ist zudem anfällig für spekulative Blasenbildungen, wenn also Preise Funktionen von Preisen werden, ohne dass es hierfür eine fundamentale Begründung gibt; und es ist ebenso Strukturrends (auch Megatrends genannt) ausgesetzt, also definitionsgemäß Veränderungen beeinflussender Variablen, wie bspw. der Demografie oder der Digitalisierung, von denen man ausgeht, dass sie einen langfristigen stetigen Einfluss von mehr als 50 Jahren haben.

Das immobilienwirtschaftliche Marktsystem lässt sich also beschreiben als endogen-zyklisches System („starres Angebot“), das von Marktübertreibungen („Spekulationsblasen“), von exogenen Schocks (im Extremfall „schwarze Schwäne“) und von Strukturrends („Megatrends“) maßgeblich beeinflusst wird und sich so zu Marktgleichgewichten findet, die sich im Zeitverlauf, je nach Natur der vorskizzierten Einflüsse, verändern.

Immobilien werden häufig anhand des Wertes ihrer „Steine und Mörtel“ beurteilt, doch ist dies sicherlich eine Fehleinschätzung: Nicht die „Hülle“ macht den Wert einer Immobilie aus, sondern die „Nutzung deren Hohlraums“. Diese Nutzung spiegelt sich im Mietvertrag und dessen Höhe wider. Der Mietzins kann bedient werden, da Privatpersonen und Unternehmen in der Lage sind, aufgrund ihres Geschäftsmodells mit demselben genügend Eigenkapitalrentabilität zur Bedienung zu erwirtschaften.

Ein Mensch handelt nicht rein rational als „homo oeconomicus“, sondern v.a. aufgrund seiner menschlichen Bedürfnisse, die hierarchisch gegliedert werden können (bspw. nach Abraham Maslow; 1943). So fasst dies Diaz schon 1987 zusammen und beschreibt menschliches Verhalten als den eigentlichen „Kern der Immobilienwirtschaft“. Und menschliches Verhalten findet im Durchschnitt zu über 90% in Immobilien statt; denn wie das Urban Land Institute feststellt, sind Immobilien die Stätten, in denen wir leben, arbeiten, studieren, spielen, einkaufen oder der Religion nachgehen.

Die Hierarchieelemente der menschlichen Bedürfnisse lassen sich pyramidal gliedern. Je existenzieller sie sind, desto eher finden sie sich im Boden der Pyramide verankert; je mehr sie Richtung Selbstverwirklichung und dem Streben nach Erkenntnis gehen, desto mehr finden Sie sich in der Spitze der Pyramide wider, wobei zu beachten ist, dass die oben Stufen von dem Vorhandensein der unteren Stufen der Pyramide abhängen. Die Stufen lassen sich wie folgt nach Maslow gliedern:



- **Bedürfnis nach Selbstverwirklichung (Stufe 5)**
(bspw. Wunsch, das eigene Potential auszuschöpfen)
- **Individualbedürfnisse (Stufe 4)**
(bspw. Vertrauen, Wertschätzung, Selbstbestätigung, Erfolg und Unabhängigkeit)
- **Sozialbedürfnisse (Stufe 3)**
(bspw. Familie, Freundschaft, Gruppenzugehörigkeit, sozialer Austausch, Beziehung, Zuneigung, Liebe und Intimität)
- **Sicherheitsbedürfnisse (Stufe 2)**
(Sicherstellung von bspw. körperlicher Sicherheit, materieller Grundsicherung, Arbeit, Wohnung, Familie, Gesundheit)
- **Grund- & Existenzbedürfnisse (Stufe 1)**
(bspw. Nahrung, Wasser, Witterungsschutz)

Es lässt sich beispielhaft festhalten, dass ein Mensch, der Hunger leidet (Stufe 1), sich weniger bis gar nicht dem Streben nach Selbstverwirklichung (Stufe 5) hingeben wird. Laut Maslow kommen i.ü. weniger als 2% der Weltbevölkerung jemals in den Genuss, sich in diese 5. Stufe zu begeben.

Da menschliche Bedürfnisse Grundlage der Geschäftsmodelle eines jeden Unternehmers, Unternehmens und einer jeden unternehmerischen Idee sind, sind sie indirekt verantwortlich für die Marktbeurteilung von Immobilien, da Menschen durch ihre Geschäftsmodelle, deren Nutzen in den Räumlichkeiten umgesetzt wird, erst Mietverträge eingehen, oder in der Lage sind, diese zu bedienen. Diese Bedürfnisse, vor denen die aktuellen Mietverträge stehen, bestimmen letztlich den Wert einer Immobilie. Wenn solche Bedürfnisse unvermittelt in Frage gestellt werden, wie in der aktuellen Coronakrise der Fall, in der das Sicherheitsbedürfnis nach Gesundheit nicht mehr gewährleistet ist, können sich offenbar auch unvermittelt Verkehrswerte von Immobilien ändern, je nachdem, welche Abhängigkeit die diversen Immobilienarten von dem jeweiligen Bedürfnis, hier Gesundheit, vorweisen. Somit lässt sich als **Zwischenfazit** festhalten:

Menschliche Bedürfnisse gehören über die Geschäftsmodelle ihrer Nutzer zu den wesentlichen Werttreibern von Immobilienverkehrswerten in zyklischen Immobilienmärkten.

II. Wirtschaftliches Handeln und der Primat der Mathematisierung und Ökonometrisierung

In Phasen der Unsicherheit wie der jetzigen wenden sich Gesellschaft und Industrie gerne an die Wissenschaft mit Bitte um Antworten und Vorhersagen bzgl. der Zukunft, so auch in den Wirtschaftswissenschaften.

