

## **Pandemien und Immobilienmärkte – was lehrt die SARS-Pandemie von 2003, und was nicht?**

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

### **Einleitung**

Weltweit werden aktuell über 1,4 Mio. Fälle mit dem Coronavirus SARS-Cov-2 Infizierter gezählt. Und auch wenn es in einigen europäischen Ländern unterdessen deutliche Anzeichen für eine allmähliche Besserung der gesundheitlichen Lage gibt, kann von einem Ende der Pandemie keine Rede sein. Ein indirekter Gradmesser für die Besserung könnte neben dem Rückgang der Infektionszahlen und der täglichen Todesfälle in einigen europäischen Ländern zudem sein, dass in den Medien immer häufiger über die Folgewirkungen und mögliche Ausstiegsszenarien diskutiert wird.

Im letzten Standpunkt (No. 88) habe ich mögliche Implikationen für die deutschen Immobilienmärkte skizziert. An diese Ausführungen knüpfe ich nun an und schaue, was im Zuge der SARS-Pandemie von 2003 auf den Immobilienmärkten in Hongkong geschah und ob sich hieraus auch Schlussfolgerungen für die deutschen und europäischen Immobilienmärkte ableiten lassen.

Die SARS-Pandemie nahm ihren Ausgang Ende 2002 im Süden Chinas, von wo sie sich vor allem ab Februar über Hongkong nach Taiwan, Vietnam und Singapur, aber auch nach Amerika und Europa ausbreitete. In Hongkong erlag das öffentliche Leben in ähnlicher Weise wie jetzt in Europa, nach Reisewarnungen brach auch der Flugverkehr zusammen (-70% gg. Vj. im April und -80% im Mai 2003). Erst ab Mai kehrten Vietnam, Taiwan und später auch Hongkong zum gewohnten Leben zurück. Im Sommer galt die Pandemie (weitgehend) als überwunden, insgesamt wurden über 8.000 Infektionsfälle registriert und fast 800 Tote gemeldet, wobei über 20% der Fälle auf Hongkong und zwei Drittel auf den Rest Chinas entfielen. Insgesamt waren weniger als 30 Länder von der Pandemie betroffen, auf Europa entfielen nicht einmal drei Dutzend Fälle. Es ist wenig überraschend, dass die SARS-Pandemie in Europa keinen Niederschlag im kollektiven Gedächtnis fand und es nur überschaubare politische Weichenstellungen für die Zukunft gab. Dies gilt jedoch nicht für Hongkong. Insofern lohnt der Blick auf diese chinesische Sonderverwaltungszone.

### **Wirtschaftlicher Schock**

Das Erliegen des öffentlichen Lebens führte in Hongkong (und in ähnlicher Dynamik auch in Singapur) zu massiven Rückgängen im Einzelhandel (-10%) und im Tourismus (-70%) im Frühjahr 2003.

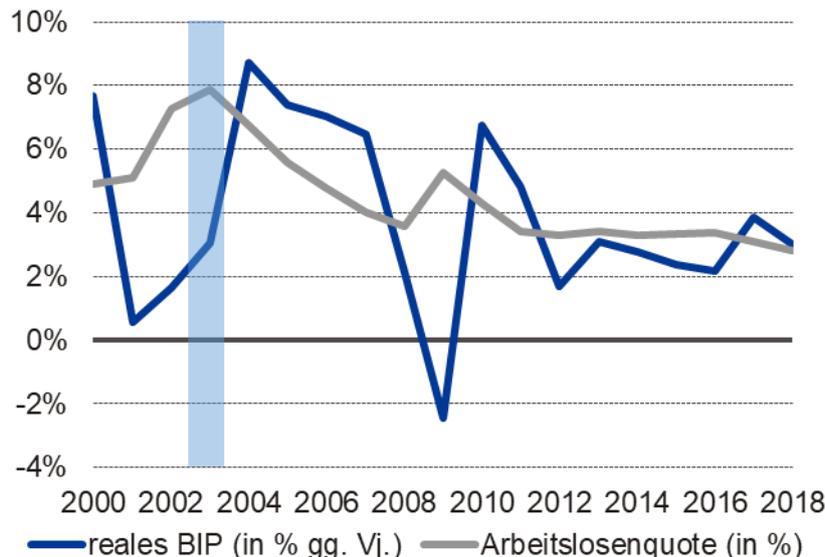
Lee und McKibbin (2004) modellierten für Asien einen dreifachen Schock: erstens stieg die Länderrisikoprämie besonders betroffener Länder um rd. 200 Basispunkte, die Kreditaufnahme erschwerte sich, Investitionen wurden zurückgestellt, zweitens brach die

