

Immobilienmärkte

Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

Corona-Krise beendet deutschen Immobilienboom

- » 10 Jahre lang trieben die brummende Wirtschaft und sinkende Zinsen die Immobilienpreise in die Höhe. Doch das Corona-Virus stoppt den Anstieg.
- » Wohnimmobilien sowie Logistik- und Büroobjekte kommen wohl ohne große Schäden davon. Für Handel und Hotels sieht es trübe aus.
- » Corona-Krise beschleunigt die Digitalisierung: Flexibles Arbeiten und Shoppen könnten Nachfrage für Büro und Handel langfristig belasten.

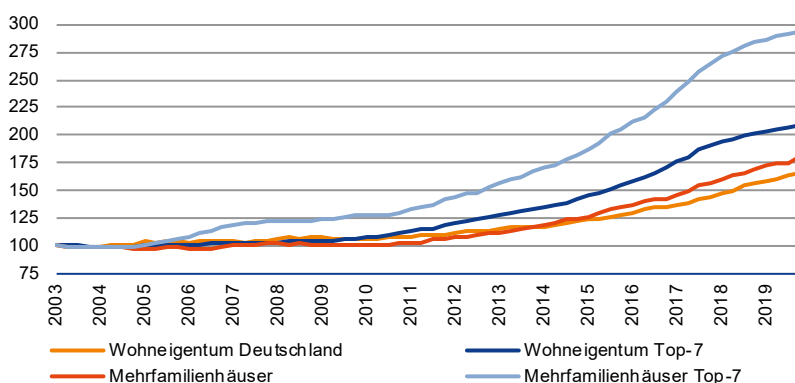
Zusammenfassung

Die Corona-Pandemie sorgt nicht nur für den Lockdown der wirtschaftlichen Aktivität, sie beendet auch den rund zehn Jahre währenden Boom am deutschen Immobilienmarkt. Zuvor haben die rund laufende Wirtschaft, wachsende Beschäftigung und sinkende Zinsen die Immobilienpreise auf ein teilweise hohes Niveau gehoben.

Bleibt es bei einer kurzen Rezession und einer kräftigen Erholung, dürfte der Immobilienmarkt mit einem „blauen Auge“ davonkommen. Der Wohnungsbedarf ändert sich nicht durch die Krise. Im Wesentlichen gilt das auch für Büros, wenn ein starker Stellenabbau ausbleibt. Aber die Perspektiven für Handel und Hotels sind durch den Geschäftseinbruch trübe. Logistik könnte vom wachsenden Online-Shopping profitieren.

Die Corona-Krise könnte den Immobilienmarkt auch nachhaltig beeinflussen. Sie treibt die Digitalisierung insgesamt und die Flexibilisierung der Arbeitswelt voran. Homeoffice könnte zum Standard werden und die Büroflächennachfrage nachhaltig senken. Der Aufwärtstrend des Online-Handels dürfte sich noch beschleunigen und den klassischen Einzelhandel somit noch stärker als bisher belasten.

CORONA-PANDEMIE TRIFFT DEN IMMOBILENMARKT NACH EINEM LANGEN PREISANSTIEG PREISE FÜR WOHNHEIGENTUM UND MEHRFAMILIENHÄUSER 2003 = 100



Quelle: vdp

Top-7: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart

VOLKSWIRTSCHAFT

Fertiggestellt:
9.4.2020 11:08 Uhr

INHALT

CORONA-KRISE BEEENDET DEUTSCHEN IMMOBILIENBOOM	2
Konjunkturszenario aus kurzer Rezession und rascher Erholung	2
Knappes Angebot am Immobilienmarkt mindert Korrekturrisiko	3
Wohneigentum: Die Preise dürften weitgehend stabil bleiben	4
Finanzierungen gelten als solide, die Risiken sind aber größer geworden	5
Mehrfamilienhäuser: Mietverluste können zu Preisrückgängen führen	6
Büroimmobilien: Geringe Leerstände dürften Mietrückgang dämpfen	7
Einzelhandel: Tiefschlag für Shopping-Center und Einkaufsmeilen	8
Gewinner und Verlierer: Logistik und Hotels	9
Fazit: Kein Crash, aber spürbare Belastungen für den Immobilienmarkt	9
I. IMPRESSUM	11

Ersteller/in:
Thorsten Lange, CIAA / CEFA, Economist

CORONA-KRISE BEENDET DEUTSCHEN IMMOBILIENBOOM

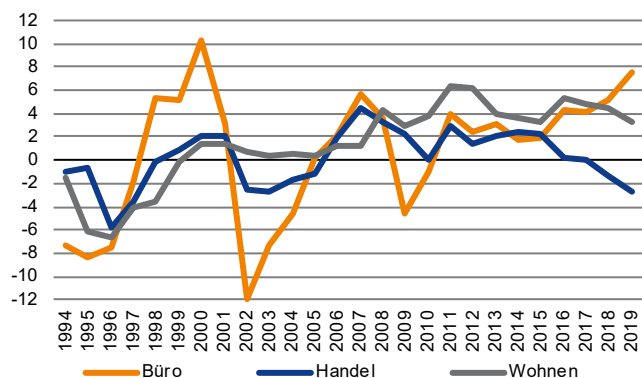
Die Corona-Pandemie trifft den Immobilienmarkt in der Spätphase eines Booms, der vor 10 Jahren einsetzte. Die untypische Kombination aus Aufschwung und sinkenden Zinsen hat kräftig steigende Kaufpreise hervorgerufen. Eigenheimkäufer konnten sich dank niedriger Zinsen teure Häuser und Wohnungen leisten. Investoren blieb kaum eine Alternative zum Immobilienkauf. Anders als Anleihen erwirtschaften Gewerbeimmobilien und Mietwohnungen noch auskömmliche Renditen. Diese sanken zwar auch, verbesserten sich dank steigender Mieten aber mit der Zeit.

Schon vor der Corona-Krise waren Bremsspurten am Immobilienmarkt sichtbar. Die hohen Preise riefen Diskussionen über eine Immobilienblase hervor. Steigende Mieten führten zu Mieterprotesten und veranlassten die Politik zu Regulierungsmaßnahmen wie der Mietpreisbremse oder dem Berliner Mietendeckel. Die Schwierigkeiten des Einzelhandels durch das Online-Shopping drückten schon länger auf die Ladenmieten. Doch trotz der abnehmenden Marktdynamik war das Marktumfeld im Großen und Ganzen noch intakt. Das zeigen die noch im Februar hohen Investments in Gewerbeimmobilien.

