



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

Hauspreiszyklus könnte im Jahr 2024 enden

8. März 2021

Autor

Jochen Möbert
+49 69 910-31727
jochen.moebert@db.com

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Jahrelang haben wir, oft gegen die vorherrschende Meinung, prognostiziert, dass der Zyklus noch andauern wird. Im April 2020 in der Corona-Krise schrieben wir, dass der Zyklus lediglich pausiert, aber nicht endet. Auch im Jahr 2021 dürfte der Zyklus dank Niedrigzinsumfeld, fundamentaler Angebotsknappheit und aktueller Unterbewertung intakt bleiben.

Jedoch legen unsere Analysen nahe, dass der bundesweite Preiszyklus in dieser Dekade zu Ende geht. Trotz aller Unsicherheit halten wir ein Zyklusende im Jahr 2024 für wahrscheinlich.

Die fundamentale Angebotsknappheit lässt in den kommenden Jahren nach. Dazu trägt auch die geringere Zuwanderung während der Pandemie bei. Noch bestehende Unterbewertungen aufgrund des Niedrigzinsumfeldes werden bei anhaltend hoher Preisdynamik zunehmend beseitigt. Damit steigt das Risiko, dass Zinserhöhungen eine Verkaufswelle auslösen. Aber auch ohne Zinsschock verlieren deutsche Wohnimmobilien zumindest im Vergleich zu anderen Wohnimmobilienmärkten an Attraktivität.

Endet der Zyklus tatsächlich im Jahr 2024, dann erwarten wir aufgrund historischer Vergleichsdaten für kurze Zeit rückläufige nominale Hauspreise. Kumuliert könnte über drei Jahre ein Minus von 5% zu Buche schlagen, falls weitere belastende Effekte, etwa durch eine Wirtschafts- und Finanzkrise, ausbleiben.

Steigen die Hauspreise im Anschluss an die Korrekturphase wieder mit dem historischen Durchschnitt von rund 2,5% pro Jahr, dann können Investoren über die Dekade trotz zwischenzeitlicher Preisdelle mit einem Plus von rund 24% kalkulieren. Zudem dürfte die durch den Preisrückgang wieder auf rund 4% steigende Mietrendite für viele institutionelle Investoren attraktiv sein. In diesem Szenario bleiben massive Verwerfungen aus und deutsche Wohnimmobilien bleiben in vielen Portfolien ein bedeutender Ertragsbaustein.

Dieser Ausblick enthält auch einen Blick auf die elf deutschen Metropolregionen. Unseren Berechnungen und Einschätzungen nach enden die Zyklen in Bremen und Hamburg vor dem Jahr 2024, da dort die fundamentale Angebotsknappheit früher beseitigt wird.

Besonders lang laufende Zyklen erwarten wir für Berlin und Leipzig. Berlin sehen wir weiterhin auf dem Weg zu einer globalen Metropole, während man für Leipzig aufgrund des Dorf- und Kreissterbens in der Metropolregion einen besonders kräftigen regionalen Zuzug erwarten kann.



Inhaltsverzeichnis	Seite
A. Basisszenario: Corona-Krise wird überwunden	3
Angebotsknappheit bleibt im Jahr 2021 trotz Corona bestehen	3
Corona hat die Angebotsknappheit kaum reduziert	4
Arbeitsmarkt stabilisiert sich im Jahr 2021. Rückkehr zu Vollbeschäftigung und kräftigem Lohnwachstum braucht Zeit	5
Corona unterbricht den Zuwanderungsboom	5
Weitere Nachfragetreiber: Trend zu Single-Haushalten, höhere Wohnfläche pro Kopf, Überbelegung und Qualitätsmängel	6
Hypothekenzinsen laufen bis zur Jahresmitte 2022 seitwärts	7
Was bringt das Wahljahr 2021? Striktere und mehr Regeln, mehr Forderungen nach bezahlbarem Wohnraum, mit limitiertem Erfolg	8
B. Historische Binnenwanderung von Ost- nach Süddeutschland über die letzten 30 Jahre	9
1990-2020: Zahl der Einwohner in den elf Metropolregionen erhöht sich um mehr als 3 Mio.	10
Rund 15 Mio. Menschen leben in Regionen mit schrumpfender Einwohnerzahl	12
2011-2020: Kräftige Miet- und Preiserhöhungen in den Metropolregionen und oft auch außerhalb	13
C. In dieser Dekade endet der Zyklus	16
1. Historischer Vergleich: Aktueller Zyklus reiht sich ein in die 20 längsten Hauspreiszyklen in den Jahren 1960 bis 2020	16
2. Internationaler Vergleich absoluter Haus- und Wohnungspreise	17
3. Internationaler Vergleich relativer Haus- und Wohnungspreise	17
4. Die fundamentale Angebotsknappheit in Deutschland	19
5. Regionale Unterschiede der fundamentalen Angebotsknappheit	21
6. Binnenwanderung aufgrund von Kreis- und Dorfsterben	23
7. Niedrigzinsen treiben institutionelle Investoren in Immobilien	24
8. Sind drei Regulierungswellen bis zum Jahr 2030 eine zu viel? Regulierungsparadox schützt Investoren vor ersten beiden Wellen	27
Gebäudesektor: CO ₂ -Ziele für das Jahr 2030 kaum zu erreichen	28
Zusammenfassung und Ausblick für Deutschland	30
Ausblick für Metropolen und Metropolregionen	32



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

A. Basisszenario: Corona-Krise wird überwunden

Das hier beschriebene Positivszenario könnte durch folgende Entwicklungen infrage gestellt werden:

1

- Impfstoff nicht in ausreichender Menge vorhanden.
- Mehrere Impfdosen nötig für vollen Schutz (je nach Impfstoff).
- Impfungen führen zu schweren und/oder häufigen Nebenwirkungen.
- Wirkung der Impfungen auf wenige Monate begrenzt. Regelmäßige Impfungen nötig.
- Impfbereitschaft überlastet.
- Mutationen erfordern neuen Impfstoff.

Quelle: Deutsche Bank Research

Dieser Ausblick auf den deutschen Wohnimmobilienmarkt unterstellt ein allmähliches Abflauen der Corona-Krise im Jahresverlauf. Beschlossen ist ein Lockdown bis 28. März, verbunden mit der Hoffnung, dass die Infektionszahlen auf dem aktuell niedrigen Niveau bleiben oder weiter fallen und auch die Belastung der Krankenhäuser und Intensivstationen weiter zurückgeht. Mit dem Beginn des Frühjahrs und höheren Temperaturen dürfte wie bereits im Vorjahr die Winterwelle enden. Da bis zum Frühjahr auch der Anteil der Geimpften zumindest in den Risikogruppen stark zugenommen haben dürfte, könnte die Zahl der Patienten mit schweren Verläufen über das Sommerhalbjahr kräftig fallen. Im Sommer des Jahres 2020 lag der Tiefpunkt deutlich unter 300 Patienten mit schweren Verläufen. Setzen sich die Impfungen mit erhöhtem Tempo im Jahresverlauf fort, dann kann man erwarten, dass es im Winter 2021/22 nur zeitlich und regional begrenzte Ausbrüche geben wird. Die Krankenhäuser dürften dann nur vereinzelt an ihr Leistungslimit stoßen. Der Einfluss auf die Wirtschaft schwindet in diesem Szenario zusehends und zumindest für die Nichtrisikogruppen normalisiert sich der Alltag wieder.

Angebotsknappheit bleibt im Jahr 2021 trotz Corona bestehen

Basierend auf unseren Annahmen zur Corona-Krise erwarten wir ab dem zweiten Quartal eine kräftige wirtschaftliche Erholung. Nach dem BIP-Einbruch um 4,9% im Jahr 2020 prognostizieren wir ein kräftiges Plus von 4,0% für das Jahr 2021. Das fundamentale Umfeld im deutschen Wohnungsmarkt, insbesondere die Angebotsknappheit, bleibt wohl noch mehrere Jahre bestehen. Im Jahr 2019 wurden laut Statistischem Bundesamt rund 293.000 Wohnungen fertiggestellt. Viele Bauindikatoren brachen am Anfang der Pandemie kräftig ein. Im Anschluss erholten sie sich aber wieder rasant. Die letzten vorliegenden Datenpunkte zeigen sogar einen leichten Anstieg des Auftragseingangs und der Industrieproduktion im Bauhauptgewerbe gegenüber dem Vorjahresmonat an. Der Bausektor war also insbesondere im Vergleich zum Verarbeitenden Gewerbe und vielen Dienstleistungssektoren eine Konjunkturstütze. Daher könnte die Zahl der im Corona-Jahr 2020 fertiggestellten Wohnungen womöglich sogar leicht höher liegen. Wir erwarten ein Plus von 295.000 Wohnungen (Erwartung im April 2020: 260.000).¹

Auch im Jahr 2021 und in den Folgejahren dürfte aufgrund der zahlreichen strukturell hemmenden Faktoren die Zahl der fertiggestellten Wohnungen nur allmählich auf über 300.000 steigen. Unseres Erachtens liegt die strukturelle Nachfrage in Deutschland bei mehr als 350.000 Wohnungen² pro Jahr. Die Zahl von rund 360.000 erteilten Baugenehmigungen im Wohnungsbau im Jahr 2020, was auch dem jährlichen Durchschnitt von 2016 bis 2020 entspricht, deutet ebenfalls eine Wohnungsnachfrage in dieser Höhe an. Angesichts der schweren Wirtschaftskrise ist die hohe Zahl an Baugenehmigungen im Jahr 2020 eine positive Überraschung. Offenbar haben sich die positiven Nachfragetreiber wie Flucht in Sachwerte und Sicherheit, Angst vor Inflation, zusätzlicher Nachfragebedarf durch Homeoffice und der Nachfragerückgang durch die zahlreichen Job- und Existenzängste mehr oder weniger neutralisiert. Als Folge der hohen Nachfrage und des knappen Angebots ist der „Baustau“, also die Differenz zwischen genehmigten, aber nicht fertiggestellten Wohnungen, im Jahr 2020 erneut angestiegen. Laut Statistischem Bundesamt hat sich der Baustau zwischen

Plausibilisierung der Wohnungsnachfrage in Höhe von 350.000 Wohnungen pro Jahr

2

- Durchschnitt 1990-2019: 323.900 fertiggestellte Wohnungen pro Jahr.
- 1991-2019 durchschnittliches Verhältnis von Fertigstellungen zu Wohnbestand = 0,86%. Multipliziert mit aktueller Anzahl an Wohnungen 42,5 Mio. (Quelle: bulwiengesa) = 366.100 Wohnungen pro Jahr.
- Annahme: Eine Wohnung steht durchschnittlich 100 Jahre zur Verfügung. Folglich sind 1% neu fertiggestellte Wohnungen pro Jahr nötig. Wohnbestand von 42,5 Mio. impliziert ein Baubedarf von 425.300 Wohnungen.
- Die Datenlage für eine Unterteilung in demografischen Bedarf, Bedarf durch Zuwanderung, Ersatzbedarf und Nachholbedarf ist aus unserer Sicht kaum gegeben. Zumal diese Bedarfe regelmäßig überlappen und eine hohe Nachfrage die Nutzungsdauer des Bestandes erhöhen dürfte. Zudem sind Informationen über die Wohnungsqualität rar.

Quelle: Deutsche Bank Research

¹ Veröffentlichung im Mai/Juni 2021.

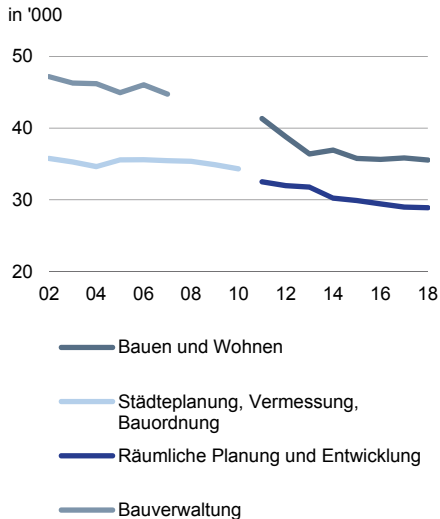
² Bundesministerium des Innern, für Bau & Heimat: 350.000, Institut der deutschen Wirtschaft: 342.000.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

Personal im öff. Dienst der Kommunen im Bereich Bauen und Wohnen

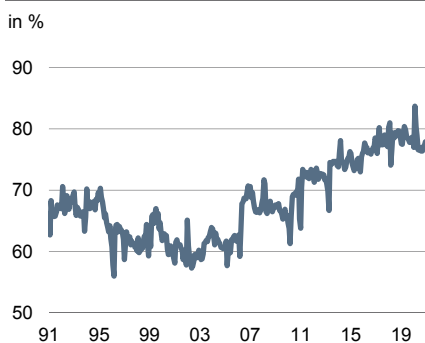
3



Quelle: Statistisches Bundesamt

1991-2020 Kapazitätsauslastung im Bauhauptgewerbe

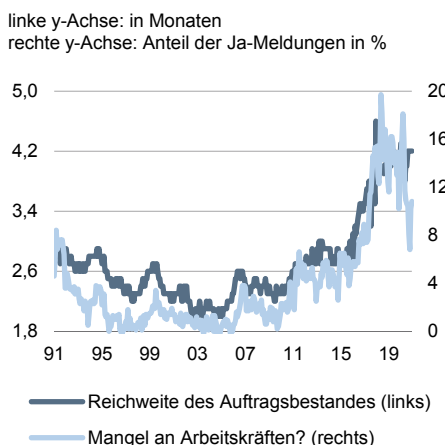
4



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

1991-2020 ifo: Bauumfrage

5



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

den Jahren 2010 und 2019 von 334.000 auf 740.000 mehr als verdoppelt. Alleine der Abbau dieses Bauüberhangs dürfte mehrere Jahre dauern. Da nicht jede Nachfrage auch zu einer Genehmigung führt, dürfte die Wohnungsnachfrage insgesamt noch größer sein, als der Baustau impliziert. Wenngleich eine über Jahre unbefriedigte Nachfrage in der Zukunft nur noch teilweise marktrelevant sein könnte, hätten unserer Einschätzung nach aggregiert über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 mehr als eine Mio. zusätzliche Wohnungen gebaut werden müssen, um der Nachfrage gerecht zu werden. Vor diesem Hintergrund halten wir an unserer Erwartung fest, dass der laufende Zyklus noch einige Zeit andauern wird. Aus fundamentaler Sicht dürften Mieten und Preise weiter steigen. Selbst bei einem Nachlassen der Wohnungsnachfrage werden der Abbau des Baustaus und die bisher unbefriedigte Nachfrage den Markt noch stützen. Die hohe Preisdynamik wird erst zügig zu Ende gehen, wenn die jährlichen Fertigstellungen die Wohnungsnachfrage übertreffen. Wie wir unten darlegen, gibt es dabei große regionale Unterschiede.

Corona hat die Angebotsknappheit kaum reduziert

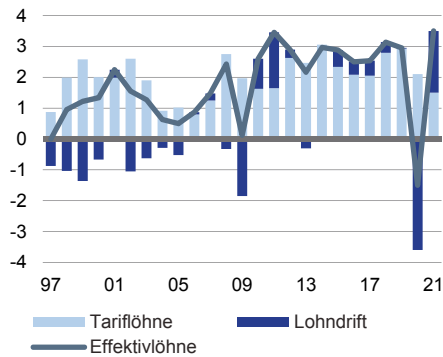
Der Mangel an Bauland bleibt ein Haupthindernis für den Neubau von Wohnungen, der sich insbesondere in den Ballungsgebieten bemerkbar macht. Die Bundesanstalt für Immobilienaufgaben könnte in den folgenden Jahren 5.000 Liegenschaften veräußern. Die Effekte auf den Wohnungsmarkt halten wir für begrenzt. Zumal die Entwicklung von unbebauten Liegenschaften zu bezugsfertigem Wohnraum mehrere Jahre dauern dürfte. So bremsen die langwierigen Planungs- und Genehmigungsverfahren seit Jahren. Die ebenfalls im Rahmen der Wohnraumoffensive angedachten Digitalisierungsvorhaben dürften wie so viele öffentliche Digitalisierungsprojekte hinter den vollmundigen Versprechungen zurückbleiben. Dazu trägt wohl auch eine oft knappe Personaldecke der Bauämter bei. Bundesweit ist die Zahl der Personalstellen im öffentlichen Dienst der Kommunen für den Bereich Bauen und Wohnen wie auch in der Bauverwaltung seit dem Jahr 2011 um rund 10% zurückgegangen. Viele Investoren klagen über die langwierigen Prozesse in den Bauämtern. Ist die „Hürde“ öffentliche Hand genommen, stellt der nach wie vor hohe Auslastungsgrad und vor allem Fachkräftemangel in den ausführenden Bauunternehmen das nächste Hemmnis für eine schnellere Fertigstellung neuer Wohnungen dar. So hat die Corona-Krise die Kapazitätsauslastung im Bauhauptgewerbe kaum reduziert und ähnelt der Größenordnung nach den wetterbedingten jahreszeitlichen Schwankungen. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes erhöhte sich die Zahl der Beschäftigten im Bauhaupt- und Ausbaugewerbe zusammen vom Jahr 2009 bis 2019 zwar um 30%, der Auftragsbestand im Bauhauptgewerbe vervierfachte sich jedoch nahezu. Auch im Jahr 2020 legte er weiter zu, wenngleich nur um wenige Prozentpunkte. Entsprechend liegt laut ifo-Umfragen der Anteil der Unternehmen, die über einen Mangel an Arbeitskräften klagen, weiterhin auf einem hohen Niveau. Jedoch haben die Hygiene- und Abstandsregeln wohl die Nachfrage nach Arbeitskräften im Jahr 2020 etwas reduziert. So klagten vor der Corona-Krise rund 14% der befragten Unternehmen über einen Mangel an Arbeitskräften. Im Jahr 2020 war dieser Wert sehr volatil. Zunächst stieg er im März auf über 18%, fiel dann bis Oktober sukzessive auf 6,8% und erhöhte sich bis Dezember dann auf fast 11%. Trotz dieser hohen Volatilität blieb der Wert im Vergleich über die letzten 30 Jahre auf einem relativ hohen Wert (1991-2020 Median: 2,4%). Aus unserer Sicht besteht der allgemeine Arbeitskräftemangel am Bau über die kommenden Jahre fort. Da die Babyboomer zunehmend das Rentenalter erreichen, ist sogar mit einer Verschärfung zu rechnen. Somit werden strukturelle Engpässe die Neubauaktivität weiter belasten. Die in den letzten Jahren anziehenden Baukosten dürften unter diesen Vorzeichen eher noch an Dynamik gewinnen.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

2021 Geringes Tariflohnplus, Rückführung Kurzarbeit dürfte Effektivlöhne treiben 6

Gesamtwirtschaft, Personenkonzept, % gg. Vj.