Nachfrage in den besonders betroffenen Sektoren um durchschnittlich 15% ein und drittens kam es in betroffenen Sektoren zu Kostensteigerungen in der Größenordnung von 5%, da Schutzmaßnahmen ergriffen werden mussten oder weil sich Inputs verteuerten - jeweils über einen Zeitraum von sechs Monaten. Gemäß ihren Simulationen reduzierte SARS die Wirtschaftsleistung in China kurzfristig um rd. 1%, jene in Hongkong um über 2,5%. Die langfristigen Effekte waren noch höher. Für OECD-Staaten wurde kein nennenswert negativer Schock geschätzt.

**Abbildung 1** veranschaulicht für Hongkong, dass dank fiskalischer Impulse und der drakonischen Abschottung der betroffenen Regionen bereits 2004 wieder sehr hohes Wachstum und ein stetiger Rückgang der Arbeitslosenquote erreicht wurde. Wichtig ist für die spätere Einschätzung auch, dass über das gesamte Jahr 2003 Hongkong keinen Rückgang im Bruttoinlandsprodukt erlebte, da schon im zweiten Halbjahr eine Öffnung erfolgen konnte. Auch das Passagieraufkommen am Flughafen Hongkong hatte Ende 2003 wieder das Vorpandemieniveau erreicht. Wichtig ist freilich auch, dass Hongkong nicht aus einer Boomphase herausgerissen wurde, sondern seit den späten 1990er Jahren eine regelrechte Schockkaskade durchlebt hatte.

## Wirtschaft auf Jahressicht nur moderat geschwächt

BIP-Wachstum in %; Arbeitslosenquote in %



Quelle: Weltbank

Abbildung 1: Wirtschaftsleistung in Hongkong

## Auswirkungen auf die Immobilienmärkte in Hongkong

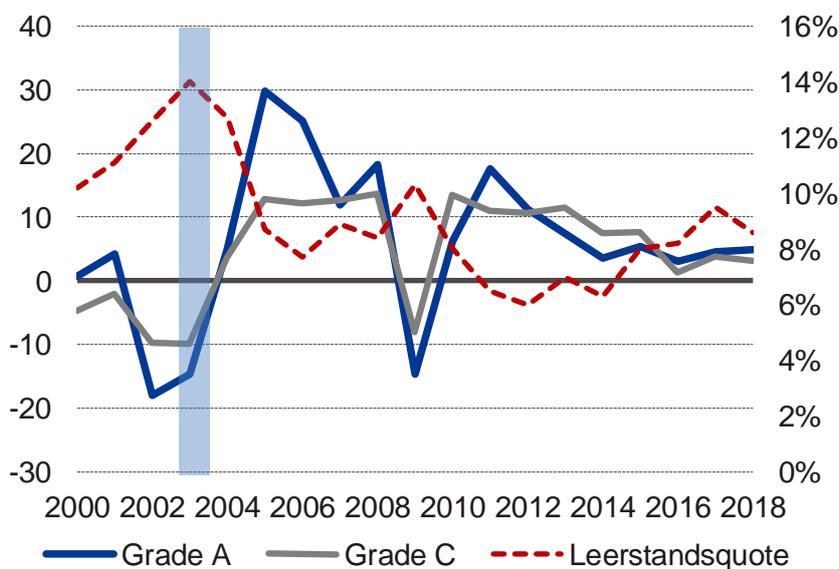
Für die Immobilienmärkte von Hongkong bedeutete die SARS-Pandemie letztlich den dritten Folgeschock nach der Asienkrise der späten 1990er Jahre und der geplatzten Dot-Com-Blase in den frühen 2000ern. Auf den Büovermietungsmärkten verschärfte die SARS-Pandemie den Abwärtsdruck bei steigenden Leerstandsquoten also zusätzlich. Der kumulierte Mietrückgang in den Jahren 2002 und 2003 fiel etwa doppelt so stark aus wie im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise 2009. Der größte Teil der Vermietungsrisiken war jedoch bereits vor der Pandemie entstanden, SARS verlängerte die angespannte Lage auf den Büovermietungsmärkten.