Schickt das Corona-Virus die über viele Jahre aufgepumpten Immobilienpreise auf Talfahrt?

Ganz rund lief es Immobilienmarkt aber nicht mehr

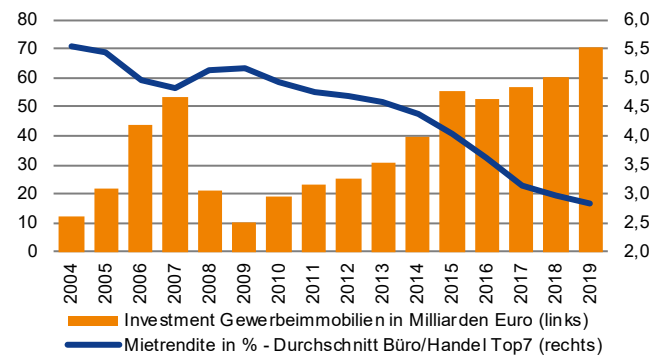
MIETEN: DER BÜROMARKT HAT 2019 NOCH GEBRUMMT, WOHNUNGSMIETEN STEIGEN LANGSAMER UND IM HANDEL SINKEN SIE BEREITS VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHR IN PROZENT



Quelle: bulwiengesa

Basis: 19 deutsche Großstädte

GEWERBEIMMOBILIEN: 2019 BRINGT INVESTMENTREKORD UND RENDITETIEF
INVESTITIONEN IN GEWERBEIMMOBILIEN (OHNE WOHNEN)



Top7: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart

Quelle: EY, bulwiengesa

Hinweis: Anfängliche Mietrendite

Welchen Schaden können das Corona-Virus und die Lungenkrankheit Covid-19 dem deutschen Immobilienmarkt zufügen? Anders als am Aktienmarkt sind die Folgen nur zeitverzögert sichtbar. Anstelle volatiler Börsen mit hohen Kursverlusten ist der Immobilienmarkt weitgehend erstarrt. Der aufwendige Verkaufsprozess mit Käufersuche, Vertragsverhandlung und notarieller Beurkundung verhindert Panikverkäufe. Zudem sind Käufer und Verkäufer mit der Organisation ihres Alltags beziehungsweise dem „Notbetrieb“ ihres Unternehmens beschäftigt. Bei ausländischen Beteiligten kommen Reisebeschränkungen hinzu. Und wesentliche Prozessbeteiligte wie Makler, Banken, Notare oder Grundbuchämter sind nur eingeschränkt verfügbar.

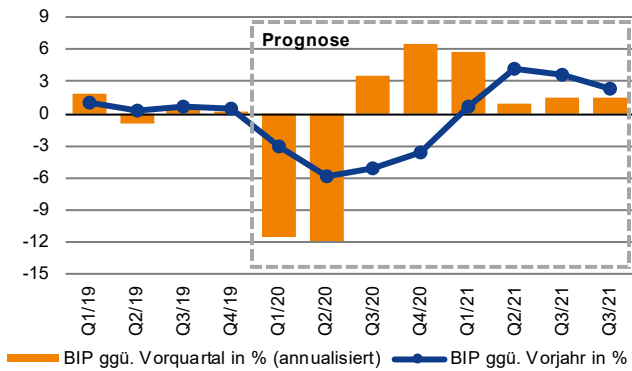
Keine Panikverkäufe wie am Aktienmarkt, sondern Stillstand

Konjunkturszenario aus kurzer Rezession und rascher Erholung

Bei einer nur kurzen rezessiven Phase besteht die Chance, dass der träge Immobilienmarkt den oft mehrjährigen Korrekturpfad rasch wieder verlässt. Das dürfte der Fall sein, wenn unsere Konjunkturprognose im Wesentlichen zutrifft. Danach kommt es im ersten und zweiten Quartal 2020 durch den Lockdown von großen Teilen der wirtschaftlichen Aktivität zu einem erheblichen Einbruch der Wirtschaftsleistung. Deutliche Erholungseffekte werden bereits ab dem dritten Quartal 2020 sichtbar.

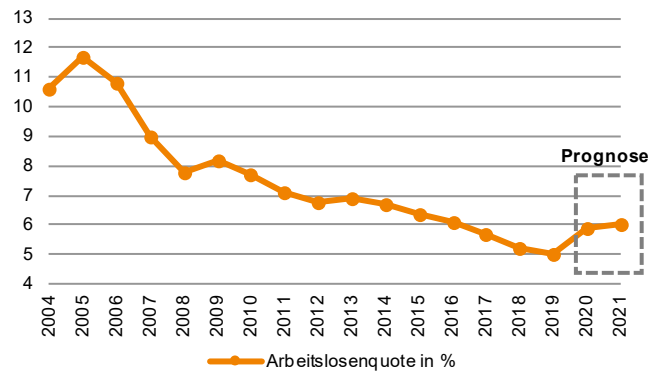
Kurze, aber heftige Rezession erwartet

KONJUNKTUR: NACH KURZER REZESSION SETZT AB Q3/2020 DIE WIRTSCHAFTLICHE ERHÖLUNG EIN



Quelle: DZ BANK

ARBEITSMARKT: DURCH DIE REZESSION STEIGT DIE ARBEITSLÖSIGKEIT, BLEIBT INSGESAMT ABER NIEDRIG



Quelle: DZ BANK

Der anhaltende Beschäftigungsaufbau hatte sich 2019 schon verlangsamt. Nun dürfte eine voraussichtlich moderat steigende Arbeitslosigkeit dazukommen. Nach unserer Prognose erhöht sich die Arbeitslosenquote 2020 gegenüber dem Vorjahr um einen Prozentpunkt auf rund 6 Prozent. Für 2021 gehen wir ebenfalls von diesem Niveau aus. Damit würde die Arbeitslosigkeit dank des günstigen Ausgangsniveaus vergleichsweise niedrig bleiben. Die privaten Haushalte erleiden jedoch Einkommensverluste, die durch andere Faktoren wie die starke Ausweitung von Kurzarbeit sowie die wirtschaftlichen Probleme von vielen Selbständigen verstärkt werden.