Diese, also die Betriebs- und die Volkswirtschaftslehren, leiden allerdings seit mehreren Dekaden aufgrund der Abwesenheit eines echten Theoriefundaments an einer „Über-Mathematisierung“ und „Über-Ökonometrisierung“: Um in den herkömmlichen Wissenschaften bestehen zu können, entleihen beide Disziplinen mathematische Methoden aus anderen Disziplinen, während die Physik sich bspw. bereits hiervon wieder abwendet. So gilt nur noch als valide und sinnhaftig, was in Formeln gegossen und analysiert werden kann. Es besteht sogar eine gewisse Angst, überhaupt Aussagen ohne empirische Daten zu treffen, seien die Zeitreihen auch noch so kurz (und damit kaum aussagefähig). Es wird vergessen, dass gerade die Ökonometrie immer nur in die Vergangenheit blickt, und Prognosemodelle daher nur dann sinnhaftig sind, wenn Systemvariablen, die im Fokus stehen, in der

Vergangenheit auch bereits enthalten waren, was nun bei „schwarzen Schwänen“ wie dem Coronavirus nicht der Fall ist: Wenn das unvorhergesehene Ereignis noch nicht in den „Daten steckt“, kann man mit dem Blick zurück schlecht eine Aussage über die Zukunft treffen. Das hat auch das Beraterhaus JLL erkannt und am 19. Mai 2020 bekannt gegeben, aufgrund der fehlenden verlässlichen aktuellen Prognostizierbarkeit keine europäische Büromarktprognose für 2020 Q1 herauszugeben, und die berühmte JLL-Immobilienuhr für diesen Markt auf dem 31.12.2019 „einzufrieren“.

Es ist vergleichsweise einfach, sich auf Mathematik und Ökonometrie zu berufen, da die entsprechende Forschung einen sehr großen Teil der Diskutanten ausschließt und einen kleinen „Klub“ verbleiben lässt, der sich um diese quantifizierbaren Risiken im Modell beschäftigt – oft wird übersehen, dass diese Modellarbeiten mit Annahmen unterlegt sind, die fernab der Realität sind (vgl. die Abwesenheit der Variable „Finanzierung“ in der Finanzkrise oder die Rückbesinnung auf Grundbedürfnisse in der Coronakrise). Auch bestehen diese Annahmen sicherlich zu > 98% aus nicht quantifizierbarer Ungewissheit und eben nicht aus quantifizierbarem Risiko. Angewandt auf den aktuellen Sachverhalt bedeutet dies:

Dieser Art gestalteter „Prognosen“ kommen immer zu spät. Ich schaue nicht in die Zukunft, sondern in die Gegenwart aufgrund von Modellen der Vergangenheit, die die neuen Variablen nicht enthalten können wegen zu kurzer Datenhistorie. Bsp.: Noch Anfang März 2020 waren deutsche Flughäfen für COVID19-Hot-Spot-Länder weiterhin geöffnet und Reisende wurden weder untersucht noch mussten sie Atemschutzmasken tragen im Vertrauen auf Aussagen und Datenanalysen der WHO, China und des Irans.

Heuristiken dagegen spiegeln die Realität der Ungewissheit wider und erlauben ein schnelles Handeln sowie eine Fehlerkultur für die schnelle Korrektur fehlerhaften Handelns. Dafür ist eine Kenntnis der Systemmechanik, hier von Immobilienmärkten, notwendig und unabdingbar. Die Vergangenheit der Finanz- und Wirtschaftskrisen zeigt deutlich: Warum Zahlen am aktuellen Ist-Rand und den hierauf aufbauenden Prognosen verzweifelt lesen, wenn seit 800 Jahren europäischen Wirtschaftens immer wieder die gleichen Muster in Krisensituationen auftreten (siehe bspw. Reinhart/Rogoff; Acht Jahrhunderte Finanzkrisen; 2013)?

Somit lässt sich als **Zwischenfazit** festhalten: **Besser ist es, auf die Systemmechanik zu fokussieren und diese zu verstehen als auf wenig belastbare IST-Zahlen ohne längerfristigen Zeitreihenverlauf zu vertrauen.**

III. Irrelevanz von Genese, Art und Ursächlichkeit: Systemstabilitätstest von Geschäftsmodellen

Exogene Schocks wie die Corona-Pandemie lassen deutlich werden, dass es (rein wirtschaftlich) als solches nicht in erster Linie auf die Art des Schocks selbst ankommt, sondern auf die Architektur des jeweiligen Wirtschaftssystems und die Stabilität des jeweiligen individuellen Geschäftsmodells. Deshalb kann hier natürlich auch nicht von „Disruption“ die Rede sein, da hier ja keine vormals gesunden Geschäftsmodelle durch eine stark wachsende Innovation abgelöst werden, sondern alle bestehenden Geschäftsmodelle in Bezug auf einen exogenen Schock auf ihre Tragfähigkeit und ihre Systemstabilität hin durch den Markt selbst geprüft werden. So wirkt die Verbreitung des Coronavirus auf die Industrien wie ein medizinisches Hochenergie-Trauma auf das gesamte Wirtschaftssystem und es stellen sich fragen wie:

- „Ist der exogene Schock wirklich ursächlich verantwortlich für meine Herausforderungen, oder hat das Geschäftsmodell vorab schon gekrankt?“
- „Ist mein Geschäftsmodell anhand der richtigen stetig steigenden Strukturrends ausgerichtet oder befinde ich mich in schrumpfenden, sterbenden Märkten oder Regionen?“
- „Ist mein Geschäftsmodell mit genügend Eigenkapital hinterlegt, um exogene Schocks zu überleben?“
- „Ist mein Geschäftsmodell zu risikoreich Fremdkapital-gehebelt?“

- „Ist mein Geschäftsmodell in der Risiko-Rendite-Relation angemessen aufgesetzt? Bin ich mir im Klaren, in welchem Risikoumfeld ich mich bewege? Habe ich bis zur Krise bereits Risikomanagement durchgeführt in dem Wissen, welche Reaktion mein Modell auf Krisen aufzeigen wird und wohin dies mein Geschäftsmodell führt?“
- „Bin ich in der Lage, angemessen und schnell auf das neue Umfeld zu reagieren in Bezug auf Dauerschuldverhältnisse wie Finanzierungs- und Mietverträge oder Personal(kosten)“?