Immerhin setzte die Erholung rasch nach der Öffnung der Märkte ein, und bereits 2004 wurden wieder Mietzuwächse erzielt. Für Einzelhandelsimmobilien fielen die Mietrückgänge in der Abschottungsphase natürlich stärker aus als für Büroimmobilien, der Aufholprozess verzögerte sich aber nur etwas; bis Ende des ersten Quartals 2004 erreichten auch die Einzelhandelsmieten wieder das Niveau vor der SARS-Pandemie.

## Büromarkt Hongkong

links: Mieten in % gg. Vj.

rechts: Leerstandsquote in %



Grade A Büro steht für die qualitativ hochwertige, moderne Büros  
Grade C Büro steht für einfache Standardbüros.

Quelle: Hongkong Rating and Valuation Department

Abbildung 2: Büromarkt Hongkong

Auf den ersten Blick legt **Abbildung 2** den Schluss nahe, dass die qualitativ hochwertigen Büroflächen stärker im Zuge der SARS-Pandemie in Mitleidenschaft gezogen wurden, fiel doch der prozentuale Rückgang kräftiger aus als jener für Standardbüroflächen – zumal die Trendwachstumsrate für Büromieten Grade A etwa einen Prozentpunkt oberhalb der Trendwachstumsrate für Grade C Büroflächen liegt. Kontrolliert man jedoch den Schock sowohl um die Trendwachstumsrate als auch um die mittlere Volatilität des jeweiligen Marktsegments, zeigt sich, dass hochwertige Büroflächen etwas besser durch die Krise kamen als einfache Büroflächen. Die Überschussabweichung (jährliches Mietwachstum abzüglich des mittleren Trendwachstums) belief sich 2003 für Grade A-Büros auf gut -1,6 Standardabweichungen, im Jahr 2005 erholten sich diese Büroflächen aber schon wieder mit 1,9 Standardabweichungen. Für einfache Grade C-Büros lag der Abwärtsschock bei knapp -1,8 Standardabweichungen im Jahr 2003 und die Erholung bei „nur“ einer Standardabweichung im Jahr 2005 (2004 stiegen die Büromieten etwas langsamer als die Trendrate, allerdings verlief auch hier die Entwicklung etwas günstiger für die hochwertigen Grade A-Büros).

Das bedeutet, im Zuge der SARS-Pandemie realisierten Investoren in hochwertige Büros eine sehr deutliche Qualitätsprämie – dem heftigen Rückgang stand ein nachfolgender überproportionaler Anstieg gegenüber.<sup>1</sup>

Auch die Wohnungsmärkte wurden in Hongkong im Zuge der SARS-Pandemie belastet. Allerdings war der Effekt deutlich schwächer ausgeprägt als jener für Gewerbeimmobilien. Da das Wirtschaftswachstum wie oben gezeigt aber um 260 Basispunkte geschwächt wurde, dürfte der Aufschwung auch auf den Wohnungsmärkten verspätet eingesetzt haben.

Vor allem aber lässt sich kein Qualitätsbonus für Wohnungen feststellen – weder in der Mietdynamik noch in den relativen Mietrenditen. Letztlich bestimmte das seit 2003 knapp bleibende Wohnungsangebot die Miet- und Preisentwicklung stärker als die Pandemie.