Die Arbeitslosigkeit steigt, bleibt aber vergleichsweise niedrig

Die rückläufigen und inzwischen extrem niedrigen Zinsen dürften weiterhin im Tief verharren und für fortgesetzt günstige Finanzierungsbedingungen sorgen. Die niedrigen Zinsen senken zudem die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen. Kreditnehmer mit finanziellen Engpässen können mit einer vorübergehenden Tilgungsaussetzung erheblich entlastet werden. Trotz niedriger Zinsen könnten sich private und gewerbliche Immobilienfinanzierungen verteuern, etwa durch die sich abzeichnenden höheren Belastungen der Banken. Diese könnten aufgrund steigender Risiken am Immobilienmarkt auch zurückhaltender als bisher bei der Kreditvergabe agieren.

Das Zinsniveau dürfte weiterhin niedrig bleiben, Banken könnten aber vorsichtiger Kredite vergeben

Knappes Angebot am Immobilienmarkt mindert Korrekturrisiko

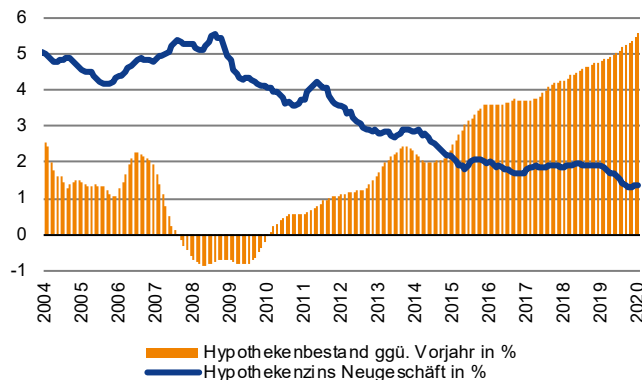
Boomphasen am Immobilienmarkt gehen meist mit einer kräftigen Angebotsausweitung einher. Die typische Neubauwelle wie etwa nach der Wiedervereinigung blieb in den vergangenen Jahren aber aus. So kann der Markt nicht wie in den 1990er Jahren – Mieten und Preise sanken damals spürbar – von einem Überangebot belastet werden. Eine Spätfolge der früheren Immobilienmarktkrise ist die reduzierte Kapazität im Bausektor. Sie ist eine wesentliche Ursache für die relativ niedrigen Bauleistungen. Der Neubau leidet aber auch unter fehlenden Bauflächen, die in den Ballungsräumen oft so teuer sind, dass sich manches Bauvorhaben in Verbindung mit den gestiegenen Baukosten nicht mehr rechnet. Ein weiteres Hemmnis ist der oft heftige Protest von Anwohnern oder Umweltschützern.

Im aktuellen Immobilienboom ist die sonst übliche Neubauwelle ausgeblieben

Daher ist das Angebot am Immobilienmarkt insgesamt knapp. Der Wohnungsbau erreicht derzeit etwa 300.000 Fertigstellungen im Jahr. Daraus folgt eine jährliche Unterschreitung des Baubedarfs von 50.000 bis 100.000 Einheiten. Betroffen ist aber auch der Gewerbebau, auch weil Brach- und Gewerbeflächen in den Städten oft mit Wohnungen bebaut werden. Daher konnte der mit der wachsenden Beschäftigung einhergehende Büroflächenbedarf nicht gedeckt werden. Knapp sind auch citynahe Logistikflächen, die für den wachsenden E-Commerce benötigt werden.

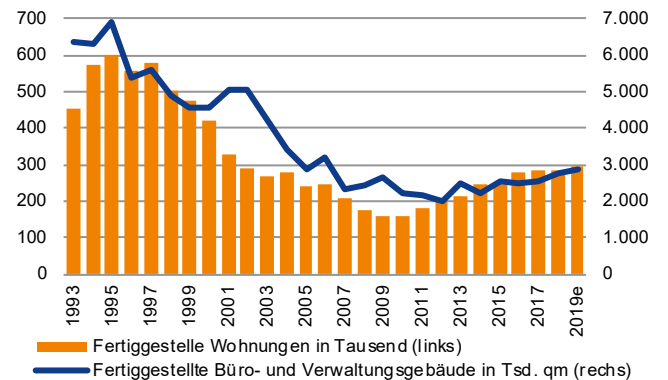
Wohnungen und Gewerbeflächen sind vielerorts knapp

DAS ZINSTIEF ERLEICHTERT DEN IMMOBILIENKAUF, TREIBT ABER AUCH DIE VERSCHULDUNG IN DIE HÖHE



Quelle: Bundesbank

DER WOHN- UND GEWERBEBAU HAT ZUGELEGT, KANN ABER DEN GESTIEGENEN BEDARF NICHT DECKEN



Quelle: Statistisches Bundesamt

In der aufziehenden Wirtschaftskrise nimmt das knappe Angebot aber Druck vom Immobilienmarkt. Hohe Miet- und Preisnachlässe durch Überangebote dürften ausbleiben. Zudem könnte das Angebot durch einen in der ersten Jahreshälfte stark verlangsamt Neubau gebremst werden. Im Januar und Februar konnte dank des milden Winters zwar gut gearbeitet werden. Aber seit März wird das Bauen schwieriger. Zum einen fehlen die oft aus Osteuropa stammenden Fachkräfte, zum anderen sind Engpässe beim Baumaterial durch Produktionsausfälle wahrscheinlich.

Weitere Angebotsverknappung im ersten Halbjahr durch fehlende Bauarbeiter und Materialengpässe

Wohneigentum: Die Preise dürften weitgehend stabil bleiben

Der hochtourig laufende Immobilienmarkt hat die Preise für Wohnungen erheblich steigen lassen. Von 2009 bis 2019 hat sich Wohneigentum – Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser – deutschlandweit um rund 55 Prozent verteuert. In den sieben größten Städten verdoppelten sich die Preise in dieser Zeit sogar. Noch kräftiger ist der Preisanstieg bei Mehrfamilienhäusern aufgrund des Anlagedrucks institutioneller Investoren ausgefallen. Hier haben die Preise deutschlandweit um 80 Prozent zugelegt. In den sieben größten Städten ist das Plus mit rund 130 Prozent am größten ausgefallen. Daran wird ersichtlich, dass sich insbesondere in den Metropolen Rückschlagspotenziale aufgebaut haben.