Die Corona-Pandemie ist daher gehend bemerkenswert, dass sowohl die Angebotsseite (bspw. Einstellen der Produktion im Automobilsektor; das Einstellen der Besichtigungen für Ankaufprüfungen im Immobiliensektor etc.) als auch die Nachfrageseite (bspw. Verschieben von Investitionsgüterkäufen aufgrund von Unsicherheit über künftigen Arbeitsplatz) herbe Rückgänge in den Monaten März bis mindestens Juni 2020 zu verzeichnen hat. Dies wird im Negativen bei sehr vielen unterkapitalisierten (instabilen) Geschäftsmodellen – trotz der beachtenswerten und zügigen Regierungsmaßnahmen (bspw. COVID-19-Insolvenz-Aussetzungsgesetz oder Änderungen des §240 BGB, §2, temporäre Beschränkung der Kündigung von Mietverhältnissen oder §3 temporäre Regelungen im Darlehensrecht) mittelfristig zu Insolvenzwellen oder sehr hohen Verschuldungen führen. Im Positiven führen solche exogenen Schocks zum Vorziehen von Innovationsleistung aufgrund der Alternativlosigkeit wie bspw. der Einführung und Nutzung von Online-Meetings, Home-Office-Nutzung, Naturschutz-Fokus etc.

Die Auswirkungen auf die Industrie im Allgemeinen lassen sich dabei an mehreren Ankerpunkten festmachen, die typisch für einen überwältigenden Teil an nationalen und internationalen Krisensituationen waren und die vor allem in Bezug auf Ihre Fristigkeit eingeschätzt werden müssen (kurzfristige Ad-hoc-Maßnahmen versus langfristige Auswirkungen):

Schocksituation

Nachdem die Situation in Deutschland durch das verantwortliche Robert-Koch-Institut (RKI) im Januar des Jahres 2020 aufgrund von Meldungen aus China und der WHO noch unterschätzt wurde, wurde ab Mitte Februar das weltweite wirtschaftliche Ausmaß der Pandemie in den Grundzügen klar:

Dies wird am Beispiel der Börse sehr deutlich: Vom 19. Februar bis 18. März 2020 verlor der DAX30 38,8% oder ca. 5450 Punkte respektive ca. 550 Mrd. EUR seines Wertes innerhalb von nur 4 Wochen respektive von nur 20 Börsentagen. In diesen 20 Börsentagen wurde der Wertzugewinn des DAX30 der vergangenen 6 Jahre und 7 Monate vaporisiert.

Lockdown, Liquiditätskrise und rechtliche Gegenmaßnahmen

Aufgrund der rapiden Schocksituation innerhalb weniger Wochen von prosperierender Wirtschaftsleistung zum Kontaktverbot vom 23. März 2020 hat sich innerhalb kürzester Zeit die Notwendigkeit zu umfassenden Maßnahmen ergeben, die der Gesetzgeber am 27. März 2020 rückwirkend zum 01.03.2020 beschlossen hat, u.a. mit dem COVInsAG¹, dem GesRuaCOVBek² oder dem COVFAbG.³

Dies soll dazu beitragen, im Zeitraum vom 1. April 2020 bis zum 30. September 2020 die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie aufzufangen in Bezug auf bspw. die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht, das Abhalten von Gesellschaftsversammlungen auf elektronischem Weg oder aber in Bezug auf ein Moratorium für Verbraucher, Kleinst- und Kleinunternehmer, Leistungen aus Verträgen, die ein

¹ Gesetz zur vorübergehenden Aussetzung der Insolvenzantragspflicht und zur Begrenzung der Organhaftung bei einer durch die COVID-19-Pandemie bedingten Insolvenz (COVID19-Insolvenzaussetzungsgesetz - COVInsAG).

² Gesetz über Maßnahmen im Gesellschafts-, Genossenschafts-, Vereins-, Stiftungs- und Wohnungseigentumsrecht zur Bekämpfung der Auswirkungen der COVID-19-Pandemie GesRuaCOVBek.

³ Gesetz zur Abmilderung der Folgen der COVID-19-Pandemie im Zivil-, Insolvenz- und Strafverfahrensrecht (COVFAbG).

Dauerschuldverhältnis darstellen, bis zum 30. September zu verweigern („Stundung“), soweit sie auf die Pandemie zurückzuführen sind. So können in dieser Zeit bei diesen Voraussetzungen Mietverhältnisse und Darlehensverträge bei Leistungsaussetzung nicht gekündigt werden.

Wirtschaftliche Gegenmaßnahmen

Zum Vergleich: In der Weltwirtschaftskrise von 1929 fiel in der deutschen Weimarer Republik das Bruttoinlandsprodukt um 6,7%. Die Konjunkturprognose für 2020 sieht für Deutschland mit negativen 6,3% (statt positiven 1,3% = 7,6%) einen ähnlichen Wert vor. In konstanten Preisen von 2005 betrug das deutsche BIP 1925 311 Mrd. EUR und 2012 ca. 2.470 Mrd. EUR. In 2012er Preisen betrug das BIP in 2012 ca. 2.644 Mrd. EUR und das geschätzte BIP für 2019 (in 2019er Preisen) ca. 3.440 Mrd. EUR.

Im Gegensatz zu 1929 hat sich die Bundesregierung jedoch nicht zu einem rigiden Sparkurs, sondern zu einem Keynesianischen „deficit spending“ entschlossen, um der aktuellen Situation zu begegnen. Das beschlossene Gesamtpaket ist in Größe einmalig und stellt selbst die Maßnahmen der Finanzkrise in den Schatten (die sich auch nicht an den Realsektor richteten, sondern an den Finanzsektor):

Der Bund stellt mit insgesamt 353,3 Mrd. EUR das größte Hilfspaket in der Geschichte Deutschlands zur Verfügung und gewährt zusätzlich 819,7 Mrd. EUR an Garantien, zusammen also fast 1.200 Mrd. EUR oder ca. 35% der aktuellen deutschen jährlichen Wirtschaftsleistung. Dazu muss er von der 2009 beschlossenen Schuldenbremse abweichen, um diese Mittel zu finanzieren. So wurden im 2020er Nachtragshaushalt 122,5 Mrd. EUR an Mitteln für zusätzliche Maßnahmen gegen die Corona-Krise freigegeben; dies erhöht den Haushalt von 362 Mrd. EUR um ca. 34% auf 484,5 Mrd. EUR.