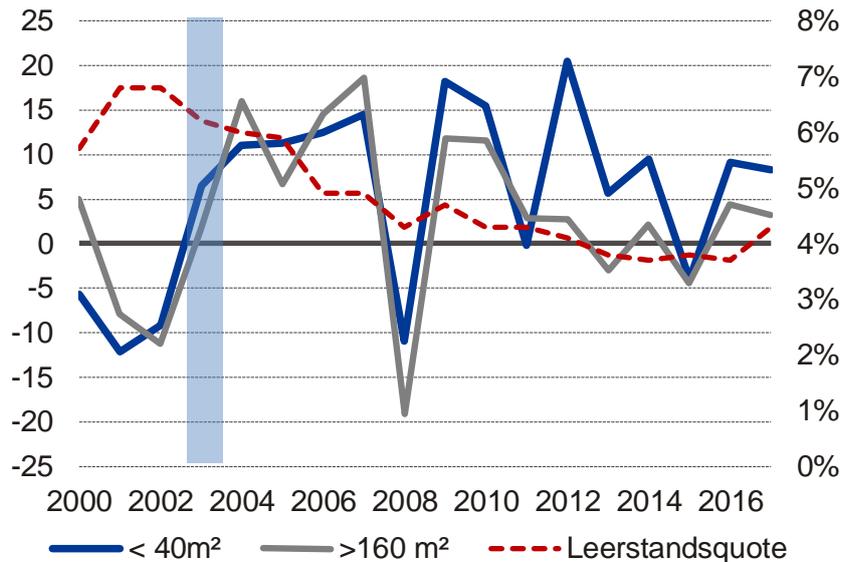
---

<sup>1</sup> Die Mietrenditen gingen zunächst (2004) für Grade A Büros stärker zurück als jene für einfachere Büros. Dieser Effekt auf die Mietrenditen wirkte jedoch nicht lange, sondern erodierte zunehmend.

## Wohnungsmarkt Hongkong

links: Wohnungsmieten/m<sup>2</sup> in % gg. Vj.

rechts: Leerstandsquote in %



Quelle: Hongkong Rating and Valuation Department

Abbildung 3: Wohnungsmarkt Hongkong

### Grenzen der Übertragbarkeit auf die SARS-CoV-2 Pandemie 2020

Hongkong ist in mehrfacher Hinsicht ein besonderer Immobilienmarkt. Die geografische Lage limitiert die Angebotsseite, und die Rolle, die Hongkong für den Welthandel und die Weltfinanzmärkte spielt, sorgen für heftige Nachfrageumschwünge auf den Immobilienmärkten in Hongkong. Die Immobilienmärkte reagieren viel stärker auf Schocks als es deutsche Immobilienmärkte tun. Die oben skizzierten Marktbewegungen würden bei einem ähnlichen Schock weder die deutschen Büro- noch die deutschen Wohnungsmärkte in ähnlich massiver Weise treffen können (weder nach unten noch nach oben). Auch befanden sich die deutschen (europäischen) Immobilienmärkte zuvor in einer marktstarken Phase und nicht wie Hongkong in einer sowieso labilen Situation. Ob dies nun freilich ein Vorteil oder ein Risikopunkt ist, bleibt abzuwarten.

Allerdings ist die Corona-Pandemie 2020 ungleich heftiger als der Schock 2003, den Hongkong überstehen musste. Es sind nahezu alle Länder der Erde von der Corona-Pandemie 2020 betroffen, und gerade die OECD-Länder reagieren nahezu unisono mit einschneidenden Beschränkungen. Da diese jedoch zeitlich verschoben einsetzen, dürfte sich eine längere Schocksituation für viele kontaktintensive Branchen ergeben (insbesondere Tourismus und Gastronomie). Letztlich konnte sich Hongkong auch deswegen so schnell

erholen, weil die restliche Welt eben nicht auf der Bremse stand. Nun müssen die drei größten Wirtschaftsräume in überlappenden Zeiträumen ihre Produktion und ihren Konsum einschränken. Selbst bei einem V-förmigen Verlauf dürfte das globale Bruttoinlandsprodukt 2020 deutlich zurückgehen – zur Erinnerung: der SARS-Effekt 2003 wurde für die Weltwirtschaft im Bereich eines Rundungsfehlers geschätzt.