Vor allem in den Metropolen und bei Mehrfamilienhäusern haben sich Rückschlagspotenziale aufgebaut

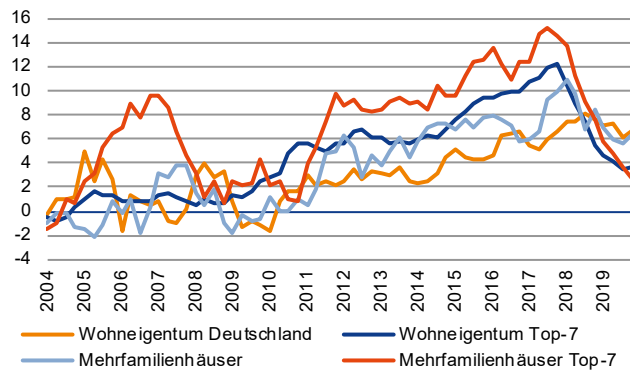
Günstig ist, dass die Preise dort langsamer steigen, wo es schon besonders teuer ist. Landesweit ist der Bremseffekt aber noch moderat, insgesamt zogen die Preise für Wohneigentum und Mehrfamilienhäuser Ende 2019 noch mit rund 6 Prozent an. Dank der günstigen Zinsen ist der Immobilienkauf in vielen Landesteilen noch attraktiv. Dagegen hat sich der Preisanstieg in den sieben größten Städten auf 3 Prozent verlangsamt. Hier bremst das hohe Preisniveau. Eigenheimkäufern fällt es schwer, das notwendige Eigenkapital aufzubringen. Zudem lohnt sich das Vermietungsgeschäft kaum noch, weil die Renditen durch die hohen Preise unattraktiv geworden sind. Dazu kommt die zunehmende Mietmarktregulierung.

In den Metropolen hat sich der Preisanstieg seit 2017 spürbar verlangsamt

Die Corona-Krise hat praktisch keinen Einfluss auf den Wohnungsbedarf. Dennoch dürfte die Nachfrage zunächst nachlassen. Einkommensverluste und wirtschaftliche Unsicherheit werden viele private Haushalte beim Abschluss teurer Mietverträge und insbesondere bei der „Einmal-im-Leben-Entscheidung“, dem Immobilienkauf, zögern lassen. Ein großer Teil der Nachfrage dürfte aber wieder auf den Markt kommen, wenn die Haushalte ihre finanzielle Situation wieder besser beurteilen können.

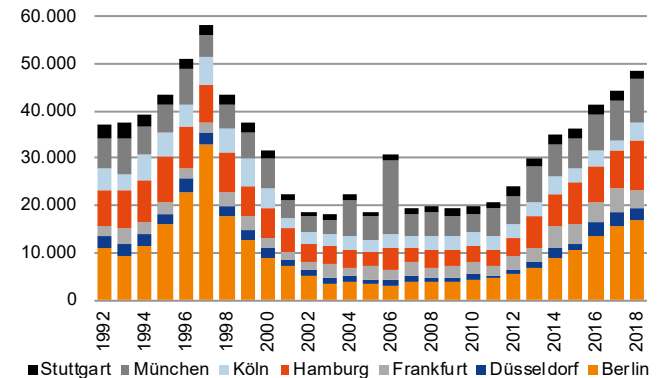
Der Wohnungsbedarf leidet nicht unter der Corona-Krise

DER PREISANSTIEG IN DEN METROPOLN HAT NACHGELASSEN, ...
PREISENTWICKLUNG AM WOHNUNGSMARKT GGÜ. VORJAHR IN %



Quelle: vdp
Top-7: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart

... AUCH WEIL HIER DER WOHNUNGSBAU ANGESPRUNGEN IST
FERTIGGESTELLTE WOHNUNGEN IN DEN 7 GRÖSSTEN STÄDTEN



Quelle: bulwiengesa

Verkäufer und Vermieter werden auf den vorübergehenden Stillstand des Marktes vermutlich nicht mit spürbaren Preisnachteilen reagieren, sondern zunächst abwarten. Wenn Preis- und Mietstatistiken für das erste Quartal größere Ausschläge aufzeigen, sollte das vorsichtig interpretiert werden. Durch die geringe Transaktionszahl ist die Aussagekraft eingeschränkt. Das dürfte auch für das zweite Quartal gelten. Ein realistisches Bild über den Wohnimmobilienmarkt wird wohl erst das dritte Quartal 2020 mit Veröffentlichungen Ende Oktober/Anfang November ermöglichen.

Der Preisanstieg am Wohnungsmarkt dürfte sich im laufenden Jahr nicht fortsetzen. Ein Preiseinbruch ist aufgrund des knappen Angebots und des nach wie vor großen Wohnungsbedarfs aber nicht wahrscheinlich. Vielmehr dürften die Preise im Großen und Ganzen stagnieren. Regionale Abweichungen sind aber durchaus möglich. So könnte die Kaufbereitschaft bei Häusern und Wohnungen, die noch vergleichsweise günstig sind, dank Kreditzinsen von zum Teil unter einem Prozent hoch bleiben. In den teuren Ballungsräumen ist es dagegen wahrscheinlicher, dass die Preise etwas nachgeben. Zudem sind die Fertigstellungszahlen in den sieben größten deutschen Städten spürbar gestiegen. Gebaut werden meist hochwertige Wohnungen, sodass vor allem das Angebot an günstigen Wohnungen knapp geblieben ist. Dagegen könnte der Verkauf teurer Wohnungen schwieriger werden.

Finanzierungen gelten als solide, die Risiken sind aber größer geworden

Käme es zu fallenden Wohneigentumspreisen, würde sich der Blick auch auf die Finanzierungsseite richten. Grundsätzlich werden Hypotheken in Deutschland konservativ vergeben. Die gesamte Verschuldung der privaten Haushalte ist mit etwa 85 Prozent des verfügbaren Einkommens moderat. Abhaken sollte man das Thema Verschuldung aber nicht. Die hohe Immobiliennachfrage und die gestiegenen Preise haben das Darlehensvolumen kräftig erhöht. Das Wachstum des Hypothekenbestands hat sich auf über 5 Prozent pro Jahr erhöht (siehe Abbildung auf Seite 4).

Zudem hat sich der durchschnittliche Eigenmittelanteil im Zeitablauf verringert. Hohe Beleihungen und Vollfinanzierungen kommen immer öfter vor. Nach den verfügbaren Daten haben Ende 2019 Darlehen mit Beleihungsausläufen von über 90 Prozent fast 40 Prozent der Neukredite ausgemacht. Noch vor drei Jahren waren es unter 20 Prozent. Die mittlere Finanzierungssumme beim Eigenheimerwerb hat sich seit 2009 um über 100.000 Euro auf durchschnittlich fast 280.000 Euro erhöht.