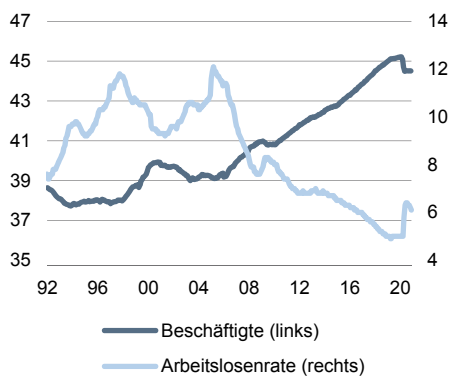
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Arbeitsmarkt stabilisiert sich im Jahr 2021. Rückkehr zu Vollbeschäftigung und kräftigem Lohnwachstum braucht Zeit

Dank der umfangreichen Fiskalpakete und der massiven Ausweitung der Kurzarbeit blieben die negativen Effekte der Corona-Krise auf den Arbeitsmarkt begrenzt. Wenngleich die Effektivlöhne wohl leicht rückläufig waren, legten die Nominallöhne im Jahr 2020 um rund 2% zu. Damit liegen die durchschnittlichen Lohnerhöhungen nur etwas unter dem historischen Durchschnitt (1991-2020: 2,3% pro Jahr). Der fulminante Beschäftigungsaufbau um rund vier Mio. Erwerbstätige von der Finanz- bis zur Corona-Krise fand dagegen sein Ende. Die Zahl der Erwerbstätigen reduzierte sich von Februar bis zum Jahresende 2020 um mehr als 700.000. Hiervon sind vor allem Selbstständige und geringfügig Beschäftigte betroffen, die keine Kurzarbeit beantragen können. Dagegen blieb die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im Jahresvergleich konstant bei 33,5 Mio. Die Arbeitslosenrate erhöhte sich im Jahr 2020 von 5% im Februar auf 6,4% im Sommer. Für das Jahr 2021 erwarten wir basierend auf unserem Basisszenario und einem BIP-Wachstum von 4,0% eine leichte Zunahme der Zahl der Erwerbstätigen um etwa 80.000, während das Vorkrisenniveau nicht vor der Jahresmitte 2022 erreicht werden sollte. Die Arbeitslosenrate dürfte im Jahr 2021 weiterhin bei rund 6% liegen und sich nur sehr langsam verbessern. So wird die Kurzarbeit auch im Jahr 2021 noch ein bedeutendes Instrument zur Stabilisierung des Arbeitsmarktes sein. Die Tarifabschlüsse im Jahr 2021 dürften zu einer durchschnittlichen Erhöhung von rund 1,5% führen. Unter dem Eindruck der Corona-Krise und angesichts weitreichender Veränderungen dürfte die Sicherung von Arbeitsplätzen hohe Priorität haben. Im Jahr 2022 dürfte der Arbeitsmarkt dann die Corona-Krise überwunden haben und strukturelle Faktoren dürften dominieren. So sprechen sowohl der zunehmende Fachkräftemangel aufgrund der demografischen Entwicklung als auch das gesellschaftliche Klima für eine hohe Arbeitsmarktnachfrage, tendenziell Vollbeschäftigung und relativ kräftige Lohnzuwächse.

1992-2020 Arbeitsmarkt 7

linke y-Achse: in Mio.
rechte y-Achse: in %



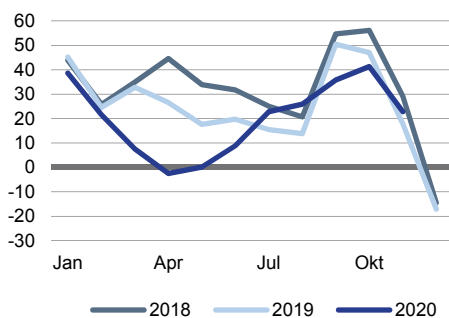
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches Bundesamt

Corona unterbricht den Zuwanderungsboom

Vor der Corona-Krise waren der boomende Arbeitsmarkt, das hohe Einkommensgefälle relativ zu den Herkunftsländern und der grundsätzlich hohe Lebensstandard ein Garant für die Zuwanderung und die Wohnungsnachfrage. In den Jahren von 2016 bis 2019 erreichte die jährliche Nettozuwanderung ein Plus von rund 400.000. Im Jahr 2020 ist die Zuwanderung dagegen kräftig eingebrochen und dürfte bei rund 230.000 liegen. Dies ist der niedrigste Wert seit dem Jahr 2010. Vor allem während und nach dem ersten Lockdown von März bis Juni 2020 war der Einbruch zu verzeichnen. Insbesondere die Grenzschließungen zu den Nachbarländern haben den Zuzug blockiert. Im Monat April war sogar eine Nettoabwanderung zu verzeichnen. Bemerkenswert ist der Anstieg der Nettozuwanderung im zweiten Halbjahr, der auf dem Niveau der Vorjahre lag. Vor allem aufgrund der verhaltenen Zuwanderung war im Jahr 2020 die Zahl der Einwohner nahezu stabil bei 83,2 Mio. Durch die Corona-Krise könnte Deutschland für Zuwanderer noch attraktiver geworden sein. In der ersten Infektionswelle im Frühjahr 2020 kam Deutschland relativ zu vielen anderen Ländern sehr gut durch die Krise. Auch ist die Wirtschaft deutlich weniger eingebrochen als in vielen anderen Ländern. Zudem wurde am 1. März 2020 das Fachkräfteeinwanderungsgesetz verabschiedet. Dies könnte die außereuropäische Zuwanderung ankurbeln. Insbesondere der Wegfall der Vorrangprüfung könnte einen weiteren Zuwanderungsschub auslösen. In den letzten Jahren war bereits eine stetige Zunahme der Zuwanderung aus Indien zu beobachten. Für Berlin ist Indien bereits seit dem Jahr 2018 das wichtigste Herkunftsland. Für Deutschland insgesamt lag Indien im Jahr 2019 auf Rang 3 hinter Rumänien und Syrien.

Nettozuwanderung pro Monat 8

in '000



2020er Daten liegen nur bis September vor.

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

2019 Top-20-Herkunftsländer
Nettozuwanderung in '000

9

Rang	Land	2019
1	Rumänien	46,2
2	Syrien	31,3
3	Indien	21,7
4	Bulgarien	21,2
5	Türkei	18,4
6	Kroatien	17,9
7	Kosovo	15,7
8	Bosnien & Herzegowina	14,9
9	Iran	11,0
10	Albanien	10,8
11	Nordmazedonien	9,7
12	Serbien	9,1
13	Italien	8,4
14	Irak	8,3
15	Russland	8,2
16	China	6,9
17	Ukraine	6,8
18	Afghanistan	5,9
19	Vietnam	5,5
20	Nigeria	5,1

Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

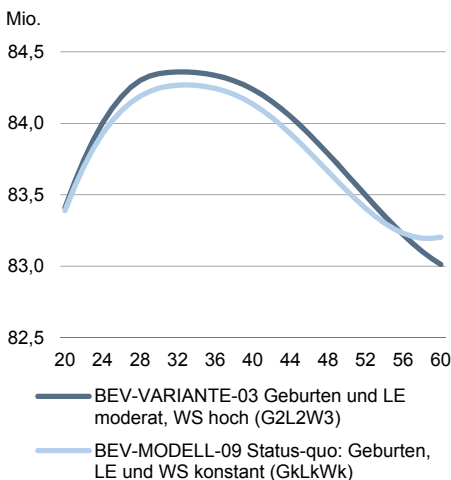
Aufgrund dieser Entwicklungen orientieren wir uns in unseren Bevölkerungsprognosen an den Projektionen des Statistischen Bundesamtes mit hoher Nettozuwanderung von durchschnittlich 311.000 pro Jahr. Als Folge steigt die Bevölkerung bis Anfang der 2030er Jahre auf über 84 Mio. Einwohner an und sinkt erst anschließend langsam ab.

Weitere Nachfragetreiber: Trend zu Single-Haushalten, höhere Wohnfläche pro Kopf, Überbelegung und Qualitätsmängel

Neben Arbeitsmarkt und Zuwanderung steigt die Wohnungsnachfrage durch die höhere Wohnfläche pro Kopf. Aufgrund höherer Einkommen und Vermögen und des Trends zu Single-Haushalten stieg die Wohnfläche pro Person in den letzten Jahren nahezu stetig an. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes nahm die Wohnfläche pro Kopf von 42,5 Quadratmetern im Jahr 2009 auf fast 47 Quadratmeter im Jahr 2018 zu. Dieser durchschnittliche Anstieg spiegelt aber nicht die Lebenswirklichkeit vieler Menschen wider. Die Corona-Krise hat die Aufmerksamkeit auf die engen räumlichen Verhältnisse insbesondere von Familien gelenkt. So lebten laut Statistischem Bundesamt im Jahr 2019 6,4 Mio. Menschen in überbelegten Wohnungen. Vor allem in den Städten ist die Quote im letzten Jahrzehnt nahezu stetig gewachsen. Im Jahr 2019 lebten fast 13% der Einwohner in überbelegten Wohnungen. Auch gibt es trotz tendenzieller Verbesserungen immer noch viele Wohnungen mit grundlegenden Qualitätsmängeln. So gaben im Jahr 2019 die Bewohner an, dass 4% der Wohnungen zu dunkel sind und es in 12% der Wohnungen Feuchtigkeit oder Fäulnis gab. Diese Mängel zeigen die potenziell hohe Nachfrage nach neuem und qualitativ höherwertigem Wohnraum.

Deutschland: Bevölkerung,
Offizielle Vorausberechnung

10



BEV = Bevölk.vorausberechnung, LE=Lebenserwartung, WS = Wanderungssaldo. G2L2W3 = Geburten-Variante 2, Lebenserwartung Variante 2, Wanderungssaldo Variante 3, k=konstant.

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Definition: Überbelegung

11

Als überbelegt gilt eine Unterkunft, wenn mindestens einer der folgenden Räume nicht vorhanden ist:

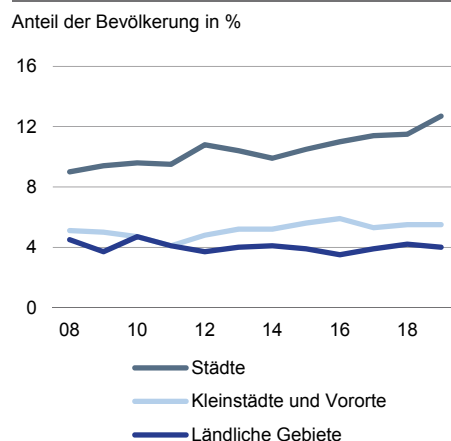
- ein Gemeinschaftsraum
- ein Raum pro Paar im Haushalt
- ein Raum pro weiterer Person ab 18 Jahren
- ein Raum für 2 Kinder unter 12 Jahren
- ein Raum für 2 Kinder desselben Geschlechts zwischen 12 und 17 Jahren
- ein Raum je Kind zwischen 12 und 17 Jahren, wenn sie unterschiedlichen Geschlechts sind.

Quelle: Statistisches Bundesamt

Mit der Rückkehr zur Vollbeschäftigung und einer verbesserten Einkommenssituation dürfte die Zahl der Haushalte und Wohnungen in Deutschland in den nächsten Jahren weiter zunehmen. Bereits vom Jahr 2008 bis 2018 erhöhte sie sich um 3%, die der Einpersonenhaushalte sogar um gut 6%. Laut Berechnungen des Statistischen Bundesamtes wird die Zahl der Einpersonenhaushalte bis zum Jahr 2025 noch einmal um gut 3% und bis zum Jahr 2030 um gut 5% zunehmen.

2008-2019 Überbelegungsquote

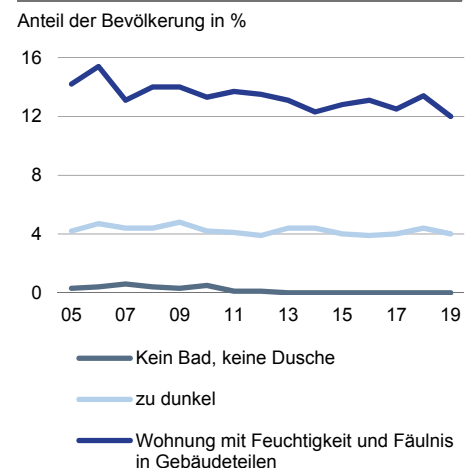
12



Quelle: Statistisches Bundesamt

Qualitätsmängel im Wohnraum

13



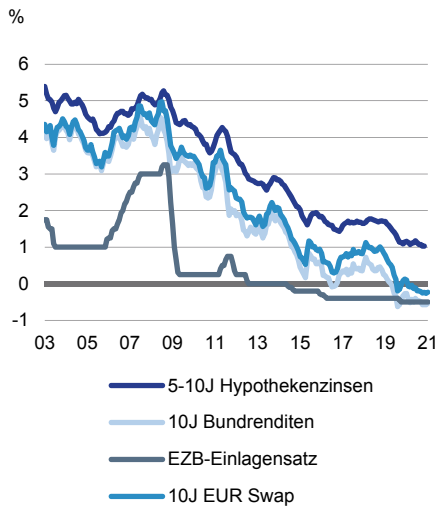
Quelle: Eurostat



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

Zinsumfeld

14



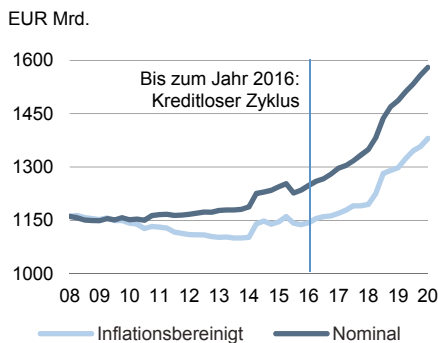
Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Hypothekenzinsen laufen bis zur Jahresmitte 2022 seitwärts

Den zwölfjährigen Hauspreiszyklus vom Jahr 2009 bis 2020 kann man kreditseitig in zwei Phasen einteilen. Vom Jahr 2009 bis 2016 fielen die 5-10-jährigen Hypothekenzinsen (Benchmark der EZB), das Neukreditgeschäft aber erhöhte sich nur langsam. Gleichzeitig stieg die jährliche durchschnittliche Tilgungsrate von 1,5% im Jahr 2009 auf 3,2% am Hochpunkt im Jahr 2016. Über diesen Zeitraum egalisierten sich Neukreditgeschäft und Tilgung nahezu. Das Kreditvolumen legte bis zum Jahr 2016 also kaum zu, weshalb man den Zyklus bis dahin auch als kreditlosen Zyklus titulieren könnte. In der zweiten Phase fielen die Zinsen weiter und zwar von rund 2% auf fast 1%. Dies kurbelte das Neukreditgeschäft weiter an. Die Tilgungsrate fiel im Jahr 2017 auf 2,8% und sie läuft seither nahezu seitwärts. Als Folge beider Entwicklungen weitete sich das Kreditvolumen vom Jahr 2016 bis zum Jahr 2020 um 25% auf EUR 1.580 Mrd. bundesweit aus. Sogar im Corona-Jahr 2020 wuchs das Kreditvolumen um rund 6% gegenüber Vorjahr. Auch die durchschnittlichen Kreditvolumina beim Immobilienerwerb zogen über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 massiv an. Laut Finanzdienstleister Dr. Klein erhöhte sich der Einzelkreditbetrag von rund EUR 150.000 auf nahezu EUR 300.000.

Hypothekenkredite

15

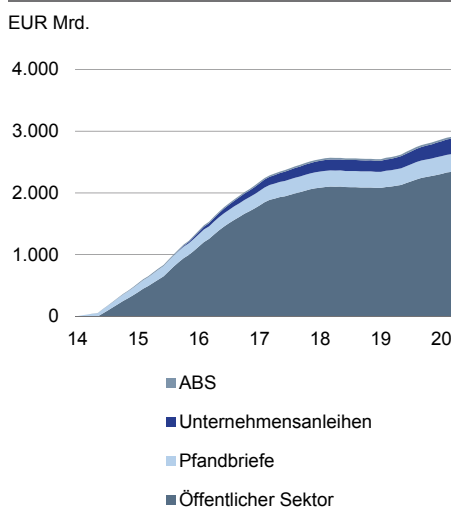


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Das niedrige Zinsumfeld, eher seitwärts laufende oder gar leicht rückläufige Tilgungsraten, die kräftige Ausweitung des Kreditvolumens und noch höhere Einzelkreditbeträge dürften in den folgenden Jahren eine Fortsetzung finden. So erwarten wir bis zum Jahresende 2023 konstante EZB-Zinssätze (Hauptrefinanzierungsrate: 0,0%, Einlagenfazilität: -0,5%). Auch am langen Ende der Zinskurve dürften kräftige Bewegungen die Ausnahme bleiben. Die durch die Corona-Krise massiv ausgeweiteten staatlichen Schuldenstände haben in einigen Ländern ein Niveau erreicht, das ohne EZB-Interventionen die Finanzstabilität gefährdet. Auf ihrer Sitzung im Dezember 2020 hat die EZB die Nettoanleihekäufe um neun Monate bis März 2022 verlängert. Auch die sich anschließende Reinvestitionsphase – in der die EZB das gehaltene Anleihevolumen konstant hält und auslaufende Anleihen ersetzt – wurde bis zum Jahresende 2023 ausgeweitet. Der Inflationsausblick der EZB ist über Jahre gedämpft. Auch wir prognostizieren derzeit eine Inflation in der Eurozone von deutlich unter 2% bis zum Jahr 2025, wenngleich es in einigen Ländern temporär auch höhere Inflationsraten geben könnte. In Deutschland könnte die Inflation beispielsweise am Jahresende auf über 3% ansteigen, im Anschluss aber wieder auf unter 2% zurückgehen.³

EZB-Anleihekäufe

16



Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics LP

Im Corona-Jahr 2020 fielen die 5-10-jährigen Hypothekenzinsen von 1,16% im Januar auf nahezu 1% am Jahresende 2020. Wir erwarten eine Fortsetzung des niedrigen Zinsniveaus. Die EZB hat durch die Corona-Krise auch die Risikoprämien massiv gedrückt, weshalb wohl auch die Banken in diesem Marktumfeld nicht beginnen werden höhere Risikoprämien einzupreisen. Das dürfte insbesondere für die vielen Regionalbanken gelten, für die der Wohnungsmarkt und Hypothekenkredite durch die schwere Wirtschaftskrise weiter an Bedeutung gewonnen haben dürfte. Angesichts der drohenden Insolvenzwelle wird sich daran voraussichtlich bis in das Jahr 2022 nichts ändern. Daher erwarten wir, dass die 5-10-jährigen Hypothekenzinsen zumindest bis zur Jahresmitte 2022 seitwärts laufen.