Hier ist eine Neu-Kreditaufnahme des Bundes i.H.v. 156 Mrd. EUR (= ca. 2.000 EUR pro Bundesbürger) notwendig – das entspricht in etwa der Schuldentrückführung Deutschlands der letzten 5 Jahre (vor diesen – also zeitlich die Jahre 6 bis 10 – wurden mit einem Jahr Ausnahme keine Schulden zurückgeführt). Dieses Keynesianische „deficit spending“, refinanziert durch institutionelle und private Investoren durch vornehmlich Staatsanleihen, geschieht glücklicherweise aufgrund der aktuellen Zinssituation zu marginal niedrigen, respektive ggf. sogar negativen Zinsen. Trotzdem ist die Summe von 156 Mrd. EUR selbstredend enorm hoch und wird nur über viele Jahre respektive Jahrzehnte abgebaut werden können. Zum Vergleich:

2019 sank die deutsche Staatsverschuldung mit 2.053 Mrd. EUR erstmals wieder mit 59,8% unter 60% des deutschen BIP („Maastricht-Hürde“). Aufgrund der Finanzkrise war diese Ratio 2010 sogar auf 82,4% hochgeschwungen. Diese Krise war also gerade erst nach 10 Jahren in Rekordzeit in Bezug auf die Staatsverschuldung – die 1990 noch 538 Mrd. EUR, 2000 schon 1.211 Mrd. EUR und 2010 schon 2.012 Mrd. EUR betrug – abgebaut worden.

Bis Ende des Jahres 2020 wird derzeit wieder eine Staatsschuldenquote von ca. 75% prognostiziert. Man darf nicht vergessen, dass es hier nicht nur einen „Zähler“- , sondern v.a. auch einen „Nenner“-Effekt gibt: die Verschuldungsratio sank in den letzten Jahren deshalb um über 20%, da sich die Wirtschaftsleistung überproportional erfreulich entwickelte – und nicht, weil ein so hoher Schuldenberg getilgt worden war. Leider wurde somit das hervorragende Wirtschaften seit 2010 konterkariert – respektive glücklicherweise gab es ein Polster der letzten 10 Jahre, von dem jetzt gezehrt werden kann.

Aus dem Hilfspaket von 353,3 Mrd. EUR wird unter anderem wie folgt investiert:

- 7,5 Mrd. EUR für die Sozialversicherung
- 50 Mrd. EUR Soforthilfe für Selbständige und KMU
- 200 Mrd. EUR Wirtschaftsstabilisierungsfonds (50% Kapitalmaßnahmen, 50% KfW-Refinanzierung) zzgl. 400 Mrd. EUR an Garantien

Schließlich plant auch die Europäische Union neben bereits zugesagten 500 Mrd. EUR mit einem sog. „Wiederaufbaufonds“ weitere gemeinschaftliche Maßnahmen: Deutschland und Frankreich verkündeten am 18. Mai 2020, dass sie der EU vorschlagen möchten, dass die EU Kommission an den Kapitalmärkten zusätzlich 500 Mrd. EUR Kapital (sodann insgesamt 1.000 Mrd. EUR) aufnimmt als

Konjunkturprogramm v.a. für Südeuropa und die am meisten betroffenen Industriesektoren. Die Rückzahlung übernehmen die Nationalstaaten; Deutschland wäre mit einer Quote von 27% beteiligt, was einer Zusage von weiteren 135 Mrd. EUR für Deutschland gleichkommt. Besonders ist hier, dass es innerhalb von Europa so zu einer Umverteilung Richtung Südeuropa kommen wird und die Mittel nicht als Darlehen, sondern als Zuschüsse ausgereicht werden sollen – und es somit erstmals in der EU-Geschichte zu gemeinsamen Schulden im großen Umfang käme.

Das EU-Paket von 1.000 Mrd. EUR (das über mehrere Jahre um weitere 2.000 Mrd. EUR ergänzt werden soll durch EU-Haushaltsmittel, nationaler Maßnahme und Garantien) beträgt so insgesamt 3.000 Mrd. EUR und ist im Verhältnis zu ca. 14.000 Mrd. EUR EU-BIP in 2019 zu betrachten – und damit von seiner Dimension ebenfalls einmalig. Zum Vergleich: der EU-Haushalt 2020 beträgt ca. 168 Mrd. EUR.

Allerdings müssen diese Maßnahmen noch von den Parlamenten aller 27 Mitgliedstaaten einstimmig beschlossen werden und stehen, aufgrund ihrer Natur als Zuschüsse, derzeit in der Kritik.

Folgen des Lockdowns: Wirtschaftskrise und aufkommende Rezession

Vorgenannte regulatorische Maßnahmen und Hilfspakete wurden umgesetzt, um vor allem Arbeitnehmer und Kleine- und Mittelständische Unternehmen (KMU) in der Krise zu schützen, um so Insolvenzwellen wegen fehlender Liquidität zu vermeiden – so darf man bspw. nicht unterschätzen, dass etwa ein Drittel aller Deutschen lediglich eine Zeitspanne von vier bis sechs Wochen bei kompletten Abriss aller Zahlungszuströme, v.a. Gehalt, zur Verfügung hat, bevor eine direkte Illiquidität einsetzt.