Stillstand am Wohnimmobilienmarkt: Daten zu den Corona-Auswirkungen dürfte erst Q3/2020 zeigen

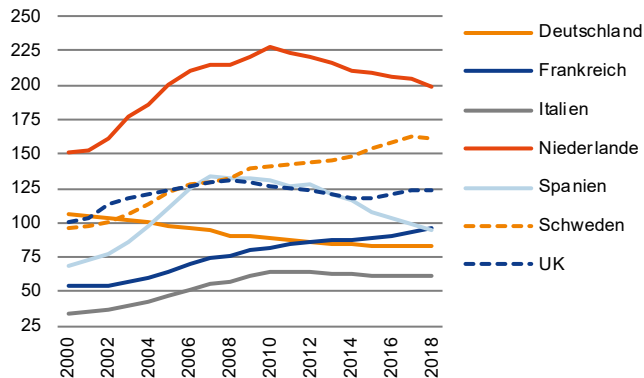
Insgesamt stabile Preise für Wohneigentum bei regionalen Schwankungen

In den Metropolen könnten die Preise auch wegen des ausgeweiteten Angebots nachgeben

Moderate Verschuldung der privaten Haushalte, aber das Hypothekenzwachstum hat sich beschleunigt

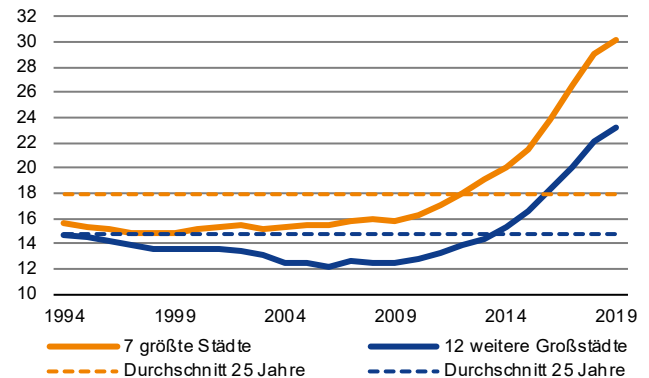
Durch den rapiden Preisanstieg kommen die Käufer mit dem Ansparen von Eigenmitteln nicht hinterher

DIE SCHULDEN DER DEUTSCHEN HAUSHALTE SIND MODERAT
SCHULDEN PRIVATER HAUSHALTE IN % DES VERF. EINKOMMENS



Quelle: Eurostat

BLASENBILDUNG BEI MEHRFAMILIENHÄUSERN?
KAUFPREIS MEHRFAMILIENHAUS IN RELATION ZUR JAHRESMIETE



Quelle: bulwiengesa, DZ BANK

Basis: 19 deutsche Großstädte

Der Gesamtbestand der Hypotheken dürfte solide sein. Jüngere Finanzierungen könnten aber eine höhere Risikolast tragen. Sie vereinen die höchsten Kreditbeträge, die geringsten Eigenmittelanteile und haben die teuersten Immobilien finanziert, die auch nur kurz vom Wertzuwachs am Immobilienmarkt profitieren konnten. Eine ganze Reihe der finanzierten Objekte dürften sich in teuren Städten mit einem erhöhten Korrekturrisiko befinden. Sollte es etwa im Zuge einer schwerer als erwartet verlaufenden Rezession zu ausgeprägteren Preisrückgängen kommen, könnte zumindest ein Teil der Finanzierungen Verluste hervorrufen.

„Junge“ Kredite sind verlustanfälliger

Mehrfamilienhäuser: Mietverluste können zu Preisrückgängen führen

Die Wohnungsvermietung galt lange Zeit als sichere Bank. Das zeigen die enorm gestiegenen Preise für Mehrfamilienhäuser. In diesem Jahr kommen auf die Vermietung jedoch größere Herausforderungen zu, nicht nur durch die Corona-Krise. Diese steht aktuell aber im Vordergrund. Viele Haushalte erleiden Einkommenseinbußen, etwa durch Kurzarbeit, sodass Mietstundungen, aber auch Mietrückstände in erheblichem Umfang drohen. Zudem wird das Kündigungsrecht wegen ausbleibender Mietzahlungen – wenn die Pandemie die Ursache ist – für drei Monate ausgesetzt. Während die Mieteinnahmen sinken, laufen die Kosten für den Unterhalt der Häuser aber unverändert weiter. Von Mieter- und Vermieterorganisationen wurde bereits ein staatlicher Wohnen-Fonds gefordert, der mögliche Mietausfälle trägt.

Das Prädikat „risikoarm“ gilt nicht mehr: Auf Vermieter kommen schwere Zeiten zu

Zu diesen Schwierigkeiten gesellen sich noch andere Belastungen. Das durch den angezogenen Neubau verbesserte Wohnungsangebot macht sich seit 2018 in langsamer steigenden Wohnungsmieten bemerkbar. Dazu kommt die ausgeweitete Regulierung. So wurde die Mietpreisbremse jüngst bis 2025 verlängert und noch einmal verschärft. In Berlin gilt ein Mietendeckel mit Mieterhöhungs-Stopp. Andere Städte stehen diesen Maßnahmen, die die vereinbarte Miete nachträglich senken können, aufgeschlossen gegenüber. Mit fortschreitenden Erfolgen bei der Bekämpfung der Pandemie dürften die Mietregulierung wieder auf die Tagesordnung zurückkehren.

Mietpreisbremse, Mieterhöhungs-Stopp und Mietendeckel sind weitere Belastungsfaktoren für Vermieter

Durch die steigenden Preise hat sich die relative Bewertung von Mehrfamilienhäusern binnen zehn Jahren enorm ausgeweitet. Die Relation aus Kaufpreis und Jahresmiete ist in den sieben größten Städten sowie in vielen anderen Großstädten weit über den historischen Mittelwert geklettert. 2009 lag die Relation im Durchschnitt der sieben Metropolen noch bei 16. 2019 kostete ein Mehrfamilienhaus im Durchschnitt schon 30 Jahresmieten. Mit sinkenden Mieteinnahmen und trüberer Aussichten auf Mietsteigerungen sind Preisrückgänge wahrscheinlich. Dennoch dürften Mehrfamili-

Preisrückgänge bei Mehrfamilienhäusern sind wahrscheinlich

enhäuser ein gefragtes Anlageobjekt bleiben. Durch das insgesamt knappe Wohnungsangebot bleibt die Wohnungsvermietung ein solides Geschäft, das aber mit größeren Herausforderungen und nicht mehr ganz so hohen Preisen einhergeht.

Dank der hohen Finanzkraft der Bundesrepublik und dem offenbar im internationalen Vergleich gut aufgestellten Gesundheitssystem könnte Deutschland besser als andere Länder durch die Corona-Krise kommen. Das könnte die Zuwanderung und damit die Nachfrage nach Mietwohnungen entsprechend steigen lassen.