³ Becker, Sebastian (2021). Inflation: Neue Prognose für 2021 jetzt 2%! In: Ausblick Deutschland. Deutsche Bank Research, 19. Februar 2021.



Was bringt das Wahljahr 2021? Striktere und mehr Regeln, mehr Forderungen nach bezahlbarem Wohnraum, mit limitiertem Erfolg

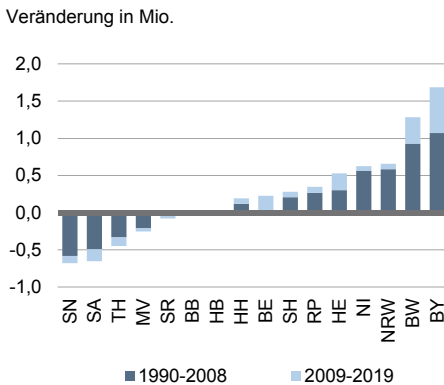
Die Debatte um weitere regulatorische Verschärfungen dürfte im Jahr 2021 wieder viele Schlagzeilen machen. Nahezu alle Parteien dürften im Bundestagswahlkampf mehr und bezahlbaren Wohnraum versprechen und entsprechende Wahlgeschenke in Aussicht stellen. Auch die Ankündigung der CDU bei der letzten Bundestagswahl, 1,5 Millionen Wohnungen in der aktuellen Legislaturperiode⁴ bauen zu wollen, dürfte sich wiederholen. Dass das Ziel in der aktuellen Legislaturperiode klar verfehlt wird – wohl um deutlich mehr als 200.000 Wohnungen –, dürfte dagegen kaum beachtet werden. Nach heutigem Stand wird am 31. März 2021 das Baukindergeld auslaufen, was potenziell einen leicht dämpfenden Effekt auf die Preise im unteren und mittleren Segment des Wohnungsmarktes haben sollte. Am 31. Dezember 2021 werden die Sonderabschreibungen für Investitionen in Mietwohnungen enden, was die Angebotsknappheit perspektivisch erhöhen könnte. Aber womöglich könnte es hier zu einer Verlängerung kommen. Daneben steht die Entscheidung an, inwieweit der Berliner Mietendeckel und die bayerische Mietenstopp-Initiative verfassungskonform sind. Diese Urteile dürften weitreichende Konsequenzen für die immer sozialistischer gedachte Wohnungspolitik haben. Ist der Berliner Mietendeckel verfassungskonform, dürfte sich die abzeichnende Verschärfung der Angebotsknappheit am Berliner Wohnungsmarkt manifestieren. Wären der Mietendeckel und auch die bayerische Mietenstopp-Initiative dagegen verfassungswidrig, hätte das Jahr 2021 auch das Potenzial, das Ende der sozialistischen Tendenzen in der Wohnungspolitik einzuleiten. Unabhängig von dieser Entscheidung dürften der immer striktere regulatorische Rahmen und die vielen gut gemeinten Initiativen, inklusive der Wohnraumoffensive, das Kernproblem des „knappen Wohnraums“ bestenfalls dämpfen, aber nicht beseitigen, und schlimmstenfalls verschärfen.

⁴ Aus dem CDU-Regierungsprogramm 2017-2021: „Wir wollen, dass in der kommenden Wahlperiode 1,5 Millionen Wohnungen von 2017 – 2021 in Deutschland neu gebaut werden: Das bedeutet eine Steigerung um 50 Prozent gegenüber heute.“



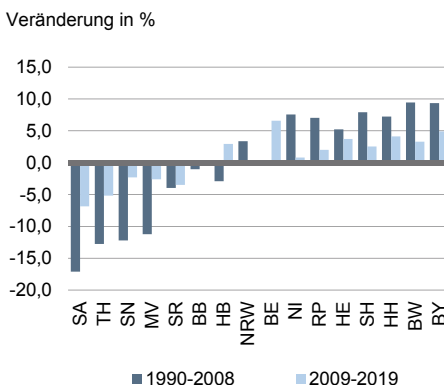
B. Historische Binnenwanderung von Ost- nach Süddeutschland über die letzten 30 Jahre

1990-2019 Einwohner in Bundesländern 17



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

1990-2019 Einwohner in Bundesländern 18



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Nicht-Metropolregion: 44 der 126 Städte liegen außerhalb einer Metropolregion 19

Aachen, Albstadt, Bielefeld, Dresden, Düren, Eisenach, Erfurt, Flensburg, Freiburg (Breisgau), Friedrichshafen, Fulda, Görlitz, Greifswald, Gütersloh, Kaiserslautern, Karlsruhe, Kassel, Kempten (Allgäu), Kiel, Koblenz, Konstanz, Lüneburg, Magdeburg, Marburg-Biedenkopf, Minden, Münster, Offenburg, Osnabrück, Paderborn, Passau, Pforzheim, Ravensburg, Regensburg, Rostock, Saarbrücken, Schweinfurt, Siegen, Stralsund, Suhl, Trier, Ulm, Villingen-Schwenningen, Weimar, Würzburg.

Quelle: Deutsche Bank Research

Deutschlands elf Metropolregionen und deren Städte 20

Metropolregion	Metropole	Städte in der Metropolregion
Berlin/Brandenburg	Berlin	Brandenburg an der Havel, Cottbus, Frankfurt (Oder), Potsdam
Nordwest Rhein-Ruhr	Bremen Düsseldorf/Köln	Bremerhaven, Delmenhorst, Oldenburg, Wilhelmshaven Bergisch-Gladbach, Bochum, Bonn, Bottrop, Dortmund, Duisburg, Essen, Gelsenkirchen, Hagen, Hamm, Herne, Krefeld, Leverkusen, Mönchengladbach, Mülheim an der Ruhr, Neuss, Oberhausen, Recklinghausen, Remscheid, Solingen, Witten, Wuppertal
Rhein-Main	Frankfurt	Aschaffenburg, Darmstadt, Gießen, Hanau, Mainz, Offenbach am Main, Wiesbaden
Hamburg HBGW	Hamburg Hannover	Lübeck, Lüneburg, Neumünster, Schwerin, Norderstedt, Wismar Braunschweig, Celle, Göttingen, Hildesheim, Salzgitter, Wolfsburg
Rhein-Neckar	Heidelberg	Mannheim, Ludwigshafen am Rhein, Neustadt an der Weinstraße, Worms
Mitteldeutschland	Leipzig	Chemnitz, Dessau-Roßlau, Gera, Halle (Saale), Jena, Zwickau
München	München	Augsburg, Ingolstadt, Kaufbeuren, Landshut, Rosenheim
Nürnberg	Nürnberg	Bamberg, Bayreuth, Coburg, Erlangen, Fürth, Hof (Saale), Weiden i.d.OPf.
Stuttgart	Stuttgart	Esslingen am Neckar, Göppingen, Heilbronn, Ludwigsburg, Reutlingen, Schwäbisch-Gmünd, Sindelfingen, Tübingen

Hinweis: HBGW = Hannover-Braunschweig-Göttingen-Wolfsburg

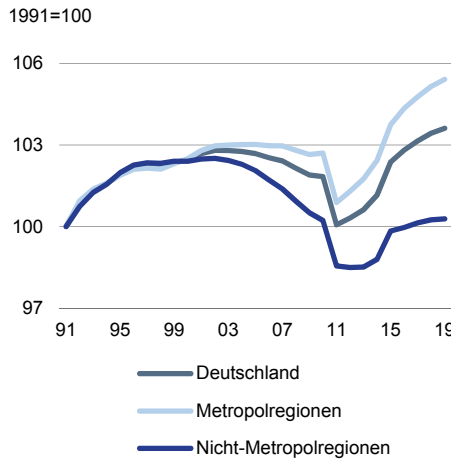
Quelle: Deutsche Bank Research



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

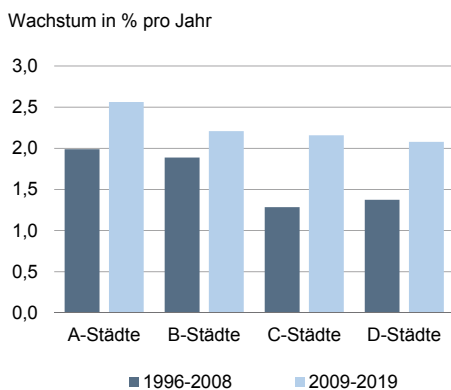
1990-2020: Zahl der Einwohner in den elf Metropolregionen erhöht sich um mehr als 3 Mio.

1991-2019 Einwohner: Metropolregionen vs. Nicht-Metropolregionen 21



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

126 Städte: Ein- und Auspendler 22



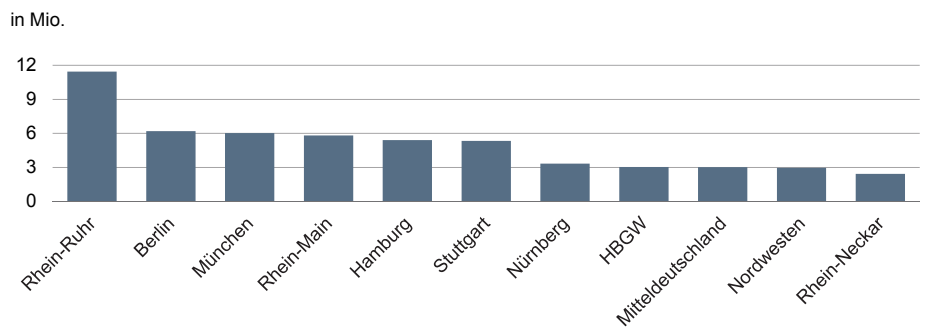
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Die Entwicklungen auf Länderebene spiegeln sich auch in den elf Metropolregionen wider. Sowohl die Binnenwanderung als auch die Zuwanderung aus dem Ausland erfolgte vor allem dorthin. Dort leben heute rund 55 Mio. Menschen und damit 2,8 Mio. mehr als im Jahr 1991, während in den Nicht-Metropolregionen die Einwohnerzahl im Jahr 2019 auf dem Niveau des Jahres 1991 liegt. Unseren Berechnungen nach erfolgt die Nettozuwanderung von rund 3,3 Mio. Menschen seit dem Jahr 2009 zu 75% in die Metropolregionen. Hierfür sind wohl die sehr guten Arbeitsmarktchancen in den Metropolregionen ausschlaggebend. Unserer Ansicht nach hat die Zuwanderung in der letzten Dekade die Entscheidung beeinflusst, ob man in den Zentren oder eher am Rande der Metropolregion wohnt. Sehr verkürzt kann man die Entwicklung in den acht westdeutschen Metropolregionen (Grafiken 24 bis 31) wie folgt beschreiben.

Bis zur Finanzkrise war der bevorzugte Lebensentwurf Wohn- und Arbeitsort zu trennen. Viele Haushalte wohnten in der Metropolregion und arbeiteten in der Metropole. Daher erhöhte sich die Einwohnerzahl bis zum Jahr 2009 in den elf Metropolen um 1,3 Mio. und vom Jahr 2009 bis 2019 um weitere 1,5 Mio. Zudem war das Wachstum in der Region kräftiger als in der Metropole selbst. Da die deutsche Wirtschaft die Finanzkrise relativ schnell überwand, zog der deutsche Arbeitsmarkt vor allem Ost- und Südeuropäer an. Der folgende Zuwanderungsschub erhöhte die Zahl der Ein- und Auspendler in die Städte kräftig. Vielerorts geriet der öffentliche Nah- und Straßenverkehr an seine Kapazitätsgrenze. In der Folge erhöhten sich die Pendelzeiten zu Lasten der Lebensqualität. Folglich wurden Metropolen relativ zur ihren jeweiligen Metropolregionen als Wohnort attraktiver. Zusammen mit der Binnen- und Zuwanderung aus dem Ausland erhöhten sich die Einwohnerzahlen. Diese Entwicklungen legten den Grundstein für den knappen Wohnraum und den aktuellen Hauspreiszyklus.

Die anderen Metropolregionen Berlin, Mitteldeutschland und Rhein-Ruhr durchleben einen fundamentalen Transformationsprozess. Bis zur Finanzkrise erhöhte sich die Einwohnerzahl in diesen Metropolen und der Metropolregion kaum (Grafiken 33 bis 35). In der Metropolregion Mitteldeutschland schrumpfte von der Wiedervereinigung bis zur Finanzkrise die Zahl der Einwohner sogar um 15%. Mit dem Beginn des aktuellen Zyklus im Jahr 2009 zog die Zahl der Einwohner in den Metropolen wieder an, während die Entwicklung in den Regionen sehr unterschiedlich verlief. Das Berliner Umland profitierte vom Hauptstadtboom und wir gehen weiterhin von einem Superzyklus der Berliner Wirtschaft und nur Pausieren des Berliner Hauspreiszyklus aufgrund des Mietendeckels aus. Im Ruhrgebiet und in Mitteldeutschland verhinderte die Zuwanderung seit dem Jahr 2009 wohl immerhin einen Rückgang der Einwohnerzahl.

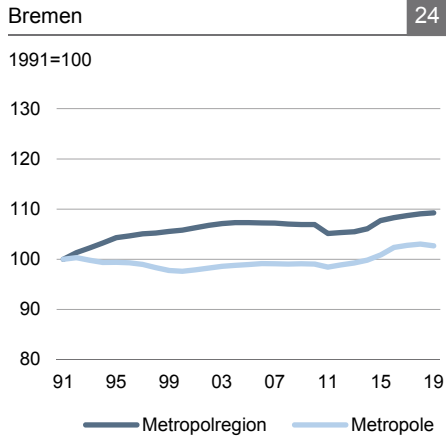
2019 Deutschlands 11 Metropolregionen: Einwohner 23



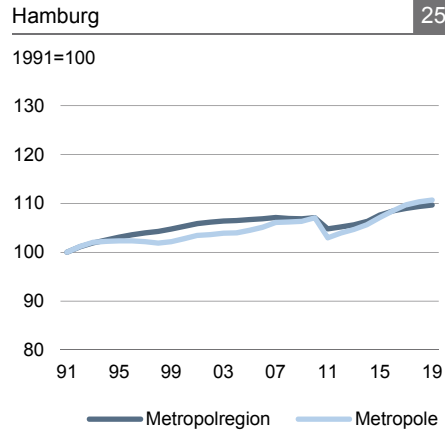
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research



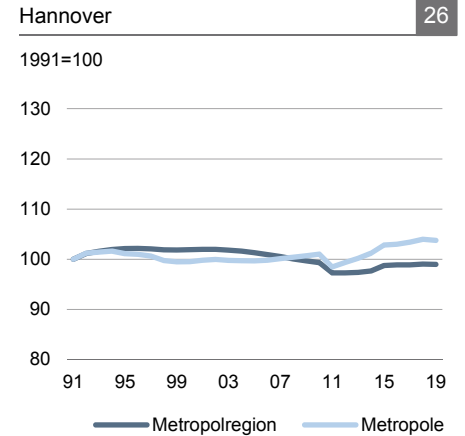
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.



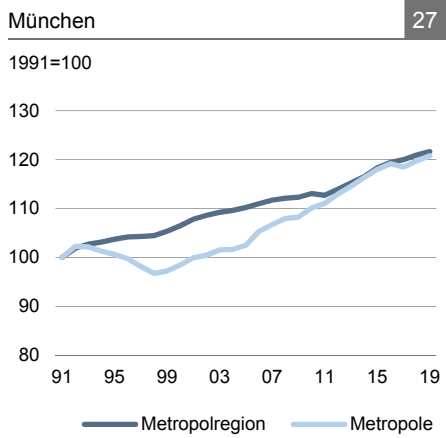
Quellen: Deutsche Bank Research, riwis



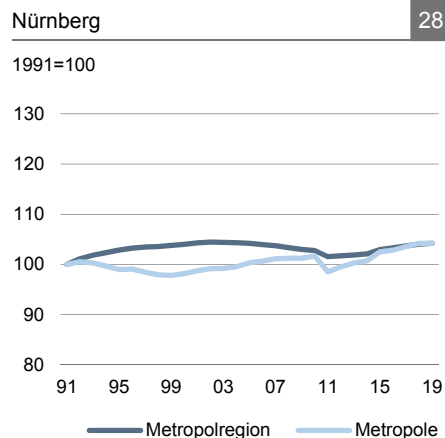
Quellen: Deutsche Bank Research, riwis



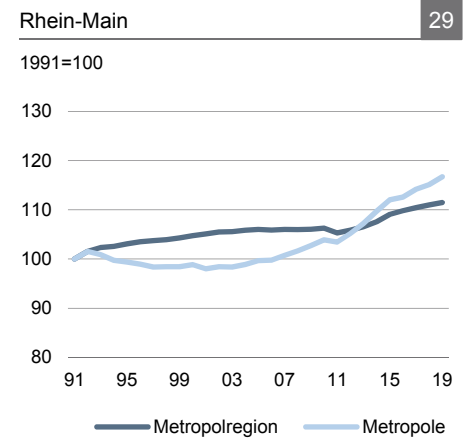
Quellen: Deutsche Bank Research, riwis



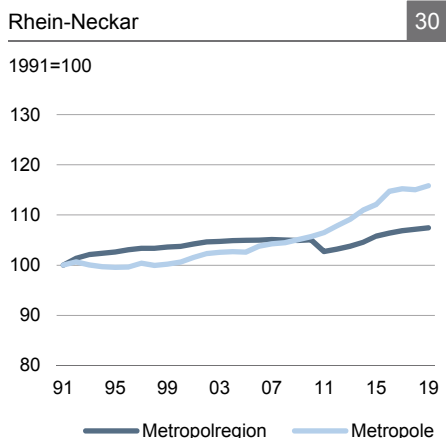
Quellen: Deutsche Bank Research, riwis



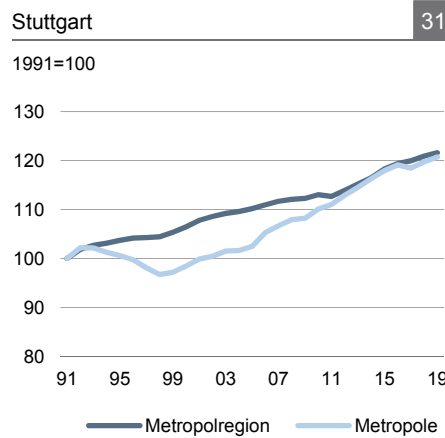
Quellen: Deutsche Bank Research, riwis



Quellen: Deutsche Bank Research, riwis



Quellen: Deutsche Bank Research, riwis



Quellen: Deutsche Bank Research, riwis

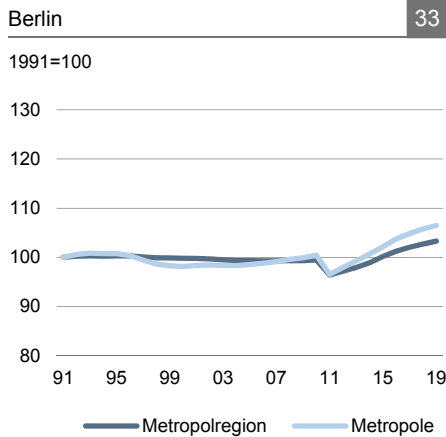
1991-2019 Einwohnerentwicklung in Deutschlands elf Metropolregionen: Metropole vs. Region 32

Grafiken 24-31: Acht westdeutsche Metropolregionen. Grafiken 32-34. Metropolregionen, die einen fundamentalen Wandel durchleben.