Dies erklärt, warum die vorgenannten Maßnahmen in diesem Umfang dimensioniert sind, da ansonsten nicht nur angebotsseitig ein kaum reparabler Schaden für die deutsche Volkswirtschaft entstünde, sondern vor allen Dingen auch nachfrageseitig. Einen erneuten Lockdown von bspw. weiteren zwei Monaten würde die deutsche Wirtschaft angebots- und nachfrageseitig kaum oder nur sehr schwer beschädigt überstehen, trotz der zuvor geschilderten hervorragenden Ausgangssituation.

Von daher sind die vorgenannten Maßnahmen in Gänze nachvollziehbar und auch wünschenswert, und es wird deutlich, dass (aus wirtschaftlicher Perspektive) einer weiteren, zweiten Corona-Welle nicht mit einem zweiten Lockdown begegnet werden kann, ohne massivste langfristige Collateralschäden zu produzieren.

Überschuldungsszenario und Situation der Finanzindustrie

Fast sieben Mio. Privatpersonen, das sind ca. 10% der Menschen über 18 Jahre, galten in Deutschland laut Creditreform in 2019 als überschuldet. Arbeitslosigkeit, Scheidung, (zu) hohe Konsumausgaben inklusive Kosten für Energie und Wohnen werden als ursächliche Gründe genannt.

Die Verschuldungssituation erreicht also nicht nur für den Staat, sondern auch für Privatpersonen bedenkliche Ausmaße. Eine Ausnahme bilden (derzeit noch) die deutschen Unternehmen: Deren Verschuldung ist gemäß Creditreform Stand 2017 nicht besorgniserregend, da fast die Hälfte der Unternehmen mehr Eigen- als Fremdkapital aufweist. Bei weiteren ca. 20% der Unternehmen ist das Verhältnis von Fremdkapital und Eigenkapital noch angemessen, in dem Sinne, dass hier die Schulden höchstens doppelt so hoch wie die Eigenmittel sind. Lediglich bei etwa 10% der Unternehmen muss ein kritisch hoher Verschuldungsgrad attestiert werden (2009: 15,8 Prozent), da diese Firmen ihre Vermögenswerte zu einem Großteil mit Fremdkapital finanziert haben und diese nur bei stabil hohen Erträgen ihren Schuldendienst bedienen können.

Es ist damit zu rechnen, dass durch die Dimension der Coronakrise der Verschuldungsgrad von Staat, Privatpersonen und Unternehmen bisher noch nicht gekannte Ausmaße erreicht. Doch werden Privat- und Unternehmensinsolvenzen aufgrund der Auffangmaßnahmen erst zeitverzögert stattfinden.

Auswirkungen auf das Bankensystem werden sich sicherlich erst nach Beendigung der Maßnahmen in 2021ff. zeigen (zusammenfallend mit der Richtung der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland, die wiederum v.a. von der in bspw. Südeuropa abhängig ist).

EZB-Maßnahmen

Auch die EZB Ergriff drastische Maßnahmen der Gegensteuerung. War die EZB-Präsidenten Christine Lagarde zu Beginn der Krise noch der Überzeugung, es dürfe kein „Whatever-it-takes-2.0“ geben, so änderte sie ihre Ansicht im Verlauf der Krise.

Von 2008 bis 2015 kaufte die europäische Notenbank ca. 2.600 Mrd. EUR an Anleihen auf. Derzeit hält sie noch ca. 2.200 Mrd. EUR an Staatsanleihen. Am 19. März 2020 nun avisierte die EZB-Präsidentin ein Anleihekaufprogramm in Höhe 750 Mrd. EUR (PEPP-Programm) für 2020. Frau Lagarde unterstrich, dass sie bereit sei, Mittel zur Verfügung stelle, für die „es keine Grenzen“ gäbe; gemäß Plan können dies derzeit bis zu 100 Mrd. EUR pro Monat sein – und damit deutlich mehr, als die 30-80 Mrd. EUR pro Monat ihres Vorgängers Mario Draghi. Das PEPP-Programm könne sowohl zeitlich als auch im Volumen weiter ausgedehnt werden. Ebenso wurde für Kreditinstitute das sog. PELTOR-Programm ins Leben gerufen, um Banken trotz höherer Ausfallraten zur Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte zu animieren.

So versucht die EZB den Markt mit Liquidität zu versorgen, um der wirtschaftlichen Schrumpfung der EU von geschätzten fünf bis 12% für 2020 entgegenzuwirken. Auch diese Maßnahme soll und wird Wirkung entfalten, ist jedoch teuer erkaufte: So hat die EZB ihre Bilanzsumme von ca. 1.000 Mrd. EUR in 2006 auf ca. 5.200 Mrd. EUR für Ende 2020 (Prä-Corona-Schätzungen) mehr als verfünffacht – und es stellt sich unweigerlich die Frage nach einer Inflationsgefahr.

Diese stellte sich entgegen allgemeiner Einschätzung in 2008ff. nicht ein, da die zu dieser Zeit investierten Mittel der EZB – anders als heute – nicht in den Realsektor, sondern in den Finanzsektor flossen. Die Mittel wurden v.a. in die Investitionsgütermärkte investiert mit hohen Wertaufschreibungen für Unternehmensbeteiligungen, Edelmetalle und Immobilien (die nicht im EU-Vertrag von 1992 verankert und somit auch nicht gemessene „Investitionsgutinflation“). So wurde eine Inflation produziert, allerdings nicht eine (gemessene) Verbraucherpreisinflation im Sinne der Preisstabilität, sondern eine (nicht gemessene) hohe Vermögenspreisinflation im Sinne von Vermögenswertpreisen, bspw. bei DAX30-Werten, Gold- oder Immobilienpreisen.

Doch dieses Mal sollten die Mittel eher in den Realsektor und zu den Konsumenten fließen, um Arbeitsplätze zu sichern und den Konsum anzukurbeln, so dass auf Dauer mit einer höheren Inflation gerechnet werden muss, da jetzt nicht die Rettung des Finanzsektors im Vordergrund steht, sondern der Realwirtschaft im Sinne des produzierenden Gewerbes und des Dienstleistungssektors. Dies wird im Übrigen nicht nur aufgrund von schrumpfender Nachfrage nachfrageseitig relevant sein, sondern auch angebotsseitig aufgrund des Corona-bedingten Angebotsengpasses. Auch hier lässt sich ein **Zwischenfazit** festhalten:

Die Corona-Pandemie führt nicht zu disruptiven Prozessen, sondern beschleunigt negative und positive Strukturentwicklungen gleichermaßen.