Büroimmobilien: Geringe Leerstände dürften Mietrückgang dämpfen

Büroimmobilien zählten wie Mehrfamilienhäuser zu den gefragten Anlageobjekten. Mehr als die Hälfte der Investitionen in Gewerbeimmobilien flossen in Büroobjekte. Während Büros vor zehn Jahren oft leer standen, hat der geringe Büroneubau und das Beschäftigungswachstum Büroflächen zum knappen Gut gemacht. Die Leerstandsquoten sanken in einigen Städten – Berlin, München oder auch Münster – in Richtung von einem Prozent. Die hohe Nachfrage und das knappe Angebot haben zudem die Mieten – das zeigt die Abbildung auf Seite 7 – kräftig steigen lassen. Ein Pluspunkt gegenüber Mehrfamilienhäusern ist die geringe Regulierungsdichte.

Durch die Corona-Krise könnte die Bürovermietung jedoch erheblich belastet werden. Schließlich reagiert die Büroflächennachfrage spürbar auf den Konjunkturzyklus, oft aber erst mit einigen Quartalen Nachlauf. Durch die aktuell unsichere wirtschaftliche Zukunft werden es sich Unternehmen gut überlegen, ob sie noch Büros mieten, für die in Berlin, Frankfurt und München in besten Lagen zuletzt rund 40 Euro je Quadratmeter zu zahlen waren. Der in den Maklerberichten für das erste Quartal 2020 ablesbare Rückgang des Büroflächenumsatzes hat jedoch zwei Ursachen. In den ersten beiden Monaten litt das Vermietungsgeschäft unter dem immer knapperen Flächenangebot. Ab März wirkte sich dann der Lockdown der Wirtschaft aus. Im zweiten Quartal dürfte sich die Marktschwäche jedoch unverändert fortsetzen.

Zudem drohen Vermietern Mietausfälle, etwa durch Insolvenzen. So könnte insbesondere Startups rasch das Geld ausgehen. Auch die bislang boomende Vermietung flexibel nutzbarer Büroarbeitsplätze (Coworking) könnte erheblich leiden. Durch ihr Geschäftsmodell dürften die Umsätze der Anbieter von Coworking-Flächen stark einbrechen. Demgegenüber haben sie langfristigen Mietverträge für große Flächen in den besten Lagen abgeschlossen, sodass hohe laufende Kosten anfallen.

Erst in der zweiten Jahreshälfte dürfte der Büromarkt wieder anlaufen, wenn in den Unternehmen wieder ein regulärer Geschäftsbetrieb einkehrt ist. Wie sich die bislang dynamische Büronachfrage fortsetzt, ist offen, nicht nur wegen der Rezession. Zunächst gilt, dass sich der hohe Bürobedarf nicht in Luft auflöst. Die meisten Unternehmen werden bestrebt sein, die Rezession zu überbrücken und die mühsam eingestellten Fachkräfte an Bord zu halten. So können sie mit der bestehenden Mannschaft das Geschäft wieder hochfahren und verlieren in der Konjunkturerholung keine Umsätze durch Personalengpässe. Daher könnte die Büronachfrage die Krise – wenn sie kurz bleibt – moderat geschwächt überstehen. Das knappe Flächenangebots dürfte einen ausgeprägteren Mietrückgang verhindern. Die Vermieter dürften ihre Mietvorstellungen daher erst einmal aufrechterhalten.

Allerdings könnte es zu einem grundlegenden Strukturwandel in der Arbeitswelt kommen. Die Corona-Pandemie hat eine Vielzahl von Unternehmen veranlasst, notgedrungen und fast ohne Vorlauf das Experiment „100 Prozent Homeoffice“ durchzuführen. Dank erfahrener IT-Abteilungen und motivierter Mitarbeiter klappt das Arbei-

Steigende Wohnungsnachfrage durch Zuwanderung?

Büros haben sich zum Verkaufsschlager entwickelt.

Büroflächenumsatz ist im ersten Quartal 2020 eingebrochen

Vermietern drohen Mietausfälle, so könnten Startups und Coworking-Anbieter rasch in Geldnot geraten

Die Corona-Krise wird die Büronachfrage auf kurze Sicht schwächen, aber nicht einbrechen lassen

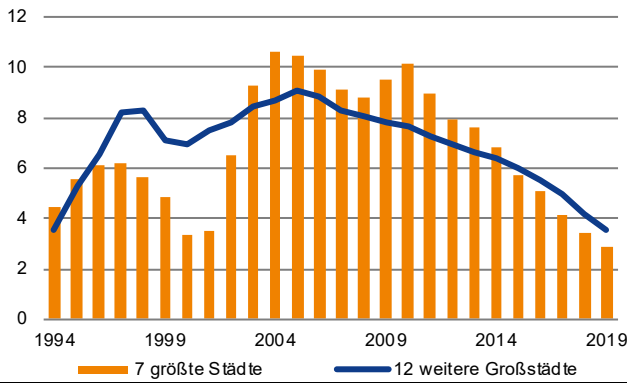
Projekt Homeoffice: Ändert sich die Arbeitswelt grundlegend?

ten von zuhause aus aber offenbar gut. Die oft kritisierten Datennetze in Deutschland scheinen das deutlich gestiegene Datenvolumen ebenfalls zu verkraften.

Was folgt daraus? Der erfolgreiche Belastungstest könnte Unternehmen zum Nachdenken bringen, ob die teure Bürofläche – pro Bürobeschäftigtem sind es rechnerisch fast 30 Quadratmeter – durch flexibles Arbeiten verkleinert werden kann. Die freien Schreibtische der Kollegen im Homeoffice können die Mitarbeitern nutzen, die im Büro arbeiten. Allerdings sind mit Homeoffice hohe rechtliche Vorgaben wie etwa beim Arbeitsschutz verbunden. Doch dafür dürften sich politische Lösungen finden. Vielleicht wollen viele Arbeitnehmer – und zugleich Wähler – den Freiraum behalten, den das Arbeiten im Homeoffice ermöglicht. So könnten die Unternehmen nicht nur Miete sparen, sondern zugleich die Mitarbeiterzufriedenheit steigern.