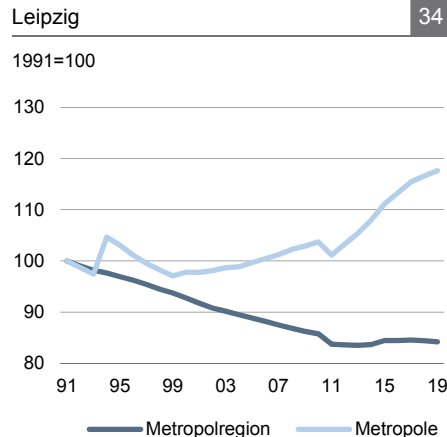
Quelle: Deutsche Bank Research



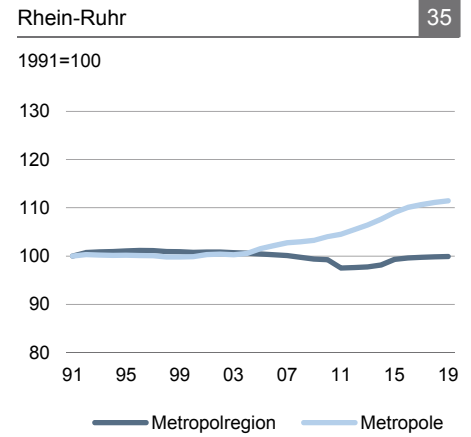
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.



Quellen: Deutsche Bank Research, riwis



Quellen: Deutsche Bank Research, riwis



Quellen: Deutsche Bank Research, riwis

Einwohnerwachstum in mehr als 400 Kreisen: Hohe Pfadabhängigkeit 36

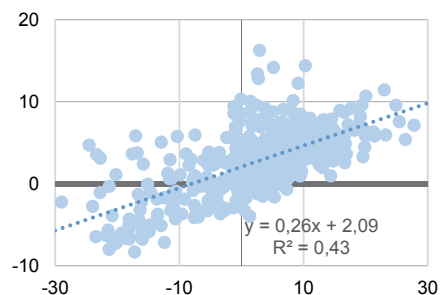
		1991-2008	
		Positiv	Negativ
2011-2019	Positiv	200	38
	Negativ	61	106

Anmerkung: Census im Jahr 2011 führte zu deutlicher Korrektur der Einwohnerzahlen in vielen Kreisen. Deshalb bleiben die ersten beiden Jahre des aktuellen Hauspreiszklus unberücksichtigt.

Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Entwicklung der Einwohnerzahl 1991-2008 vs. 2011-2019 in mehr als 400 Kreisen 37

y-Achse: 2011-2019 Wachstum in %
x-Achse: 1991-2008 Wachstum in %



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Rund 15 Mio. Menschen leben in Regionen mit schrumpfender Einwohnerzahl

Sowohl in den Nichtmetropol- als auch in den Metropolregionen gibt es infrastrukturschwache Kreise. Die Identifikation dieser Landstriche hilft die Binnenwanderung zu verstehen, da oftmals viele Menschen abwandern. Dies ist insbesondere im Hinblick auf die demografischen Herausforderungen von Bedeutung. In Deutschland gibt es aktuell rund 400 Landkreise⁵ und kreisfreie Städte (im Folgenden „Kreise“ genannt). Davon liegen 235 in den Metropolregionen und die restlichen 170 außerhalb. Basierend auf dem Zeitraum 2011 bis 2019 gibt es in den Metropolregionen 49 Kreise mit rückläufiger Einwohnerzahl. Im Jahr 2011 lebten dort 7,0 Mio. und im Jahr 2019 nur noch 6,8 Mio. Menschen. Außerhalb der Metropolregionen gilt dies für 58 Kreise mit 8,9 Mio. Einwohnern im Jahr 2011 und 8,6 Mio. im Jahr 2019. Trotz des generell hohen Lebensstandards, der guten Wirtschaftskraft Deutschlands und der kräftigen Zuwanderung in den letzten Jahren sind vom Jahr 2011 bis 2019 aus diesen mehr als 100 Kreisen somit fast eine halbe Million Menschen weggezogen. Diese Regionen liegen dabei nicht nur in Ost-, sondern auch in Westdeutschland.

Es besteht eine hohe Pfadabhängigkeit. Schrumpfte ein Kreis zwischen 1991 und 2009, so setzte sich der Rückgang der Einwohnerzahl in 74% dieser Kreise bis zum Jahr 2019 fort. Wenn es an qualitativ guten Jobs mangelt, dann ziehen junge Erwachsene und Familien weg. Folglich sinkt typischerweise die Zahl der Geburten und der Anteil der Älteren steigt. Die wirtschaftliche Dynamik nimmt tendenziell ab. Diese Regionen sind zudem für Investoren wie Häuslebauer riskant, da es dort oft hohe Leerstände und fallende Preise für Wohnimmobilien gibt. Ohne den Zuwanderungsboom in den letzten zehn Jahren wäre die Zahl der Kreise mit rückläufiger Einwohnerzahl deutlich höher gewesen. So schrumpfte im Jahr 2009 die Zahl der Einwohner in 300 Kreisen, während dies im Jahr der Flüchtlingswelle 2015 auf nur 29 Kreise zutraf. Ab dem Jahr 2016 erhöhte sich die Zahl der Kreise mit rückläufiger Einwohnerzahl wieder. Im Jahr 2019 ging die Zahl der Einwohner in rund 150 der über 400 Kreise zurück. Wenngleich in einigen dieser Kreise die Zuwanderung einen noch stärkeren

⁵ Aktuell gibt es in Deutschland 401 Landkreise und kreisfreie Städte. Unsere Datenbank beruht aber noch auf 405 Landkreisen und kreisfreien Städten.

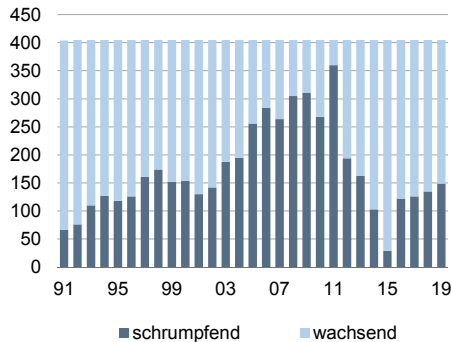


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

Kreise: Einwohnerzahl

38

Anzahl Kreise in Deutschland



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Rückgang der Einwohnerzahl verhinderte, erfolgt der Zuzug hauptsächlich in die prosperierenden Regionen.

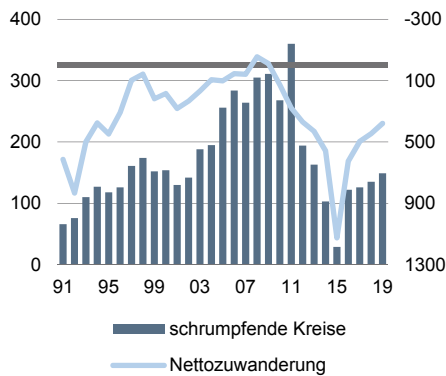
2011-2020: Kräftige Miet- und Preiserhöhungen in den Metropolregionen und oft auch außerhalb

Die Preis- und Mietentwicklungen seit dem Jahr 2011 sind in den Metropolregionen sehr unterschiedlich. In den letzten zehn Jahren wuchs in den Metropolregionen München, Nürnberg und Stuttgart die Bevölkerung sowohl in der Metropole selbst als auch in der Region insgesamt kräftig. In diesen Regionen legten die Mieten (Wiedervermietung) vom Zeitraum 2009 bis 2020 mit 60% bis 70% auch relativ zu den anderen Regionen besonders stark zu. Auch die Wohnungs- und Hauspreise stiegen über diesen Zeitraum in den süddeutschen Metropolregionen überdurchschnittlich. In Nürnberg und Stuttgart erhöhten sich die Wohnungspreise um 110% und die Preise für Einfamilienhäuser um rund 60%. Wie so oft übertrifft München mit einem Plus von 140% bei den Wohnungs- und fast 100% bei den Hauspreisen alle anderen Regionen deutlich. Auch Berlin, Rhein-Main und Rhein-Neckar weisen wie die süddeutschen Metropolregionen ein kräftiges Einwohnerwachstum auf. Preis- und Mietdynamik hinken dagegen hinterher. Die Mieten erhöhten sich um rund 50%, die Wohnungspreise um rund 90% und die Preise für Einfamilienhäuser um rund 60%.

1991-2019 Nettozuwanderung und Entwicklung der Einwohnerzahl in Kreisen

39

linke y-Achse: Anzahl schrumpfende Kreise
rechte y-Achse: Zuwanderung in '000, invers



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

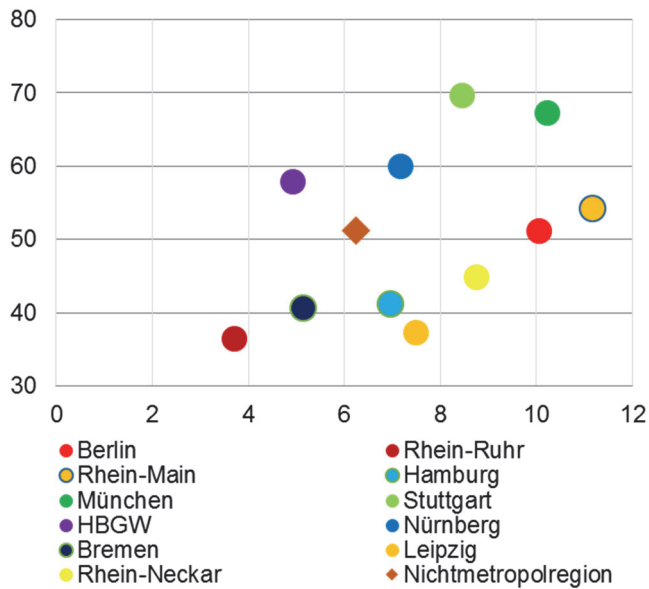
Unter den Metropolregionen im Norden: Bremen, Hamburg und Hannover-Braunschweig-Göttingen-Wolfsburg (HBGW) weist Hannover mit 60% bzw. 100% das höchste Miet- und Preiswachstum auf. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund des im Vergleich mit den Hansestädten geringeren Wachstums der Einwohnerzahl bemerkenswert. Eine Erklärung sind die kräftigen Miet- und Preisanstiege in Wolfsburg, dem Stammsitz des Volkswagen-Konzerns, die auch die durchschnittliche Entwicklung in den A-Städten übertreffen. Diese strahlt wohl auf die gesamte Region ab. Unterdurchschnittliche Preis- und Mietentwicklungen waren in Leipzig und insbesondere in der Metropolregion Rhein-Ruhr zu verzeichnen. In beiden Regionen legten die Mieten um rund 35% zu. Die Wohnungs- und Hauspreise in Leipzig erhöhten sich um fast 70%. In der Region Rhein-Ruhr lag dagegen ein Plus der Wohnungspreise um 55% und der Hauspreise um fast 40% vor. Die durchschnittliche Miet- und Preisentwicklung außerhalb der Metropolregionen (44 Städte) lag mit einem Mietanstieg um 50%, einer Erhöhung der Wohnungspreise um 80% und der Hauspreise um 60% im Mittelfeld. Die anfänglichen Mietrenditen für Eigentumswohnungen und Mehrfamilienhäuser ohne Transaktionskosten, ohne Erhaltungskosten, ohne Steuern, aber auch ohne Finanzierung sind über den Zyklus nahezu stetig gesunken. Auch hier gibt es über die Metropolregionen hinweg eine große Diskrepanz. So liegen in den wirtschaftsstarken südlichen Regionen die Mietrenditen im Durchschnitt eher unter 4% pro Jahr, während in den infrastrukturschwächeren Regionen teilweise sogar Renditen von über 5% erzielt werden können.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

2011-2020 Metropolregionen: Einwohner vs. Mieten

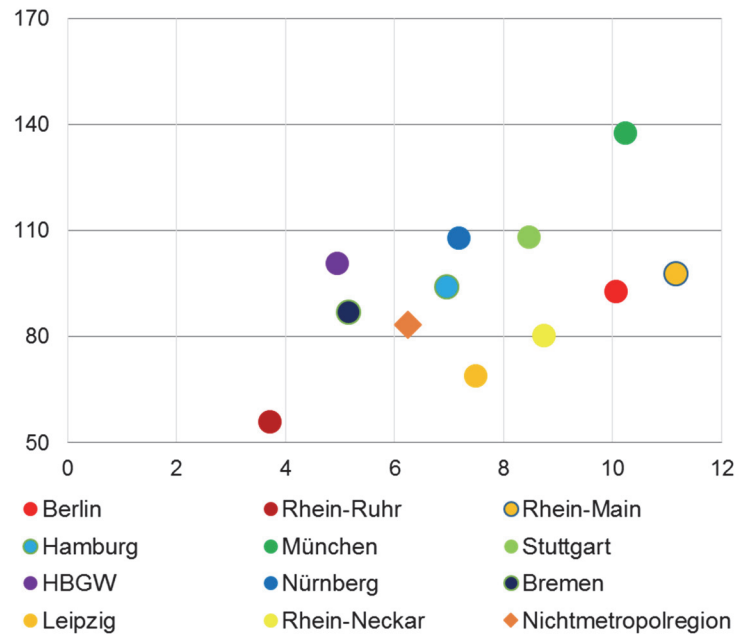
y-Achse: Wiedervermietung in %
x-Achse: Einwohnerwachstum in %



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

40 2011-2020 Metropolregionen: Einwohner vs. Wohnungspreise

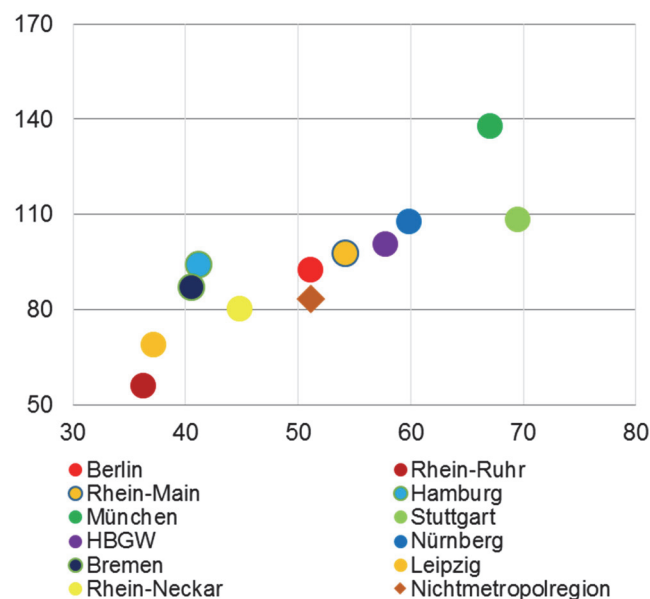
y-Achse: Wohnungspreise, Bestand in %
x-Achse: Einwohnerwachstum in %



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

2011-2020 Metropolregionen: Preise und Mieten

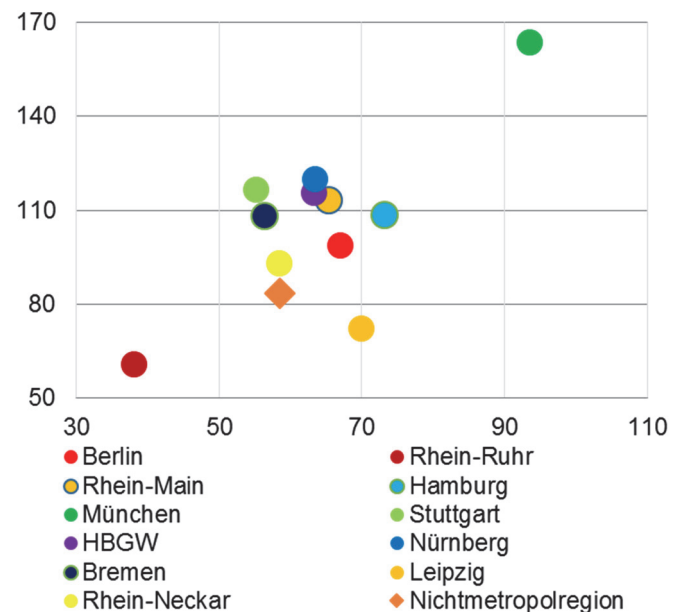
y-Achse: Wohnungspreise, Bestand in %
x-Achse: Wiedervermietung in %



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

42 2011-2020 Metropolregionen: Wohnungs- vs. Hauspreise

y-Achse: Wohnungspreise, Bestand in %
x-Achse: Hauspreise, Einfamilienhaus in %



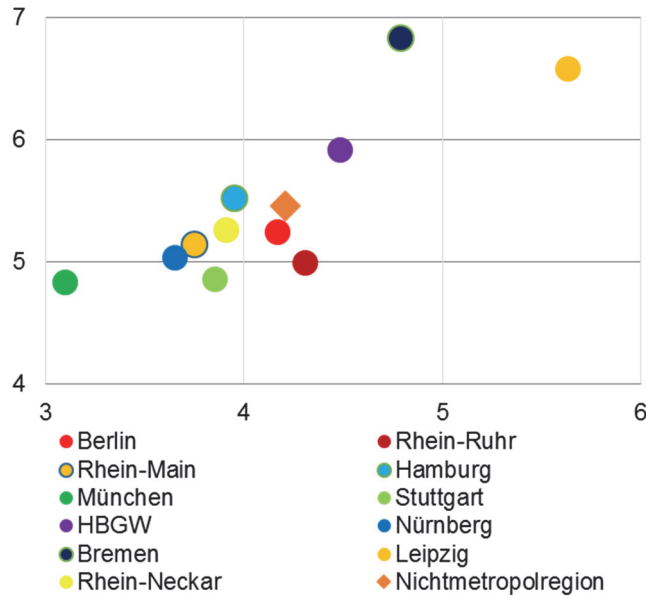
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research



2009 vs 2020 Metropolregionen: Anfängliche Mietrenditen, Bestand

44

y-Achse: Rendite im Jahr 2009 in % p.a.
x-Achse: Rendite im Jahr 2020 in % p.a.