Lockerungen für Wirtschaft und Privatkonsumenten müssen und werden notwendiger Weise nachhaltig umgesetzt werden, da die Industrie, aber v.a. Privathaushalte, einen längeren oder einen weiteren Lockdown nicht verkraften werden und das deutsche BIP ansonsten ein deutlich höheres Ausmaß an Schäden erlangen wird als die deutsche bisher maximale Wirtschaftsschrumpfung in Nichtkriegszeiten von 1929.

IV. Neue Normalität in der Immobilienwirtschaft? Mit Innovationen als Phönix aus der Asche

Auswirkungen auf die Industriezweige

Die Industrien des Landes sind unterschiedlich stark betroffen; in der aktuellen Situation besonders ist, dass Wirtschaftszweige sowohl unter Angebots- als auch unter Nachfragerückgängen leiden sowie unter unterbrochenen nationalen und internationalen Lieferketten.

Auf die Coronapandemie direkt zurückzuführende Effekte finden sich in Branchen, die in geschlossenen Räumen mit „Massenansammlungen“ und „Körpernähe“ zu tun haben, die derzeit strikt verboten sind. Herausforderungen durch die nationalen respektive internationalen Maßnahmen zur Bekämpfung der Pandemie finden sich v.a. in den sog. „BEACH“-Sektoren. Dieses Akronym steht für „Bookings“, „Entertainment and Live Events“, „Airlines und Aviation“, „Cruises and Casinos“ sowie „Hotels“.

Sicherlich ist in kurzfristige und in mittelfristige Effekte zu unterteilen und in Leistungen, die nachgeholt werden können (Investitionsgutinvestitionen wie Autokauf, Immobilienkauf etc.) und solche, für die das nicht gilt (Konsumgutinvestitionen wie Haarschnitte, Restaurantbesuche etc.).

Die Pandemie beschleunigt derzeit mehrere Prozesse, die vor der Krise als Strukturtrends bekannt waren, aber noch keine allgemeine Akzeptanz gefunden hatten wie bspw. Online-Meetings statt persönlicher Treffen / Reisen vor Ort oder Home-Office-Arbeit anstatt Arbeiten im Büro etc.

Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft

Während zu direktem Beginn der Krise die allgemeine Meinung vorherrschte, die Immobilienindustrie sei – als zur allgemeinen Ökonomie reaktive Nachlaufindustrie – wenig bis gar nicht betroffen, so wird mit zunehmender Dauer und Erkenntnis zur Krise deutlich, dass alle Immobilien-Assetklassen in der einen oder anderen Form betroffen sein können – negativ, ggf. aber auch positiv.

Auch für die Immobilienindustrie stellt sich so die Frage, wie Sicherheitskonzepte für Immobilien mit hoher „Menschendichte“ oder geringen Abstands- oder Isolationsmöglichkeiten umgesetzt werden können und ob diese Sicherheitsmaßnahmen auf lange Frist (auch ohne gesetzliche Vorschriften) menschliches Kulturverhalten verändern oder nicht.

Direkt betroffen durch Kontaktverbote und Schutzmaßnahmen sind derzeit vor allem Messe- und Eventhallen, Hochhäuser, Malls, Pflegeheime und Krankenhäuser, Studentenapartments und Universitätsgebäude, Hotels, Kinos und die Gastronomie.

Mit Blick auf die gängigen Immobilien-Assetklassen lässt sich sicherlich bereits jetzt erahnen, dass innerhalb der Immobiliensektoren sehr differenzierte Betrachtungen vorgenommen werden müssen, ob die jeweiligen Bereiche negativ, neutral oder positiv betroffen sein werden, wenn sich die Immobilienindustrie wieder in eine wie auch immer geartete Normalität begibt:

Corona-Effekt auf Immobilien-Teil-Assetklassen (Kapitalmarktperspektive)	
Wohnimmobilien	
AB/BA-Wohnen ⁴	<ul style="list-style-type: none"> ▪ AB/BA = mittlere/gute Segmente in guten / attraktiven Lagen ▪ Teilsegment nicht betroffen, da gesunde Nachfrage ▪ Mittelfristig Wertaufschreibungen möglich aufgrund verstärkter Anlage (bspw. durch Inflationsängste)
Luxuswohnen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Für überteuerte Immobilien mit Vervielfältigern > 35x könnte es zu einer Marktberreinigung kommen. ▪ Für diese Segmente akzeptiert die in Frage kommende Käuferschicht das Pricing nicht mehr.
„Schrott“-Wohnen	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Markt funktionierte mit vglw. zu hohem Pricing aufgrund der Hochzyklusphase bis 2/2020. ▪ Diese Phase ist mit Ausbruch der Pandemie beendet.
Büroimmobilien	
Mittelständische Geschäftshäuser	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Von der Krise mittelfristig nicht unmittelbar betroffen.

⁴ Wohnen in A-Lage in einer B-Stadt respektive in B-Lage in einer A-Stadt.