Ein dritter, nicht zu unterschätzender Effekt dürfte sein, dass SARS 2003 trotz der weltweiten Berichterstattung überwiegend ein lokal begrenztes Phänomen blieb und bei den allermeisten Menschen außerhalb Chinas im Alltag keine Spuren hinterließ. Dies ist 2020 anders, denn die Pandemie führt zu Einschränkungen nahezu aller Menschen - weltweit. Die Folgen dürften wirtschaftliche Strukturveränderungen sein, die durch politische Rahmenverschiebungen induziert werden. Kurzum, die SARS-Pandemie 2003 sollte auf keinen Fall in ihrer Dimension als Blaupause dienen, um mögliche Anpassungspfade auf europäischen Immobilienmärkten einzuschätzen.

Und dennoch sind m. A. drei wichtige Lehren auf der Grundlage dieser Rückschau auf die Entwicklungen in Hongkong vor 17 Jahren für uns Europäer möglich:

- 1) Eine mehrmonatige Ausgangssperre führt zu heftigen kurzfristigen Risiken für Vermietungs- und Investmentmärkte, kann aber in einigen Quartalen wieder aufgeholt werden. Da der weltweite Schock aufgrund der Phasenverschiebung der Pandemie länger anhalten wird als die Ausgangssperre seinerzeit in Hongkong, wird die wirtschaftliche Erholung länger brauchen als in 2003 – oder erfordert umfangreichere staatliche Gegenmaßnahmen. Wichtig ist, dass in den meisten Assetklassen in Europa vor dem Corona-Schock kein Überangebot aufgebaut wurde. Dies dürfte nun wie ein Sicherungsnetz wirken.
- 2) Die Wohnungsmärkte reagieren deutlich weniger heftig als die Gewerbeimmobilienmärkte. Weil es eben in vielen Städten Knappheit auf Wohnungsmärkten gab, ist ein jähes Sinken der Mieten unwahrscheinlich; eine Preiskorrektur ist indes insbesondere für besonders illiquide Marktsegmente vorstellbar. Dies kann gerade auch Betreiberkonzepte und Projektentwicklungen betreffen, weil hier das Betreiberrisiko und/oder das Finanzierungsrisiko hinzukommen können. Auf Gewerbeimmobilienmärkten dürfte die „Flucht in Qualität“ dann stärker ausgeprägt sein als auf Wohnimmobilienmärkten.
- 3) Die Mietrenditen in Hongkong haben sich nach kurzen Ausschlägen rasch auf einen langfristigen Abwärtstrend bewegt. Immobilien als Assetklasse sind also auch nach SARS als relativ sichere Anlageklasse bewertet worden. Eine wichtige Voraussetzung hierfür müsste aber sein, dass es umfangreiche Vorkehrungen und belastbare Notfallpläne für den Fall neu auftretender Pandemien geben muss. Eine weitere wichtige Voraussetzung hierfür muss ebenfalls sein, dass die zu erwartenden Strukturveränderungen in Wirtschaft und Gesellschaft nicht so stark werden, dass die Geschäftsmodelle der Immobiliennutzungen in Frage stehen. Dies ist für Wohnnutzungen unwahrscheinlich. Für Gewerbeimmobilien sind indes zahlreiche Strukturverschiebungen vorstellbar. Einige könnten Geschäftsmodelle in Europa stärken (z.B. im Zuge verringerter internationaler Arbeitsteilung), andere werden Geschäftsmodelle schwächen (z.B. durch geänderte digitalere Handels-, Meeting-

oder Arbeitsprozesse). Unsicherheit erfordert eine Risikoprämie. In den nächsten Jahren wird eine zentrale unternehmerische Frage sein, wie groß die assetklassenspezifisch angemessenen Risikoprämien in der Post-Corona-Zeit sein müssen.

#### Literatur

Just, T. (2020). Mögliche Implikationen für die Immobilienwirtschaft im Zuge der Corona-Pandemie. IREBS Standpunkt No. 88.

Lee, J-W. and McKibbin, W.J. (2004). Globalization and disease: The case of SARS. In: Asian Economic Papers 3(1), S. 113-131.

#### Prof. Dr. Tobias Just FRICS

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



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