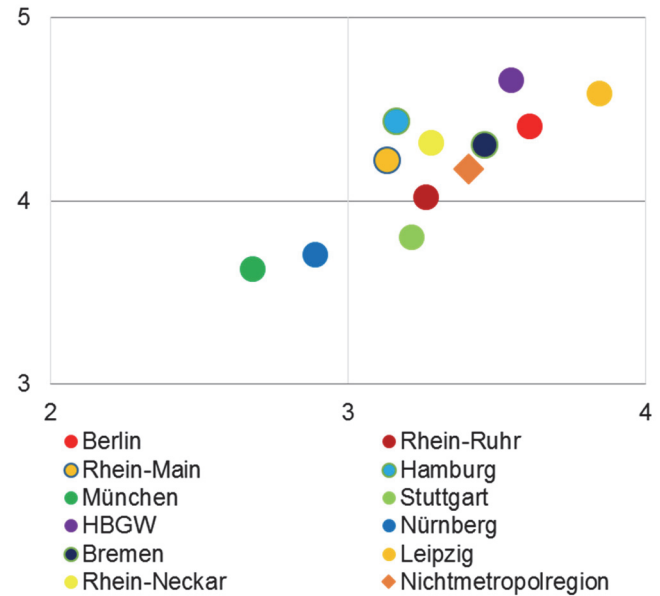


Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

2009 vs 2020 Metropolregionen: Anfängliche Mietrenditen, neu

45

y-Achse: Rendite im Jahr 2009 in % p.a.
x-Achse: Rendite im Jahr 2020 in % p.a.

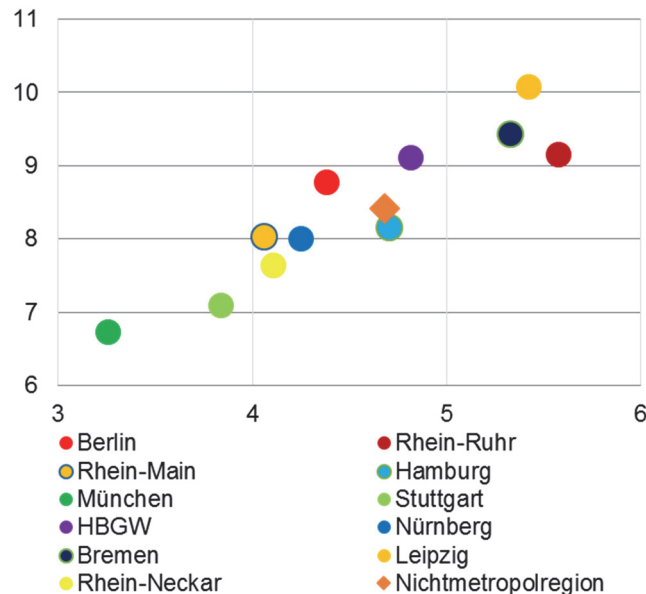


Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

2009 vs 2020 Metropolregionen: Anfängliche Mietrenditen, MFH

46

y-Achse: Rendite im Jahr 2009 in % p.a.
x-Achse: Rendite im Jahr 2020 in % p.a.

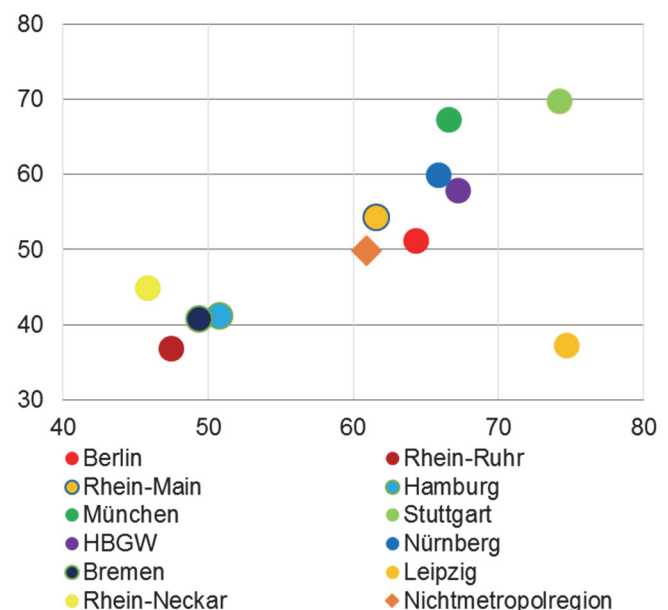


Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

2009-2020 Metropolregionen: Wiedervermietung vs. neue Mieten

47

y-Achse: Wiedervermietung in %
x-Achse: Mieten für neue Objekte in %



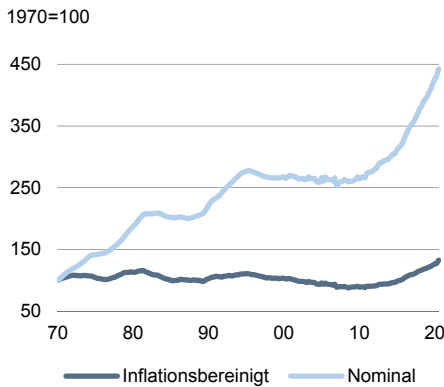
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

1970-2020 Hauspreisindex in Deutschland

48

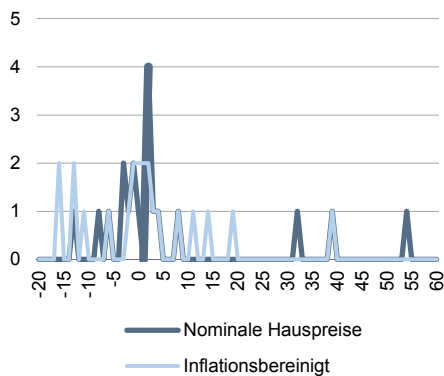


Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1970-2020 Deutschland: Hauspreiszyklen

49

y-Achse: Anzahl Zyklen
x-Achse: Zykluslänge in Quartalen



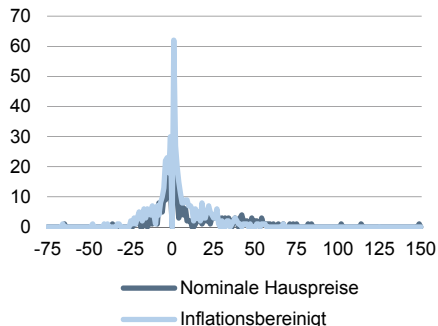
x-Achse: +=Aufschwung, -=Abschwung

Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1960-2020 OECD: Hauspreiszyklen von 41 Ländern

50

y-Achse: Anzahl Zyklen
x-Achse: Zykluslänge in Quartalen



x-Achse: +=Aufschwung, -=Abschwung

Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

C. In dieser Dekade endet der Zyklus!

Viele Faktoren beeinflussen den Wohnungsmarkt. Wir diskutieren die folgenden Punkte, um die Frage zu beantworten, wann der aktuelle Hauspreiszyklus endet.

1. Historische Einordnung der Länge von Hauspreiszyklen
2. Internationaler Vergleich der absoluten Haus- und Wohnungspreise
3. Internationaler Vergleich der relativen Haus- und Wohnungspreise
4. Die fundamentale Angebotsknappheit in Deutschland
5. Regionale Unterschiede der fundamentalen Angebotsknappheit
6. Binnenwanderung aufgrund von Regionen- und Dorfsterben
7. Niedrigzinsen treiben institutionelle Investoren in Immobilien
8. Sind drei Regulierungswellen bis zum Jahr 2030 eine zu viel?

1. Historischer Vergleich: Aktueller Zyklus reiht sich ein in die 20 längsten Hauspreiszyklen in den Jahren 1960 bis 2020

Wenngleich Hauspreiszyklen typischerweise nicht an Altersschwäche sterben, sind historische Kenntnisse stets hilfreich, um Gegenwart und Zukunft zu bewerten. OECD-Hauspreisdaten helfen, den aktuellen deutschen Zyklus einzuordnen. Die Datenbank enthält Quartalsdaten für 41 Länder vom Jahr 1960 bis 2020, wobei die Zeitreihen für viele Länder erst im Jahr 1970 oder später beginnen. Zur Berechnung der Zykluslänge wenden wir eine einfache Methodik an. Ein Aufschwungzyklus setzt sich fort, wenn der neue Quartalswert über dem alten liegt oder über dem Durchschnitt der letzten fünf Quartale. Die letzte Regel verhindert, dass kurzfristige Schwankungen den Zyklus abbrechen lassen. Analog ist der Abschwungzyklus definiert. Die Datenbank enthält sowohl nominale als auch inflationsbereinigte Preisindizes. Nach diesem Ansatz dauert der aktuelle Zyklus für beide Preisindizes nunmehr 39 Quartale. Inflationsbereinigt ist dies der längste deutsche Preiszyklus von acht identifizierten Aufschwung-

OECD-Historie besonders langer Hauspreiszyklen (inflationsbereinigte Preisindizes)

51

Rang	Beginn	Ende	Land	Quartale	Reale Preise
1	1992	2008	Niederlande	67	266%
2	1993	2008	Norwegen	58	283%
3	1960	1974	Japan	56	358%
4	1993	2007	Dänemark	55	189%
5	1993	2007	USA	54	62%
6	1978	1991	Japan	52	80%
7	1993	2007	Irland	51	236%
8	1996	2008	Schweden	47	127%
9	1996	2007	UK	45	177%
10	1996	2008	Eurozone	44	40%
11	2008	2019	Kanada	43	62%
12	2009	2020	Luxemburg	43	71%
13	2010	2020	Estland	41	64%
14	1997	2007	Spanien	40	133%
15	2010	2020	Deutschland	39	50%
16	1998	2008	Frankreich	39	113%
17	1999	2008	Kanada	38	70%
18	2008	2017	Israel	38	93%
19	1998	2008	Italien	38	59%
20	2011	2020	Kolumbien	36	48%

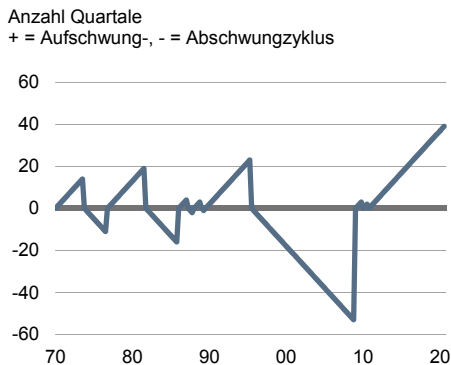
Quelle: Deutsche Bank Research



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

1970-2020 Deutschland: Inflationsbereinigte Auf- und Abschwungzyklen

52



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

zyklen seit dem Jahr 1970. Über alle Länder hinweg existieren über 100 Aufschwünge. In nominalen Preisen dauerte der deutsche Zyklus vom Jahr 1970 bis 1983 54 Quartale an. Hier schlagen die hohen Inflationsraten der 1970er Jahre zu Buche. Inflationsbereinigt brach der Zyklus schon nach wenigen Jahren ab und kehrte sich in einen Abschwung Mitte der 1970er Jahre um. Im internationalen Kontext ist der deutsche Zyklus nur einer unter den vielen langen Aufschwüngen. Mit einem inflationsbereinigten Preisanstieg von 50% ist der aktuelle Zyklus zudem eher unterdurchschnittlich (Mittelwert über Top-20 129%).⁶

2. Internationaler Vergleich absoluter Haus- und Wohnungspreise

Deutschlands Wohnungspreise sind im Lauf der letzten Jahre kräftig gestiegen. Wie wir oben gezeigt haben, haben sie sich in einigen Regionen mehr als verdoppelt. Ein Vergleich von Quadratmeterpreisen europäischer und globaler Städte zeigt, dass trotz dieser Preisanstiege die deutschen Städte auf den ersten Blick normal bewertet sind. So ist Deutschlands teuerste Stadt, München, mit Quadratmeterpreisen außerhalb der Innenstadt von rund EUR 8.400 die drittteuerste Stadt Europas und nach Hongkong, Paris und Genf global auf Rang vier. Die zweitteuerste deutsche Stadt Frankfurt am Main liegt in Europa auf Rang 14 und global auf Rang 39. Hamburg, Stuttgart, Köln, Nürnberg, Erlangen, Berlin, Düsseldorf, Hannover, Heidelberg und Karlsruhe kosten rund EUR 4.000 pro Quadratmeter und liegen damit in Europa auf den Rängen 23 bis 43. Global liegen sie auf den Plätzen 51 bis 82. Die deutschen Preise sind also auf internationales Niveau gestiegen und haben die anfängliche Unterbewertung zu Beginn des Zyklus wettgemacht. Sie fallen aber sowohl im europäischen als auch im globalen Vergleich keineswegs aus dem Rahmen.

3. Internationaler Vergleich relativer Haus- und Wohnungspreise

Für einen relativen Vergleich der Haus- und Wohnungspreise stehen verschiedene Quellen zur Verfügung. Als erstes setzen wir die Preise für eine 75-qm-Wohnung außerhalb der Innenstadt von Numbeo ins Verhältnis zum Einkommen pro Kopf der entsprechenden Region, in der die Stadt liegt. Eurostat stellt die Einkommen pro Kopf auf NUTS2-Ebene zur Verfügung. Diese Kategorisierung teilt Deutschland in 38 Regionen ein, die der Größe nach in etwa Regierungsbezirken entsprechen. München, gemessen am Einkommen der Region Oberbayern, bleibt auch in diesem Ranking die teuerste deutsche Stadt. In München muss man rund 25 verfügbare Jahreseinkommen aufwenden, um eine 75-qm-Wohnung zu kaufen. Nur in Paris und Luxemburg liegen die Preis-Einkommen-Relationen noch höher und bei über 30. Frankfurt liegt im Regierungsbezirk Darmstadt und das Verhältnis bei rund 18, was in Europa Rang 9 entspricht. Berlin liegt mit einem Verhältnis von rund 15 auf Rang 23. Die meisten anderen deutschen Städte liegen im Mittelfeld, einige aber auch auf den hinteren Rängen der 69 analysierten Städte. Beispielsweise, wie schon zuvor bei den absoluten Preisen, findet man dort Dresden und Leipzig auf den Rängen 64 und 67 mit einem Preis-Einkommen-Verhältnis von rund 10. Im Großen und Ganzen ähneln sich die absoluten und relativen Rangfolgen.