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Früherer google-CEO Eric Schmidt: "You have a bunch of employees, some of whom are dying to get back to the office and some people who are afraid that if they go to the office they will die." ▪ Ggf. sogar Profiteure der Krise aufgrund höheren Platzbedarfes nach der Krise („social distancing“ als Teil einer neuen Kultur). ▪ Argument: „remote working“ spräche für konstanten / sinkenden Bedarf; aber: Führung und Effizienz dezentraler Mitarbeiter?
Hochhauskonzepte	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Herausforderungen durch neue Corona-Bestimmungen bspw. in Bezug auf Abstandsregeln in Großraumbüros, Aufzugs- oder Kantinen-Nutzungen. ▪ Konzept ist aufgrund von Back- oder (neuen) Home-Office- und Nachhaltigkeitsüberlegungen schon vor der Krise in Überarbeitung (auch vor dem Hintergrund der hohen Mietzinsen in Toplagen).
Co-Working	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Geschäftsmodell ist grundsätzlich hohem Risiko ausgesetzt (Fristentransformation Mietvertragslaufzeiten). Das Modell wird v.a. dann gefährlich, wenn Co-Working in einem Markt systemrelevant wird. ▪ In Krisenzeiten, in denen Büronachfrage stark schwanken kann, ist dies hohen Fluktuationen unterworfen (Abbau durch Entlassungen, Home Office etc.).
Handelsimmobilien	
Nahversorgung	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Profiteur der Krise, da Grundversorgung (= Sicherheitsbedürfnis).
Highstreet	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Die gleichen Herausforderungen wie vor der Corona-Krise werden durch dieselbe nun beschleunigt und katalysiert. ▪ Bspw. große strukturelle Herausforderungen bei Großkaufhäusern, die aber nicht unmittelbare Folge der Corona-Pandemie sind.
Malls	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Die gleichen Herausforderungen wie vor der Corona-Krise werden durch dieselbe nun beschleunigt und katalysiert.
Hotelimmobilien	
Business Hotels	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Hotels in attraktiven Lagen haben mit dem Lockdown zu kämpfen. ▪ Diese werden nach dessen Beendigung wieder in Normalbetrieb übergehen und sind aus dieser Sicht mittelfristig nicht betroffen.
Tourismus-Hotels	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Die Tourismus-Industrie ist direkt mit der Luftfahrtindustrie verknüpft. Es ist bisher kaum absehbar, wie sich dieser Sektor künftig entwickeln wird; er gehört, wie die Gastronomie, zu den am meisten betroffenen Bereichen.
Logistik-/ Leichtindustrieimmobilien	
City-Logistik	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Wie schon vor der Krise unterliegt die City-Logistik einem Boom aufgrund des Online-Handels, der selbst einer der großen Profiteure der Pandemie ist.
Nationale / internationale Logistik	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Logistik ist unterschiedlich hoch betroffen, je nach Abhängigkeit des Teilbereiches von unterbrochenen Lieferketten.
Leichtindustrieimmobilien	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Leichtindustrieimmobilien selbst sind direkt an sich kaum bis gar nicht betroffen aufgrund der fehlenden Ansammlung von Menschenmassen oder Körperkontakt. ▪ In Abhängigkeit des jeweiligen Mieters kann, je nach Teilbereich, dessen Bonität kurz- bis mittelfristig leiden (bspw. Automobil- oder Luftfahrtindustrie).

Auswirkungen auf Innovationen: Beispiel Startups und Kreditinvestments

Durch die Coronakrise haben viele Investoren ab dem 20. Februar 2020 auf den „risk-off“-Knopf gedrückt (Zitat eines relevanten Family-Office-Marktteilnehmers), so dass externe Eigenmittel respektive Beteiligungskapital nicht nur von Family Offices, sondern auch von anderen Kapitalsammelstellen nur

schwierig zu strukturieren ist. Daher sind gerade solche Eigenkapital-knappen Zeiten, wie die jetzige, Chancenzeiten. Warum ist dies so?

Die Krise wirkt als Katalysator: Auf der einen Seite werden großartige, aber unterkapitalisierte Start-ups durch fehlende Anschlussfinanzierungen insolvent gehen, auf der anderen Seite wird es durch den Mangel an Eigenkapital zu einer Innovationsschwämme durch die alten, überlebenden Startups kommen, oder aber durch neue, die erst durch die Krisensituation wie der bekannte Phönix aus der Asche entstanden oder in neuer Struktur „auferstanden“ sind. Auch in der Forschung ist es so, dass etwa 80% der bahnbrechenden Forschung nicht etwa von „tenured“ gut ausgestatteten „Lebenszeit“-Seniorprofessoren verfasst worden ist, sondern von jungen „untenured“ befristeten Assistenzprofessoren mit sehr limitierten Budget, die keine Wahl hatten, als alles zu tun, sehr erfolgreich zu publizieren.

Auch in der Immobilienfinanzierung verursacht die Coronakrise indirekt und akzelerierend Finanzierungsherausforderungen: Das Eigenkapital von Projektentwicklern ist limitiert, Banken werden künftig immobilienwirtschaftliche Problemfälle auf ihren Bilanzen verdauen müssen und durch den Regulator noch weiter gebunden sein, so dass sie ihre Beleihungsausläufe einschränken werden. Antizyklisch bedeutet dies, dass sich künftig der Markt für risikoreichere Kreditinvestments stark ausdehnen wird:

Projektentwickler, die durch Fremdkapital-Überhebeln, verzögertes Timing, zu dünne eigene Eigenkapitaldecken bei gesunden Projekten oder durch zu hohe Risikoübernahme ihres eigenen Mezzanine Gebers in Schieflagen geraten sind, können sich am immer größer werdenden immobilienbezogenen Mezzanine Markt mit einer Teiltranche nachrangig refinanzieren und ihre Projekte so erfolgreich zu Ende führen.

Es ist davon auszugehen, dass sich der Mezzanine Bedarf, der derzeit bei ca. 10 Mrd. EUR p.a. in Deutschland liegt, in wenigen Jahren auf ca. 20-25 Mrd. EUR p.a. mehr als verdoppeln wird, was wiederum zu Chancen führt bei den Investoren, die vor und in der aktuellen Krise ein hohes Maß an liquiden Mitteln zusammengestellt haben. Dies kann ihnen nun, durch gute Risiko-Rendite-Verhältnisse von Post-Corona-Investitionen, zu Gute kommen. Dies führt zu folgendem Zwischenfazit:

Als Investor in der Immobilienbranche sind gegenwärtig und künftig Assetklassen beachtenswert, die vergleichsweise stabil sind gegenüber externen Schocks; in der aktuellen Situation sind dies vor allem Wohnen, Büro, Leichtindustrie und Logistik mit einem justiertem Pricing.