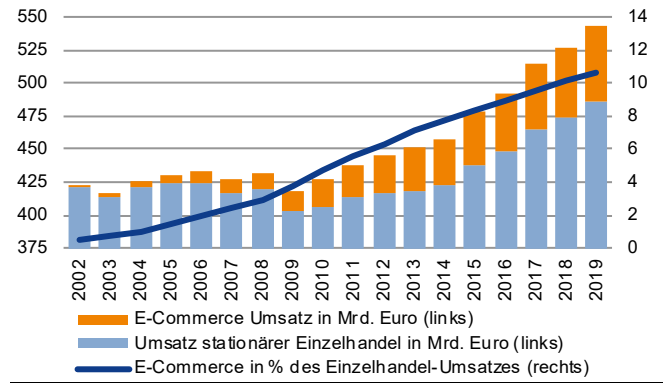
Mit flexibler Arbeitsorganisation können die Unternehmen kräftig bei der Büromiete sparen

BÜROFLÄCHEN SIND WIE WOHNUNGEN KAUM NOCH VERFÜGBAR
ANTEIL LEER STEHENDER BÜROFLÄCHE IN PROZENT



Quelle: bulwiengesa, DZ BANK

ONLINE-SHOPPING NIMMT DEM STATIONÄREN EINZELHANDEL EINEN RASCH WACHSENDEN UMSATZANTEIL AB



Quelle: HDE

Einzelhandel: Tiefschlag für Shopping-Center und Einkaufsmeilen

Für Shopping-Center haben sich Investoren schon vor der Corona-Krise kaum noch interessiert. Nur noch Super- und Fachmärkte waren dank ihrer Resilienz gegenüber E-Commerce gefragt. In den Innenstädten und Einkaufszentren leidet der klassische Einzelhandel mit Textilien, Schuhen und Elektronik schon lange unter dem erfolgreichen Online-Shopping. Die Mieten sanken bereits in vielen Top-Lagen der Innenstädte. Abseits wachsender Boomstädte ist die Tristesse in den 1A-Lagen in Form von Leerständen und Billig-Shops nicht zu übersehen. Bislang konnte aber die Gastronomie die rückläufige Flächennachfrage der Einzelhändler dämpfen.

Shopping-Center wollte zuletzt keiner mehr haben - gefragt waren vor allem Super- und Fachmärkte

Die Corona-Krise versetzt dem Einzelhandel einen Tiefschlag. Durch die angeordnete Ladenschließung bricht der Umsatz im Handel ein – Bestell- und Lieferservices können den Schaden in gewissem Umfang verringern. Mietausfälle drohen aber nicht nur durch das rapide erhöhte Insolvenzrisiko der Einzelhändler. Dazu kommen rückläufige Mietzahlungen durch die zunehmend üblichen Umsatzmieten. Zudem hatten eine ganze Reihe von Gastronomie- und Einzelhandelskonzepten schon vor dem Ausbruch der Pandemie Probleme. Das Corona-Virus könnte schon angeschlagene Unternehmen zum Aufgeben zwingen. Jüngst hat es die Restaurantketten Vapiano und Maredo getroffen. Auch die Textilketten Esprit und Colloseum sowie der Outdoor-Ausstatter McTrek sind insolvent. Der Kaufhauskonzern Karstadt/Kaufhof steckt ebenfalls in Schwierigkeiten und hat einen Insolvenz-Schutzschirm beantragt.

Einige Einzelhandels- und Gastronomieketten hatten schon vor der Corona-Krise Probleme

Die Staatshilfe kann den Schaden durch die Corona-Pandemie im Einzelhandel zwar verkleinern, er wird aber dennoch erheblich ausfallen. Die Vermietung von Einzelhandelsflächen wird damit noch schwieriger, der schon eingesetzte Mietrückgang dürfte sich beschleunigen. Die Belastungen könnten noch zunehmen, wenn das ohnehin beliebte Online-Shopping langfristig weiter Fahrt aufnimmt. Schließlich können – und müssen – die Deutschen derzeit nicht nur Homeoffice, sondern auch Online-Shopping ausgiebig testen. Das könnte auch die Haushalte vom bequemen Internet-Einkauf überzeugen, die Amazon und andere Versender bislang gemieden haben. Die trüben Aussichten für den klassischen Einzelhandel dürfte das Investoreninteresse weiter senken und im Zuge sinkender Mieten auf den Bewertungen lasten.

Gewinner und Verlierer: Logistik und Hotels

Logistikimmobilien stehen auf den Einkaufszetteln der Investoren weit oben. Der hohe und zudem wachsende Bedarf von Lager- und Logistikflächen durch das Online-Shopping trieb das Mietniveau nach oben. Vor allem citynahe Logistikareale werden benötigt, um kurze Lieferzeiten zu gewährleisten. Dieser Bedarf könnte noch steigen, wenn der Online-Handel durch die Corona-Krise weiter Fahrt aufnimmt.

Gute Aussichten versprechen zudem die Probleme, die durch internationale Lieferverflechtungen entstanden sind, nicht nur bei Medikamenten und medizinischer Schutzkleidung. Die Rückverlagerung von Produktion nach Deutschland könnte so vorangetrieben werden und mit einem wachsenden Bedarf an Lager- und Logistikflächen einhergehen. Auch die Vorratshaltung könnte ausgeweitet werden.

Wie Logistikobjekte waren Hotels bislang gesuchte Anlageobjekte. Dafür sprach ihr hohes Renditeniveau und der boomende Tourismus. Doch die Pandemieschutzmaßnahmen, Reisebeschränkungen und abgesagte Messen verursachen 2020 einen gewaltigen Umsatzschaden, der vom ausbleibenden Gastronomieumsatz der Hotelrestaurants noch vergrößert wird. Dieser Umsatzausfall lässt sich anders als in der Industrie und im Handel auch nicht durch Nachholeffekte mildern. Die in den zurückliegenden Jahren erheblich ausgeweitete Hotelkapazität macht es nicht besser. Denn wenn der Tourismusmarkt wieder anläuft, dürften die hohen Kapazitäten Preisnachlässe erzwingen. Erhebliche Mietausfälle, etwa durch insolvente Hotelbetreiber, dürften auf die Eigentümer der Hotelimmobilien zukommen.