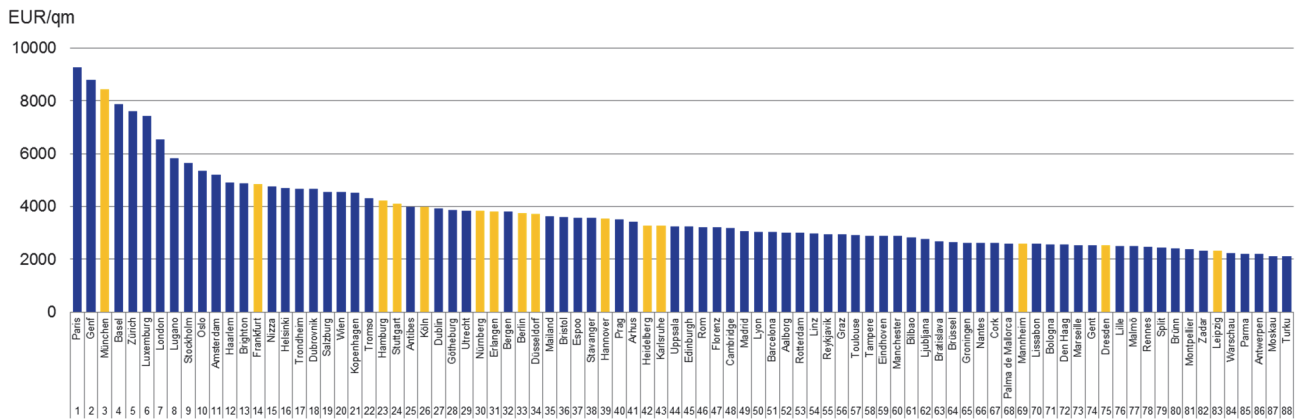
⁶ Vgl. Lechler, Marie; Möbert, Jochen; Peters, Heiko (2014). Deutschlands Hauspreise aus internationaler und historischer Perspektive. Wirtschaftsdienst, 94. Jg., S. 6–78.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

Top-88-Europa: Wohnungspreise außerhalb der Innenstadt über EUR 2.000

53

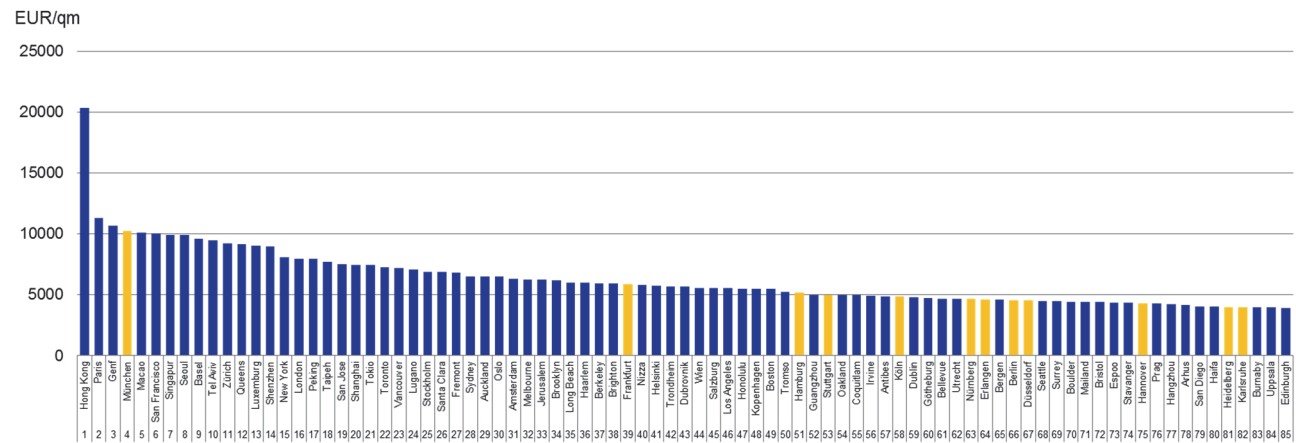


Download von numbeo.com erfolgte am 22-Jan-2021

Quellen: Numbeo Doo, Deutsche Bank Research

Top-85-Global: Wohnungspreise außerhalb der Innenstadt

54



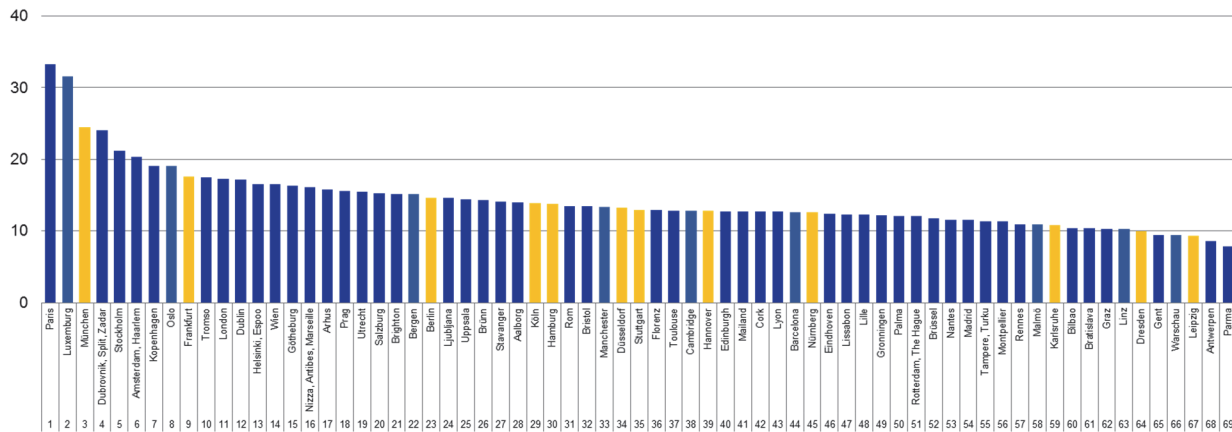
Download von numbeo.com erfolgte am 22-Jan-2021

Quellen: Numbeo Doo, Deutsche Bank Research

Europa: Preis-zu-Einkommen-Verhältnis für 69 Städte

55

Vielfache des regionalen Jahreseinkommens dimensionlos, Preis = 75-qm-Wohnung außerhalb der Innenstadt, Einkommen = verfügbares Einkommen in NUTS2-Region

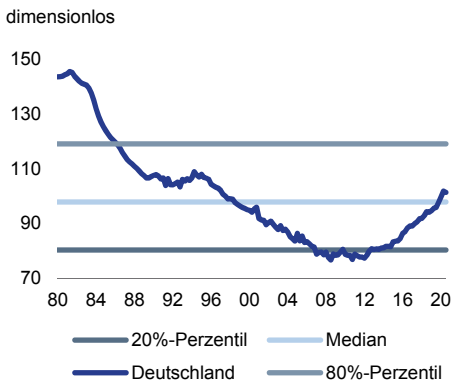


Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat, Numbeo Doo



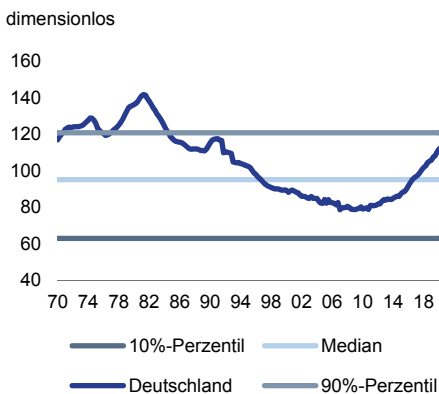
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

1980-2030 Preis-zu-Einkommen-Perzentile basierend auf OECD-Ländern **56**



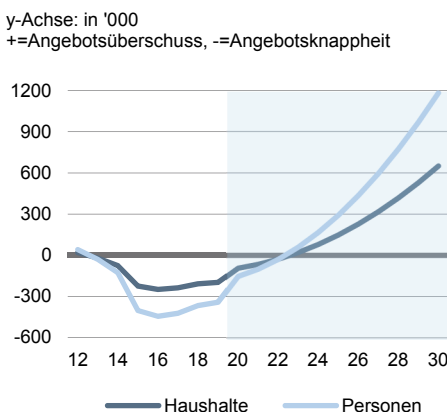
Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1970-2030 Preis-zu-Miete-Perzentile basierend auf OECD-Ländern **57**



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

126 Städte: Vergleich von Angebot und Nachfrage **58**



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Im Folgenden vergleichen wir das Preis-zu-Einkommen-Verhältnis Deutschlands mit dem 21 anderer Länder der OECD vom Jahr 1980 bis 2020. Deutschlands so ermittelter Erschwinglichkeitsindikator steht aktuell bei etwas über dem langfristigen Durchschnitt, der auf 100 normiert ist. Dieses gefühlt relativ niedrige Niveau ist vor allem der hohen relativen Bewertung am Anfang der 1980er Jahre geschuldet. Eine wichtige Frage ist, ob das Zyklusende bei höheren Indexwerten wahrscheinlicher wird. Um diese Frage zu beantworten analysieren wir, ob ein heute hoher Indexstand ein niedrigeres Niveau in drei Jahren impliziert. Die vier Grafiken auf der nächsten Seite zeigen, dass hohe Indexstände, insbesondere solche über dem 80%-Perzentil, in der Folge oft mit kräftigen Preisrückgängen einhergehen. Für die 22 Länder und 60 Jahre liegt der 80%-Perzentil-Indexwert bei 119,0. Wir nutzen diesen Wert als Orientierungspunkt, um die Länge des deutschen Zyklus abzuschätzen. Über den gesamten Zyklus hat Deutschland den Indexwert jährlich um 2,6 Punkte erhöht. Dies entspricht einem durchschnittlichen Wachstum der Hauspreise von 5,1% und einem Lohnwachstum von 2,4%. Bei diesem Tempo würde Deutschland im Jahr 2026 das historisch einmalige 80%-Perzentil erreichen. Wendet man die gleiche Methodik auf das Verhältnis von Preisen zu Mieten an, dann liegt der deutsche Indexwert aktuell bei 115,1 und damit deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von 100. Auch für diesen Erschwinglichkeitsindex scheint das 80%-Perzentil eine gute Daumenregel zu sein. Mit dem Wachstum über die letzten zehn Jahre von 3,7 Punkten pro Jahr würde das 80%-Perzentil aller 22 Länder von 121,7 Punkten bereits im Jahr 2022 erreicht werden.

4. Die fundamentale Angebotsknappheit in Deutschland

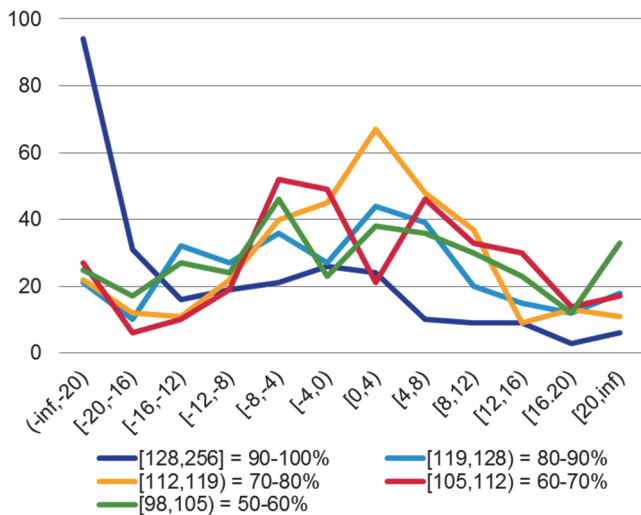
Bisher haben wir absolute und relative Preise analysiert. Nun widmen wir uns dem Vergleich des Wohnungsangebots und der Nachfrage in 126 Städten. Unsere Analyse beruht auf einer einfachen Methodik und einer Reihe von Annahmen (Details siehe Grafik 63). Die zentralen Annahmen sind eine weitere hohe Nettozuwanderung von mehr als 300.000 Menschen pro Jahr, wodurch die Einwohnerzahl am Höhepunkt im Jahr 2033 auf über 84 Mio. steigt. Auch die Einwohnerzahl in den 126 Städten nimmt von aktuell 30,1 Mio. auf 31,2 Mio. zu. Basierend auf den Entwicklungen in den vergangenen zehn Jahren haben wir hierbei unterstellt, dass die Einwohnerzahl in den Städten kräftiger steigt als in Deutschland insgesamt. Wir berücksichtigen in unserer Analyse den Trend zu Single-Haushalten bzw. den Rückgang der durchschnittlichen Anzahl von Personen pro Haushalt und schreiben diesen Trend über die nächsten zehn Jahre fort. Unberücksichtigt lassen wir die Wohnfläche pro Person. Der lange Zeit bestehende Trend zu mehr Wohnfläche pro Person schwächt sich in den 126 Städten seit Jahren ab. Zudem ist mit noch höheren Preisen in den kommenden Jahren zu rechnen. Entsprechend dürfte die Wohnfläche pro Person nicht weiter zunehmen.



Perzentile der Preis-zu-Einkommen-Indizes 1960-2020 von 22 Ländern

59

y-Achse: Anzahl Beobachtungen
x-Achse: Delta in Indexpunkten in drei Jahren

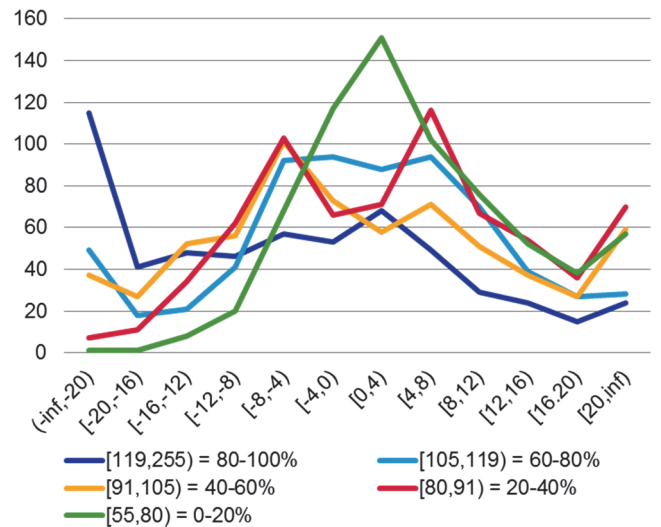


Quellen: Deutsche Bank Research, Haver

Quintile der Preis-zu-Einkommen-Indizes 1960-2020 von 22 Ländern

60

y-Achse: Anzahl Beobachtungen
x-Achse: Delta in Indexpunkten in drei Jahren

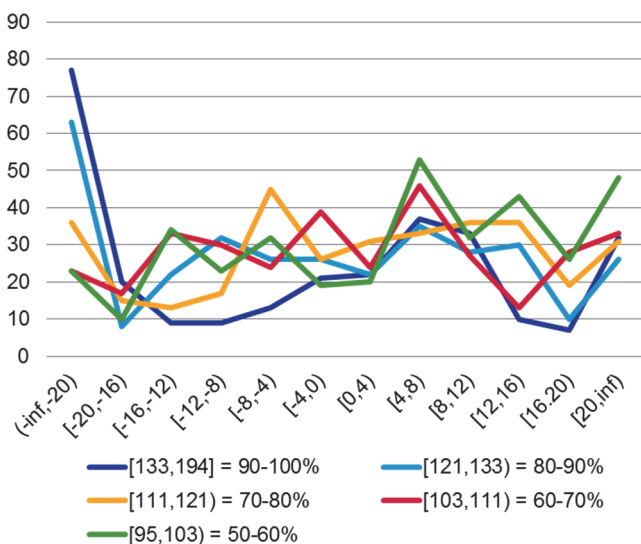


Quellen: Deutsche Bank Research, Haver

Perzentile der Preis-zu-Mieten-Indizes 1970-2020 von 22 Ländern

61

y-Achse: Anzahl Beobachtungen
x-Achse: Delta in Indexpunkten in drei Jahren

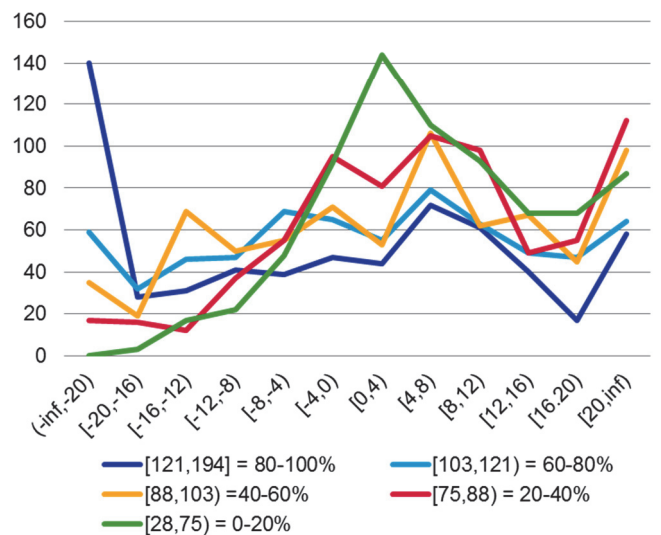


Quellen: Deutsche Bank Research, Haver

Quintile der Preis-zu-Mieten-Indizes 1970-2020 von 22 Ländern

62

y-Achse: Anzahl Beobachtungen
x-Achse: Delta in Indexpunkten in drei Jahren



Quellen: Deutsche Bank Research, Haver



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

Simple Methodik für die Frage: Wann endet der aktuelle Zyklus? Fundamentale Analyse für 126 Städte mit mehr als 30 Mio. Einwohnern 63

Ziel: Berechnung der Angebotsknappheit

Annahme: Angebot und Nachfrage im Jahr 2011 ausgeglichen. Warum 2011? Unserer Ansicht nach erfolgte der Zyklusbeginn mit dem Ende der Finanzkrise im Jahr 2009. Durch die massive Korrektur der Einwohnerzahl im Zuge des Zensus ist ein Vergleich aber erst im Jahr 2011 sinnvoll.

Operationalisierung: Jährlicher Vergleich von kumuliertem Angebot und kumulierter Nachfrage pro Person vom Jahr 2011 bis 2030.

Berechnung der kumulierten Nachfrage

- Einwohnerzahl und Haushaltsgröße im Jahr 2020 unverändert gegenüber Vorjahr.
- Absolutes durchschnittliches jährliches Einwohnerwachstum der Jahre 2018 und 2019 = Einwohnerwachstum im Jahr 2021.
- Ab dem Jahr 2022 sukzessiver konstanter Rückgang des absoluten Einwohnerwachstums um jährlich 5% des Jahres 2021. Folge: Im Jahr 2030 ist das Einwohnerwachstum halb so groß wie im Jahr 2021. Warum 5%? Basis Bevölkerungsvorausberechnung G2L2W3 (siehe oben) für Deutschland impliziert, dass die Einwohnerzahl in 126 Städten von 30,1 Mio. im Jahr 2019 auf 31,0 Mio. im Jahr 2030 steigt. Proportionale Verteilung auf 126 Städte ergibt 5% Rückgang.
- Vom Jahr 2011 bis zum jeweiligen Jahr Aufsummieren der gestiegenen Einwohnerzahl.

Berechnung des kumulierten Angebots

- Anzahl der fertiggestellten Wohnungen im Jahr 2020 unverändert gegenüber Vorjahr.
- Ermittlung der durchschnittlichen jährlichen Zunahme der fertiggestellten Wohnungen vom Jahr 2016 bis 2019 (in seltenen Fällen negativ, dann null). Ab dem Jahr 2021 steigt die Zahl der jährlich fertiggestellten Wohnungen um den zuvor ermittelten Betrag.
- Extrapolation des durchschnittlichen jährlichen Rückgangs der Personen pro Haushalt der Periode 2011-2019 übertragen auf die Periode 2021-2030.
- Für jedes Jahr: Multiplikation der fertiggestellten Wohnungen mit der durchschnittlichen Anzahl von Personen pro Haushalt in jeder Stadt.
- Vom Jahr 2011 bis zum jeweiligen Jahr Aufsummieren der Personen, die neuen Wohnraum beziehen können.