In der strukturierten Finanzierung wird unternehmerisches Nachrangkapital immer relevanter und Teil einer neuen Realität. Auch diesen Prozess hin zu unternehmerischen, wertorientierten Mezzanine Finanzierern respektive Investments im Value-Add-Bereich mit Schutzmechanismen und Liquiditätspuffern hat die Coronakrise lediglich beschleunigt, nicht jedoch begründet.

V. Fazit: die Immobilienwirtschaft nach dem Corona-Schock

Die deutsche Immobilienwirtschaft steht nach dem Corona-Schock vom 20. Februar 2020 vor einer herausfordernden, aber auch chancengeladenen, Zukunft und nahenden wegweisenden Entscheidungen: In Zeiten von nicht mit Wahrscheinlichkeiten belegbarer Ungewissheit (im Vergleich zu mit objektiven Wahrscheinlichkeiten bedachtem Risiko) ist es ratsam, als Unterstützungshilfe für Entscheidungen der Zukunft nicht nur auf Datenreihen der Vergangenheit zu schauen. Diese können das System nicht korrekt abbilden, da der vorgefallene, von der DNS her, neue externe Schock noch nie in vorvergangenen Daten (oft auch noch sehr kurzer Zeitreihen) vorhanden gewesen war.

Sinnvoller ist es, v.a. die Systemmechaniken zu verstehen, um per Heuristik zu umreißen, in welche Richtung sich das Modell entwickeln könnte, um die eigenen Geschäftsmodelle hierauf auszurichten.

Es lässt sich festhalten, dass indirekt über die Geschäftsmodelle ihrer Nutzer menschliche Bedürfnisse die wesentlichen Werttreiber von Immobilienverkehrswerten in zyklischen Immobilienmärkten sind.

Diese Bedürfnisse sind u.a. abhängig von den Verläufen und Impulsen externer Schocks wie der Corona-Pandemie mit der expliziten Gefährdung des Sicherheitsbedürfnisses nach Gesundheit.

Diese beeinflusst so die Werttreiber von Immobilienverkehrswerten, allerdings nicht in disruptiven Prozessen, sondern als Katalysator und Beschleuniger von negativen oder positiven Entwicklungen.

Die späte aber sodann gewaltige Reaktion der Politik auf den Angriff des „Sicherheitsbedürfnisses nach Gesundheit“ war vor dem Hintergrund des Verwässerns der Informationslage in Asien und der anfänglichen Informationspolitik der WHO in Bezug auf die offensichtliche Ungewissheit („Wie gefährlich ist das Virus wirklich?“ „Wie hoch ist die Mortalität?“ „Was passiert, wenn wir nicht handeln?“) nur allzu verständlich; der Lockdown nach der ersten Pandemiewelle vor dem Hintergrund verfügbarer Daten und Fakten grundsätzlich nachvollziehbar.

Klar ist allerdings nun auch, dass Lockerungen für Wirtschaft und Privatkonsum notwendiger Weise nachhaltig umgesetzt werden müssen und werden, da die Industrie, aber v.a. Privathaushalte einen längeren oder einen zweiten Lockdown nicht verkraften werden, und das deutsche BIP ansonsten höhere Schadensausmaße erleidet als die deutsche bisher maximale Wirtschaftsschrumpfung in Nichtkriegszeiten von 1929 mit folgenden irreparablen Schäden für das Wirtschaftssystem, die wiederum Folgeschäden nicht vorstellbaren Ausmaßes hervorrufen. Bspw. hat nach den Angriffen des 11. September 2001 der höhere US-Autoverkehr aufgrund höherer Flugangst statistisch nachgewiesen zu sechs Mal so vielen Toten in den USA im Straßenverkehr 12 Monate nach den Anschlägen geführt, als Menschen bei denselben ums Leben gekommen sind.

Aus der aktuellen Situation, so fürchterlich sie ist, ergeben sich nicht nur Risiken, sondern auch Chancen: Für den Investor in der Immobilienbranche sind gegenwärtig und künftig Assetklassen beachtenswert, die vergleichsweise stabil sind gegenüber externen Schocks; in der aktuellen Situation sind dies vor allem Wohnen (nicht substituierbares Konsumgut), Büro (nur bedingt substituierbar zur eigenen Unterhaltsrefinanzierung) sowie Leichtindustrie und Logistik (beide vglw. menschenunabhängig) mit einem justiertem Pricing.

In der strukturierten Finanzierung wird für Immobilieninvestments unternehmerisches Nachrangkapital immer relevanter und Teil einer neuen Realität. Auch diesen Prozess hin zu unternehmerischen, wertorientierten Mezzanine Finanzierern respektive Investments im Value-Add-Bereich mit Schutzmechanismen und Liquiditätspuffern hat die Coronakrise allerdings nur beschleunigt, nicht begründet. Aus den derzeit entstehenden Schieflagen ergeben sich Situationen, die vorskizzierten Immobilienprojekte durch weitsichtige Investments aufzufangen und wieder ihrem eigentlichen Wert zuzuführen.

Über den Autor: Der Autor ist Sprecher des Vorstandes der aamundo Holding AG, ein Immobilien Investment Manager mit Sitz in Frankfurt am Main mit Fokus auf Bestandsaufbau für (semi-) institutionelle Kunden sowie Debt und Alternative Investments in den Asset Klassen Wohnen, Büro und Leichtindustrie / Logistik.

Der Autor hatte zuvor Lehrstühle und Professuren für Immobilienfinanzierung in Deutschland und den USA sowie das Präsidentenamt des Instituts der deutschen Immobilienwirtschaft inne. Seine Interessengebiete umfassen seit mehr als 20 Jahren die Bereiche „Eigen- und Fremdkapitalmärkte“ sowie „Immobilienzyklen“.