Fazit: Kein Crash, aber spürbare Belastungen für den Immobilienmarkt

Die Corona-Pandemie sorgt nicht nur für den Lockdown der wirtschaftlichen Aktivität, sie beendet auch den rund zehn Jahre währenden Boom am deutschen Immobilienmarkt. Die rund laufende Wirtschaft, wachsende Beschäftigung und sinkende Zinsen haben die Immobilienpreise auf ein teilweise hohes Niveau gehoben. Daraus folgt ein nicht unerhebliches Rückschlagspotenzial. Allerdings dürften die weiterhin niedrigen Zinsen die Crash-Gefahr senken. Das gilt auch für den insgesamt unzureichenden Neubau, weil der nachlassenden Nachfrage ein meist knappes Angebot an Wohnungen und Gewerbeflächen gegenübersteht. Am Wohnungsmarkt reduziert zudem die moderate Verschuldung der privaten Haushalte die Risiken. Perspektivisch dürfte der Immobilienkauf attraktiv bleiben. Die Investorennachfrage sollte sich trotz schlechterer Vermietungsperspektiven ebenfalls stabilisieren. Das Anlageproblem ist angesichts negativer Anleiherenditen und hoher Unsicherheit an den Aktienmärkten ja nicht gelöst.

Mietrückgang im Einzelhandel dürfte sich noch beschleunigen

Logistik profitiert vom Online-Handel

Steigender Lagerbedarf durch Produktionsverlagerung nach Deutschland und größere Vorratshaltung

Hotelmarkt steht 2020 vor einem Totalschaden

Der Immobilienboom endet, eine Abwärtsspirale dürfte auch dank des knappen Angebots aber ausbleiben

Die Entwicklung der Corona-Pandemie und ihre wirtschaftlichen Folgen sind nicht absehbar. Somit lassen sich auch die Auswirkungen für den Immobilienmarkt nur schwer abschätzen. Kommt es zu einer kurzen Rezession mit anschließender Erholung, die von den Hilfspaketen von EZB und Regierung unterstützt wird, dürfte es bei einem „blauen Auge“ am Immobilienmarkt bleiben. Der Wohnungsbedarf ändert sich nicht durch die Krise. Der Bürobedarf dürfte sich ebenfalls weitgehend stabil zeigen, sofern es nicht zu einem kräftigen Stellenabbau kommt. Für die Logistik könnten sich die Aussichten sogar verbessern. Dagegen sind die Perspektiven für den Handel und für Hotels durch den starken Geschäftseinbruch trübe.

Vermieter müssen im laufenden Jahr auf Mietausfälle und Insolvenzen ihrer Mieter einstellen. Die zunehmende Regulierung trifft die Wohnungsvermieter somit zu einem denkbar ungünstigen Zeitpunkt. Insgesamt dürfte die Immobiliennachfrage von Mietern und Käufern schwächer werden. Gegen kräftig sinkende Mieten spricht das meist knappe Angebot.

Eine länger dauernde Wirtschaftskrise könnte den Immobilienmarkt aber nachhaltig belasten. Die teilweise hohen Bewertungen von Wohnungen und Gewerbeimmobilien könnten spürbar nachgeben. Dann dürften sich auch spürbare Verluste im Finanzierungsgeschäft zeigen. Bei vielen Hypotheken könnten Zahlungsausfälle eintreten, während Preisrückgänge die Kreditbesicherung abschmelzen lassen.

Unabhängig vom wirtschaftlichen Szenario könnte die Nachfrage am Immobilienmarkt nachhaltig beeinflusst werden. Die Corona-Krise scheint wie ein Katalysator auf die Digitalisierung und die Flexibilisierung der Arbeitswelt zu wirken. Homeoffice könnte zum Standard werden und die Büroflächennachfrage nachhaltig senken. Der Aufwärtstrend des Online-Handels könnte sich zudem noch beschleunigen und den klassischen Einzelhandel zum weiteren Rückzug mit entsprechenden Nachfragerückgängen nach Shoppingflächen zwingen.

Ausblick 2020:

- **Der Wohnungs- und Büromarkt übersteht die Krise halbwegs stabil**
- **Logistik könnte profitieren**
- **Handel und Hotels steht ein schweres Jahr bevor**

Sinkende Mieten und Mietausfälle belasten das Vermietungsgeschäft**Eine anhaltende Rezession könnte die Preise aber spürbar fallen lassen****Corona-Krise könnte wie ein Katalysator auf Digitalisierung und Arbeitswelt wirken**

I. IMPRESSUM

Herausgeber:

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 7447 - 01

Telefax: + 49 69 7447 - 1685

Homepage: www.dzbank.de

E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand: Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender), Uwe Berghaus, Dr.Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler, Michael Speth, Thomas Ullrich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft: Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister HRB 45651

Aufsicht: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.: DE114103491

Sicherungseinrichtungen: Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:

www.bvr-institutssicherung.de

www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt: Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft

© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2020 Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

II. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt. **Sonstige Research-Informationen** sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen für bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente enthalten**. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.
- 1.2** Die **Pflichtangaben für Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden** und **Verfahren** können **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen** werden unter: **www.dzbank.de/Pflichtangaben**.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:

- **Europäische Zentralbank - www.ecb.europa.eu**
Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
- **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - www.bafin.de**
Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1 Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.
- 3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Sonstigen Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
 - seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen

- 4.1** Die Häufigkeit der **Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen** hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen **unverbindlichen Anhalt** dafür, wann mit einer Aktualisierung gerechnet werden kann.
- 4.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung** Sonstiger Research-Informationen **besteht nicht**. Wird eine Sonstige Research Information aktualisiert, **ersetzt** diese **Aktualisierung** die bisherige **Sonstige Research Information mit sofortiger Wirkung**.
Ohne Aktualisierung **enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf von sechs Monaten**. Diese Frist **beginnt** mit dem **Tag der Publikation**.
- 4.3** Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen **vorübergehend** und **unangekündigt unterbleiben**.
- 4.4** Sofern Aktualisierungen **zukünftig unterbleiben**, weil ein Objekt / Aspekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

5. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

- 5.1** Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche **Conflicts of Interest Policy**, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die **kostenfrei** unter **www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen** und **abgerufen** werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.
- 5.2** Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-know-Prinzip kommuniziert werden.
- 5.3** Insbesondere durch die in **Absatz 5.2** bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.
- 5.4** Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.
- 5.5** Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

6. Adressaten und Informationsquellen

6.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Sie sind daher **nicht** geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse

und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraum und der Schweiz** freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

6.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind: Informations- und Datendienste (z. B. Refinitiv, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

III. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** genehmigt.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Finanzanalyse“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, and / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **„Sonstige Research-Information“** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten. Dieses Dokument darf in allen zuvor genannten Ländern nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK. Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder

gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden. Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten. Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzziele, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können. Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden. Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren. Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.
4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.
5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die

DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein.

Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.

7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften

oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.

Dieses Dokument darf in der Bundesrepublik Deutschland an Privatkunden weitergegeben werden.