Kumuliertes Angebot minus kumulierte Nachfrage = jährlicher Wohnraumbedarf/-überschuss in Anzahl Personen

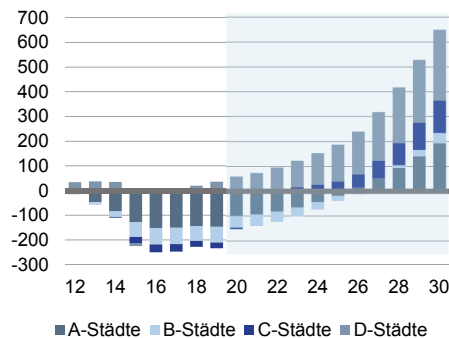
Negatives Ergebnis = Angebotsknappheit

Positives Ergebnis = Angebotsüberschuss

Quelle: Deutsche Bank Research

2012-2030 Vergleich von Wohnungsangebot und -nachfrage 64

Anzahl der Wohnungen in '000
+=Angebotsüberschuss, -=Angebotsknappheit



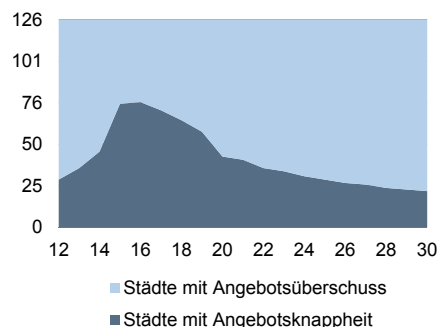
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Die aggregierte fundamentale Angebotsknappheit in unseren 126 Städten endet im Jahr 2023

Auf der Basis dieser einfachen Methodik hat sich die Angebotsknappheit über den Zyklus gesteigert und erreichte im Jahr 2016 seinen Höhepunkt. Damals fehlten in unseren 126 Städten rund 250.000 Wohnungen für fast 450.000 Personen. Seither hat sich die Angebotsknappheit abgemildert und stand bei knapp unter 200.000 Wohnungen im Jahr 2019. Für das Jahr 2020 liegen die Daten noch nicht vollständig vor. Dort beginnt unsere Projektion. Demnach ist im Jahr 2020 aufgrund der unterdurchschnittlichen Zuwanderung die Angebotsknappheit auf rund 94.000 Wohnungen gefallen. Wenn die Zuwanderung im Jahr 2021 und 2022 wieder auf über 300.000 steigt, wird die Angebotsknappheit weiter abnehmen. Aggregiert über unsere 126 Städte ist die Angebotsknappheit im Jahr 2023 eliminiert. Ab dem Jahr 2023 nimmt in unserer Projektion der Angebotsüberschuss stetig zu und das kumulierte Angebot übertrifft immer stärker die kumulierte Nachfrage.

2012-2030 Vergleich von Wohnungsangebot und -nachfrage 65

Anzahl der Städte



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

5. Regionale Unterschiede der fundamentalen Angebotsknappheit

Wenngleich die bundesweite fundamentale Angebotsknappheit nach unserer Projektion im Jahr 2023 endet, sind regionale Unterschiede von Bedeutung. So zeigen unsere Projektionen deutliche Unterschiede zwischen großen und kleinen Städten an. Die Angebotsknappheit in den A- und B-Städten besteht noch bis ins Jahr 2025 und 2027 fort. Da unserer Ansicht nach die Metropolen vermutlich auch nach Corona der Dreh- und Angelpunkt des wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Lebens in Deutschland bleiben, könnte der Zyklus also noch



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

Vergleich unserer hier berechneten Angebotsknappheit mit Bauüberhang und 1 Mio. fehlender Wohnungen

66

In Teil A, dem Ausblick auf das Jahr 2021, haben wir den Bauüberhang in Höhe von 740.000 Wohnungen des Statistischen Bundesamtes und unsere Schätzung, dass über den gesamten Zyklus mehr als eine Million Wohnungen fehlen, genannt. Hier eine kurze Einordnung gegenüber den maximal 250.000 fehlenden Wohnungen im Jahr 2016 in unserer Projektion:

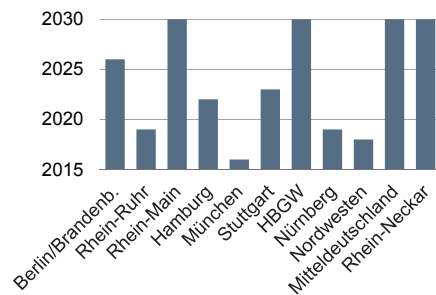
- unterschiedliche räumliche Bezüge: Deutschland vs. 126 Städte,
- unterschiedliche Anzahl Einwohner: 83,2 Mio. vs. 30,1 Mio.,
- unterschiedliche Zeiträume: Zyklusbeginn eigentlich 2009. Einwohnerzahlen vor 2011 sehr volatil aufgrund Zensus-Knicks im Jahr 2011. Daher Annahme: Fundamentales Gleichgewicht bestand im Jahr 2011,
- unterschiedliche Definitionen: (1) „mehr als eine Mio. fehlende Wohnungen“ unterstellt, dass bereits am Anfang des Zyklus im Jahr 2009 eine Nachfrage von 350.000 Wohnungen bestand. Umkehrschluss: Wären diese Wohnungen gebaut worden, hätte es keine Angebotsknappheit und keinen Preiszyklus gegeben.
- (2) Bauüberhang beantwortet die Frage: Was ist noch zu bauen, um alle Baugenehmigungen zu Fertigstellungen werden zu lassen. Aber nicht alle Baugenehmigungen führen zu Fertigstellungen. Einige verfallen, manche Bauvorhaben brauchen mehrere Baugenehmigungen. Eine Baugenehmigung kann auch gestellt werden, um ein Objekt besser verkaufen zu können. Bauüberhang kann in den nächsten Jahren sukzessive abgebaut werden.

Quelle: Deutsche Bank Research

Metropolregionen inklusive Metropole: Zyklusende

67

Jahr gemäß unseren einfachen Methodik



HBGW=Hannover-Braunschweig-Göttingen-Wolfsburg

Quellen: bulwienges, Deutsche Bank Research

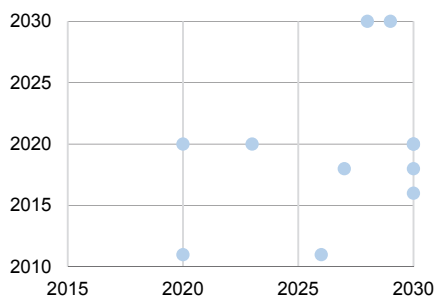
über das Jahr 2023 hinaus andauern. In den C-Städten dagegen endet die fundamentale Angebotsknappheit schon im Jahr 2022 und in den D-Städten gibt es gemäß unserer Methodik nur im Jahr 2015 eine Angebotsknappheit. Im Jahr 2019 gab es in diesen 83 Städten aggregiert bereits ein Überangebot von 35.700 Wohnungen.

Auch über die elf deutschen Metropolregionen hinweg existieren große Unterschiede. So dürften die Zyklen in den Metropolen Köln, Hannover, Leipzig und Stuttgart auch im Jahr 2030 noch nicht beendet sein. In Bremen und München dagegen endete die Angebotsknappheit bereits im Jahr 2020. Während die Leerstandsrate, die in unserem einfachen Modell nicht berücksichtigt wird, in München, nahe null, kein baldiges Zyklusende impliziert, ist die Rate in Bremen historisch deutlich höher. Damit könnte in Bremen das Ende des Zyklus nahe sein. Interessanterweise gibt es nur einen sehr schwachen Zusammenhang zwischen dem Zyklusende in den Metropolen und den Metropolregionen. So gibt es fünf Metropolregionen, in denen der Zyklus in der Metropole zehn Jahre länger dauert als der Zyklus der jeweiligen Region. Das andere Extrem stellen die Regionen Rhein-Main und Rhein-Neckar dar. Dort dauert unseren Berechnungen nach der Zyklus in der Metropolregion länger als in der Metropole.

Zyklusende in Metropolen und Metropolregionen

68

y-Achse: Jahr für Metropolregion exkl. Metropole
x-Achse: Jahr für Metropole



Quelle: Deutsche Bank Research

Vergleich von Wohnungsangebot und -nachfrage in den elf Metropolregionen

69

Metropole	Zyklusende im Jahr	Metropolregion inklusive Metropole	Zyklusende im Jahr	Metropolregion exklusive Metropole	Zyklusende im Jahr
Berlin	2026	Berlin/Brandenburg	2026	Berlin/Brandenburg	2011
Bremen	2020	Nordwest	2018	Nordwest	2011
Düsseldorf/Köln	2030	Rhein-Ruhr	2019	Rhein-Ruhr	2018
Frankfurt	2029	Rhein-Main	2030	Rhein-Main	2030
Hamburg	2023	Hamburg	2022	Hamburg	2020
Hannover	2030	HBGW	2030	HBGW	2020
Heidelberg	2028	Rhein-Neckar	2030	Rhein-Neckar	2030
Leipzig	2030	Mitteldeutschland	2030	Mitteldeutschland	2016
München	2020	München	2016	München	2020
Nürnberg	2027	Nürnberg	2019	Nürnberg	2018
Stuttgart	2030	Stuttgart	2023	Stuttgart	2020

Hinweise: Düsseldorf und Köln weisen sehr unterschiedliche Knappheiten auf. Köln weist nach unserer Methodik einen sehr großen Wohnraumangel auf, in Düsseldorf ist er dagegen sehr viel geringer. HBGW = Hannover-Braunschweig-Göttingen-Wolfsburg, "2030" impliziert eine auch im Jahr 2030 noch bestehende fundamentale Angebotsknappheit.

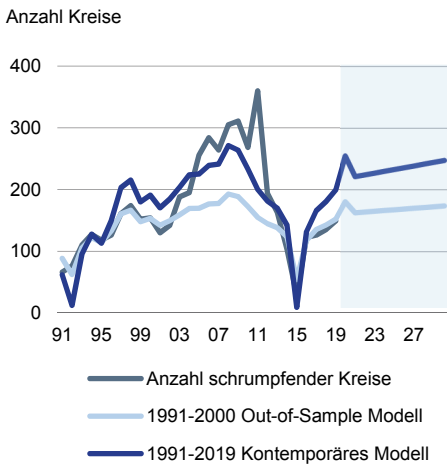
Quelle: Deutsche Bank Research



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

1991-2030 Kreise mit rückläufiger Einwohnerzahl

70



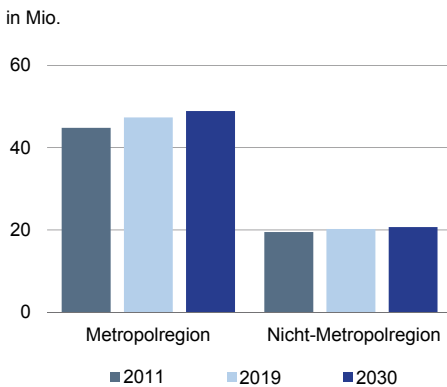
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

6. Binnenwanderung aufgrund von Kreis- und Dorfsterben

Die historische Binnenwanderung von Ost- nach Süddeutschland und von infrastrukturell schwachen zu -starken Regionen dürfte sich in den kommenden Jahren fortsetzen. Damit geht das Dorf- und Kreissterben weiter. Zur historischen Einordnung: Im Jahr 1990 gab es in Deutschland 426 Landkreise (ohne kreisfreie Städte), während es aktuell nur noch 294 sind. Die Corona-Krise könnte diesen Konsolidierungsprozess verstärken. Nach unseren Berechnungen⁷ wird von den 400 Kreisen die Zahl derer mit rückläufiger Einwohnerzahl von aktuell rund 150 in den kommenden Jahren weiter in Richtung 200 zunehmen. Dabei dürften wie in den letzten Jahren in etwa 46% der Kreise mit schrumpfender Einwohnerzahl in den Metropolregionen liegen. Dort geht die Zahl der Einwohner von 6,8 Mio. im Jahr 2019 auf 6,5 Mio. im Jahr 2030 zurück. In den Kreisen mit rückläufiger Einwohnerzahl außerhalb der Metropolregionen sinkt über den gleichen Zeitraum die Einwohnerzahl von 8,6 Mio. auf 8,2 Mio. Gleichzeitig werden die Kreise mit bisher wachsender Einwohnerzahl bis zum Jahr 2030 ein weiteres Plus von fast 2 Mio. Menschen verzeichnen, hiervon entfallen 1,5 Mio. auf die Metropolregionen und fast 0,5 Mio. auf Regionen außerhalb der Metropolregionen (siehe Grafiken 71, 72).

Kreise mit wachsender Einwohnerzahl in Metropolregionen und außerhalb

71

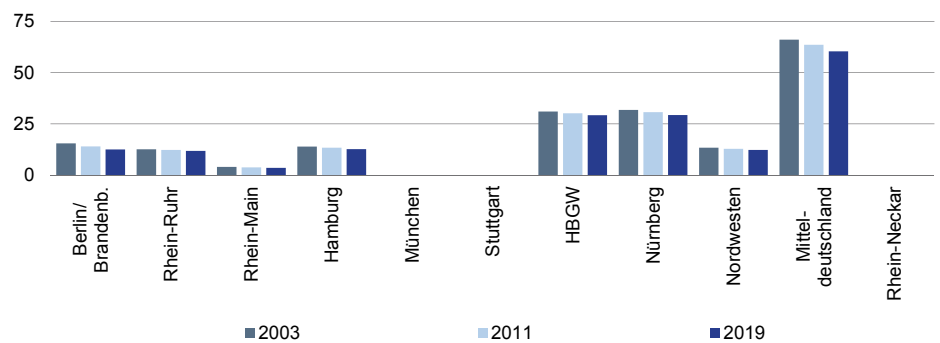


Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Metropolregionen: Einwohner in schrumpfenden Kreisen

72

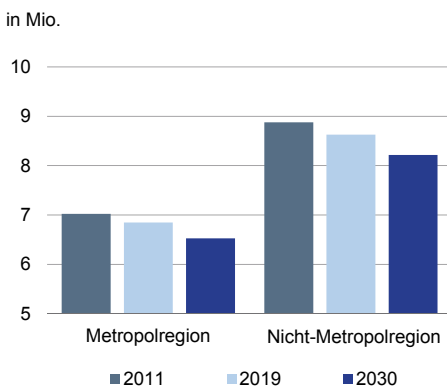
Anteil in % aller Einwohner in der jeweiligen Metropolregion



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Kreise mit fallender Einwohnerzahl in Metropolregionen und außerhalb

73



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

In den Metropolregionen sind die Kreise mit rückläufiger Einwohnerzahl sehr ungleich verteilt. So wuchsen in den letzten Jahren in den Metropolregionen München, Rhein-Neckar und Stuttgart alle Kreise. Auch in Rhein-Main ist die Quote der Kreise mit schrumpfender Einwohnerzahl im Vergleich zu allen Kreisen relativ gering. Im Jahr 2019 lebten dort 3,5% aller Menschen. In Berlin-Brandenburg, Rhein-Ruhr, Hamburg und im Nordwesten liegt diese Quote bei rund 12%, in Hannover-Braunschweig-Göttingen-Wolfsburg und Nürnberg bei rund 29% und in Mitteldeutschland bei über 60%. In einigen Regionen droht sogar ein Exodus. So ist in 16 Kreisen rund jeder sechste Einwohner über 75 Jahre alt (Durchschnitt über Deutschland: unter 12%). Deren Anteil dürfte weiter zulegen und das dürfte die Versorgungslage vieler älterer Menschen erschweren. Diese Entwicklungen bewirken zwei gegenläufige Effekte. Einerseits sinkt die aggregierte Wirtschafts- und Kaufkraft in der jeweiligen Metropolregion. Andererseits könnte sich die Wohnungsnachfrage zum Großteil auf die prosperierenden Kreise und Städte der Region konzentrieren. In Leipzig zum Beispiel könnte dies die Zahl der Einwohner weiter wachsen lassen und zu Engpässen auf dem Wohnungsmarkt beitragen. In den Nichtmetropolregionen gibt es 13 Kreise, in

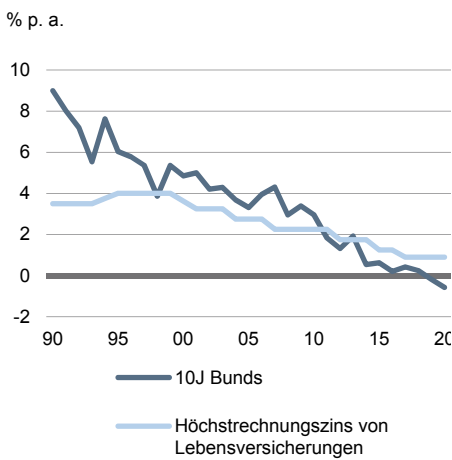
⁷ Dabei unterstellen wir eine Nettozuwanderung von über 300.000 Menschen pro Jahr und berücksichtigen eine Zeitvariable, mit deren Hilfe wir die oben beschriebene Pfadabhängigkeit zu erfassen versuchen.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

1990-2020 Zinsumfeld für institutionelle Investoren

74



denen rund jeder sechste Einwohner über 75 Jahre alt ist. Auch dort dürften die prosperierenden Kreise in den kommenden Jahren zu Lasten der Kreise mit schrumpfender Einwohnerzahl eher an Wirtschafts- und Kaufkraft gewinnen. Diese Konzentration der Wohnungsnachfrage auf tendenziell immer weniger Regionen könnte das Zyklusende regional verzögern.

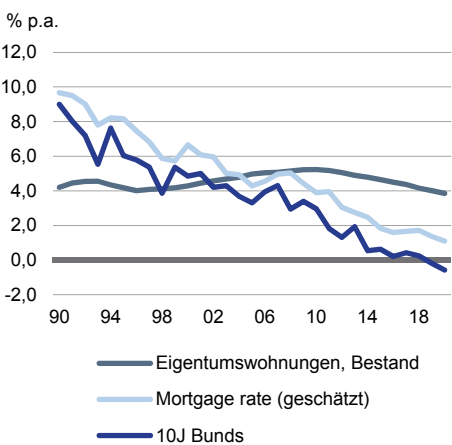
7. Niedrigzinsen treiben institutionelle Investoren in Immobilien

In den letzten Jahren haben wir mehrfach betont, wie bedeutend das Niedrigzinsumfeld für die Hauspreise ist. Wie oben im Zinsausblick beschrieben, verlängern die Corona-Krise und die hohen privaten wie staatlichen Schuldenstände das Niedrigzinsumfeld vermutlich um weitere Jahre. Rentierliche risikoarme Kapitalanlagen sind damit wohl über Jahre Mangelware. Zudem sind spätestens seit dem Jahr 2014 mit der Ankündigung der EZB-Anleihekäufe die institutionellen Investoren erheblich unter Druck geraten. Beispielsweise liegt seither der Höchstrechnungs-zins der Lebensversicherungen im Durchschnitt fast 100 Basispunkte *über* der Bundrendite, am aktuellen Rand sind es sogar 150 Basispunkte. Zum Vergleich: In den 1990er Jahre lag der durchschnittliche Höchstrechnungs-zins noch rund 260 Basispunkte *unter* der Bundrendite. Auch den Pensionskassen macht das Zinsumfeld zu schaffen. So hat die Bafin 36 Pensionskassen „unter intensivierter Aufsicht, weil sie ihre vertraglichen Verpflichtungen gegenüber ihren Kunden möglicherweise nicht dauerhaft erfüllen können.“⁸ Viele Investoren dürften die anfänglichen Mietrenditen von im Durchschnitt rund 4% pro Jahr im deutschen Wohnungsmarkt daher als Substitut für Anleiherenditen betrachten. Zweifellos akzeptiert man damit auch höhere Risiken als bei Investitionen in die historisch risikoarmen Anleihen. Die Anreize diese zu ignorieren nehmen jedoch zu. Zudem könnten Lebensversicherungen und Pensionskassen in Versuchung geraten und sich zwar regelkonform verhalten, ihre expliziten Immobilienquoten aber trotzdem über die eigentlichen regulatorischen Maßgaben hinaus ausweiten (regulatorische Arbitrage).

Investoren werden darüber hinaus nicht nur von den Mietrenditen, sondern auch von den potenziell höheren Haus- und Wohnungspreisen angezogen, sodass in den letzten Jahren die durchschnittliche jährliche Gesamtkapitalrendite, ohne Transaktionskosten, ohne Erhaltungskosten, ohne Steuern, aber auch ohne Finanzierung, regelmäßig zweistellig ausfiel. Auch die geringe Korrelation mit Fi-

Mietrendite und Renditeumfeld

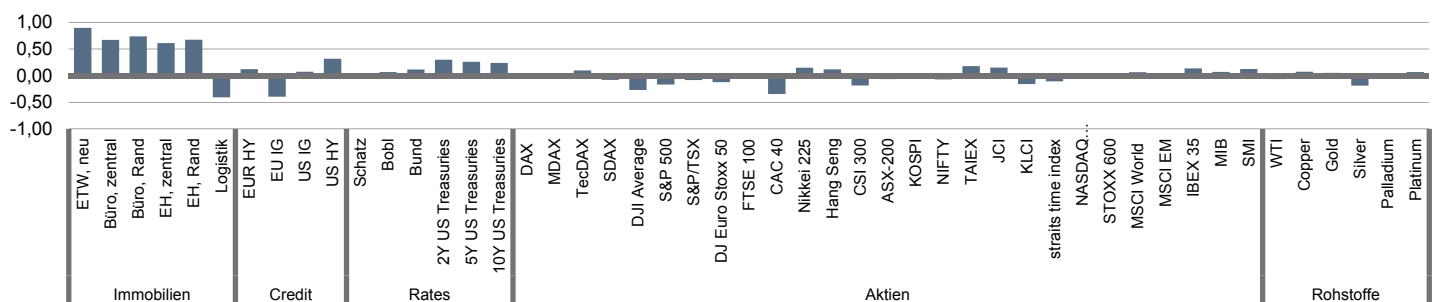
75



1991-2019 Korrelation: Gesamtkapitalrenditen von Eigentumswohnungen (Bestand) mit ...

76

Basierend auf Jahresdaten. Alle Indizes in Euro umgerechnet.



Legende: ETW = Eigentumswohnungen, EH = Einzelhandel

Quellen: Bloomberg Finance LP, bulwiengesa, Deutsche Bank Research

⁸ https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Reden/re_201112_HB-Jahrestagung_EbAV_EDVA.html heruntergeladen am 4. Februar 2020

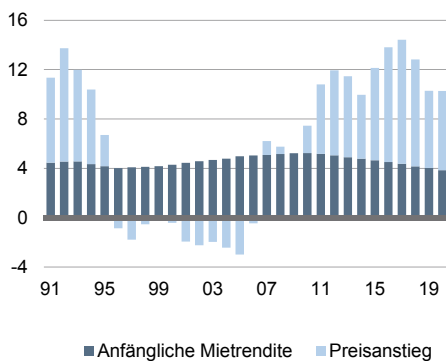


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

1991-2020 Gesamtkapitalrendite:
Eigentumswohnungen, Bestand

77

in % pro Jahr

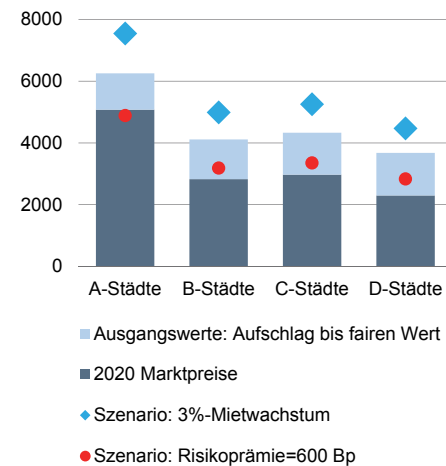


Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Preise und Bewertungen für
Eigentumswohnungen

78

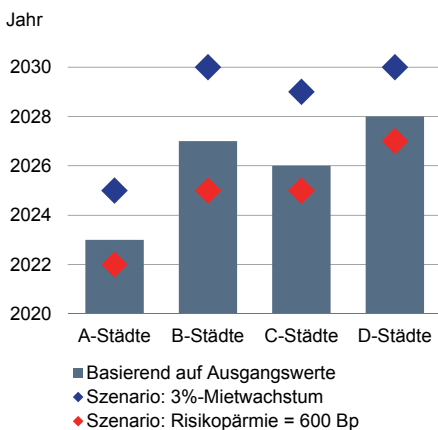
EUR pro Quadratmeter



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Zykluslänge basierend auf einfachem
Barwertmodell und Ausgangswerten

80



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

nanzmarktprodukten macht Wohnimmobilien attraktiv und trägt zur Renditestabilität von Portfolien bei. Die Höhe und Entwicklung des Immobilienanteils in den Portfolien der institutionellen Investoren ist oft nicht direkt ermittelbar. Viele Immobilienrisiken werden nicht direkt gehalten, sondern über Finanzprodukte. Jedoch gibt es reichlich anekdotische Evidenz, dass institutionelle Investoren ihre Quoten in den letzten Jahren ausgeweitet haben. Durch die Corona-Krise dürften zudem Wohn- gegenüber Gewerbeimmobilien an Attraktivität gewonnen haben, da zumindest Hotel- und Einzelhandelsimmobilien und womöglich auch der Büroktor einen Nachfrageeinbruch zu verkraften haben. Auch deshalb erwarten wir in den kommenden Jahren weiterhin eine hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien, was den aktuellen Preiszyklus weiter unterstützt. Die Mieten dürften dagegen weiterhin hinterherhinken. Einerseits dürfte das Lohnwachstum, solange bis die Corona-Folgen in der Beschäftigungsentwicklung verdaut sind, mäßig ausfallen. Auch danach steht die moderate Entwicklung der Haushaltseinkommen allzu kräftigen Mieterhöhungen entgegen. Zusätzlich könnte der regulatorische und gesellschaftliche Gegenwind Mieterhöhungen erschweren. Bis zum Zyklusende dürften wie in den vergangenen zehn Jahren auch die Wohnimmobilienpreise daher stets kräftiger zulegen als die Mieten. Bleiben die Zinsen bis dahin auf ihrem niedrigen Niveau, dürfte der Spread zwischen Mietrenditen und Renditen auf risikoarmen Anleihen noch deutlich kleiner geworden ist. In den letzten Jahren ist die anfängliche Mietrendite um rund 13 Basispunkte pro Jahr zurückgegangen.

Fundamentale Bewertung in 126 Städten: Wie lange sind Wohnimmobilien für institutionelle Investoren attraktiv?

Barwertmodell und unsere Annahmen

79

$$\text{Fairer Wert} = \sum_{t=1}^{50} \frac{\text{Miete im Jahr 2020} (1 + \text{Mietwachstum})^t}{(1 + \text{Bundrendite} + \text{Risikoprämie})^t} - \frac{\text{Verkaufswert in 51 Jahren}}{\text{abgezinst auf heute}}$$

Verkaufswert in 51 Jahren = Einkaufspreis (1 - Abschreibungsrate)⁵¹

Ausgangswerte: Investitionsdauer = 50 Jahre, anschließender Verkauf zum Restwert, Abschreibungsrate 3% p.a., Annahmen für 50 Jahre: Mietwachstum 2% p.a., Bundrendite dauerhaft bei -0,57, Risikoprämie (=Mietrendite minus Bundrendite) = 440 Bp.

Quelle: Deutsche Bank Research

Wir nähern uns der Antwort auf diese Frage mit einer Reihe von Annahmen und einem sehr einfachen Barwertmodell (siehe Kasten). Dieses bildet die zahlreichen Risiken einer Immobilienanlage wie Mieterbonität, häufige Mieterwechsel, überraschend hohe Erhaltungsaufwendungen, potenzielle Liquiditätsgenpässe beim Verkauf wie im Frühjahr 2020 und weitere Risiken in einer einzigen Kennziffer ab, einem Risikoprämienaufschlag auf das Zinsniveau. Dabei unterstellen wir, dass diese Prämie über den Spread zwischen 10-jährigen Bund- und Mietrenditen für Eigentumswohnungen gemessen werden kann. Am aktuellen Rand liegt der Spread bei rund 440 Basispunkten. Zusammen mit den weiteren Annahmen bestimmen wir faire Werte für 126 Städte. Das Ergebnis lautet, dass im Jahr 2020 alle deutschen Städte unterbewertet waren, im Durchschnitt mit mehr als EUR 1.300 pro Quadratmeter. Die so berechneten fairen Werte hängen stark von den Annahmen ab. So impliziert eine Erhöhung des Mietwachstums auf 3% pro Jahr eine zusätzliche Unterbewertung von rund EUR 1.000 pro Quadratmeter. Dagegen entsprechen die fairen Werte in etwa den 2020er Preisen, wenn ausgehend von den Ursprungswerten die Risikoprämie von 440 auf 600 Basispunkte oder die Bundrendite von -0,57% auf 1% ansteigen.

Solche Abweichungen können wir nicht ausschließen. Jedoch haben wir die Ausgangswerte bewusst gewählt. Im Anschluss an die aktuelle Wirtschaftskrise und aufgrund des regulatorischen Gegenwinds halten wir ein Mietwachstum,



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

das etwas über der historischen Inflationsrate liegt, für vernünftig. Zudem erwarten wir über Jahre ein sehr niedriges Zinsniveau. Die aktuelle Risikoprämie von 440 Basispunkten könnte beispielsweise im Zuge einer höheren Insolvenzwelle durch die Wirtschaftskrise steigen. Allerdings beträgt über den Zyklus seit dem Jahr 2009 die durchschnittliche Prämie nur 360 Basispunkte. Zudem könnte im Zuge weiterer Zuflüsse durch institutionelle Investoren die Prämie nachgeben und damit der faire Wert noch höher liegen.

Wann bricht unter unseren Annahmen der Zyklus ab?

Überträgt man die durchschnittliche jährliche Preisentwicklung vom Jahr 2009 bis 2020 für jede Stadt in die Zukunft und unterstellt man, dass unsere fairen Werte die Zukunft abbilden, dann kann man Zeitpunkte angeben, wann die Marktpreise den von uns berechneten fairen Wert erreichen. Nach dieser Methodik liegen die einwohnergewichteten Marktpreise in Deutschland im Jahr 2025 über den fairen Werten. Folglich sinken für viele Investoren die Anreize zu kaufen und der Zyklus würde zu Ende gehen. Nach dieser Methodik erreichen die A-Städte das Zyklusende im Jahr 2023, die B-, C- und D-Städte aber erst im Jahr 2026 oder später. Bei einem Mietwachstum von 3% verschiebt sich die Zykluslänge um zwei bis drei Jahre, je nach Stadtklasse, nach hinten. Unter der Annahme eines Anstiegs der Risikoprämie auf 600 Basispunkte verkürzt sich die Zykluslänge um ein oder zwei Jahre. Die nachfolgende Tabelle enthält die analoge Übersicht für die Metropolregionen.

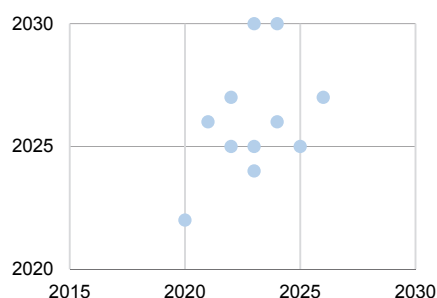
Wie würde ein Inflationsschub auf die Bewertungen wirken?

Das Barwertmodell ist auch geeignet, um die Wirkung einer potenziell höheren Inflation auf den Wohnungsmarkt zu diskutieren. Als Ausgangspunkt kann man annehmen, dass sich sowohl Mieten als auch Bundrenditen um die Inflation erhöhen. Gleiches gilt für den abgezinnten Verkaufswert am Ende der Investitionsperiode. Folglich wäre der faire Wert unverändert und Immobilien böten einen Inflationsschutz. Die immer striktere Mietregulierung dürfte aber das Mietwachstum dämpfen, weshalb eine höhere Inflation womöglich nicht komplett weitergegeben werden kann. Auch die Bundrenditen dürften eine höhere Inflation nicht komplett abbilden, da die EZB ihre Geldpolitik wohl eher zögerlich anpassen würde. Dies gilt umso mehr, als mit höheren Renditen – auch wenn diese nur einen Inflationsausgleich abbilden – typischerweise die Unsicherheit über den künftigen Schuldenpfad steigt und daher Risikoprämien eingefordert werden. Ein Inflationsschub dürfte deshalb nur eine relativ begrenzte Auswirkung auf das nominale Zinsniveau haben. Zum Teil heben sich die Wirkungen der staatlichen Markteingriffe auf Mieten und Zinsen folglich auf. Wenn der

Zyklusende in Metropolen und Metropolregionen basierend auf einfachem Bewertungsmodell

81

y-Achse: Jahr für Metropolregion exkl. Metropole
x-Achse: Jahr für Metropole



Quelle: Deutsche Bank Research

Zyklusende in Metropolregionen basierend auf Ausgangswerten und einfachem Barwertmodell

82

Metropole	Zyklusende im Jahr	Metropolregion inklusive Metropole	Zyklusende im Jahr	Metropolregion exklusive Metropole	Zyklusende im Jahr
Berlin	2022	Berlin/Brandenburg	2025	Berlin/Brandenburg	2027
Bremen	2026	Nordwest	2027	Nordwest	2027
Düsseldorf/Köln	2023	Rhein-Ruhr	2029	Rhein-Ruhr	2030
Frankfurt	2022	Rhein-Main	2024	Rhein-Main	2025
Hamburg	2021	Hamburg	2024	Hamburg	2026
Hannover	2024	HBGW	2026	HBGW	2026
Heidelberg	2025	Rhein-Neckar	2025	Rhein-Neckar	2025
Leipzig	2024	Mitteldeutschland	2030	Mitteldeutschland	2030
München	2020	München	2022	München	2022
Nürnberg	2023	Nürnberg	2024	Nürnberg	2024
Stuttgart	2023	Stuttgart	2024	Stuttgart	2025

Hinweis: HBGW = Hannover-Braunschweig-Göttingen-Wolfsburg, "2030" impliziert Zyklusende im Jahr 2030 oder später.

Quelle: Deutsche Bank Research



Hauspreiszyklus aber noch einige Zeit weiterläuft und die oben berechneten Unterbewertungen beseitigt sind, dann dürfte die Zinssensitivität deutlich zunehmen. Ein Inflationsschub in den nächsten Jahren könnte das Zyklusende viel eher einläuten. Dies gilt insbesondere, wenn der Inflationsschub nicht nur temporär ist.

8. Sind drei Regulierungswellen bis zum Jahr 2030 eine zu viel? Regulierungsparadox schützt Investoren vor ersten beiden Wellen

Die Corona-Krise und die drohende Insolvenzwelle könnten den Staatsdirigismus beschleunigen. Als Folge dieses übergeordneten Trends erwarten wir drei Regulierungswellen, wobei die ersten beiden ihren Ursprung bereits in der letzten Dekade hatten. Erstens eine weitere Tendenz zu einer noch strikteren Wohnungspolitik, die sich weiterhin darum bemüht, das Mietwachstum zu begrenzen bzw. die Miethöhe einzufrieren. Zweifellos wird das für das erste Halbjahr erwartete Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Berliner Mietendeckel und auch zur bayerischen Mietenstopp-Initiative eine bedeutende Weichenstellung sein. Doch selbst wenn beide verfassungswidrig wären, stellte dies wohl noch keine Kehrtwende hin zu einer marktwirtschaftlichen Wohnungspolitik dar. Zweitens erwarten wir eine Verschärfung der makroprudenziellen Regulierung. Vor der Corona-Krise wurde mit der Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers eher Symbolpolitik betrieben. Im Jahr 2021 dürften die Regulierer auf die drohende Insolvenzwelle und ihre negativen Implikationen auf die Finanzindustrie fokussiert sein. Daher erwarten wir erst für das Jahr 2022 makroprudenzielle Eingriffe. Voraussetzung hierfür dürfte eine dauerhafte Überwindung der Corona-Wirtschaft, eine Fortsetzung des Hauspreiszyklus und ein weiterhin kräftiges Kreditwachstum sein. Einerseits dürften die Regulierer den antizyklischen Kapitalpuffer sukzessive erhöhen und damit die Kreditvergabe versuchen zu dämpfen. Um die Hypothekenkreditvergabe zu drosseln, könnten andererseits sowohl die schuldnerbasierten als auch die einkommensbezogenen Instrumente eingesetzt werden. Die einkommensbezogenen Instrumente müssten erst noch aktiviert werden, könnten aber insbesondere vor dem Hintergrund der kräftig gestiegenen Kreditsumme pro Kreditnehmer im Fokus stehen. So könnten Obergrenzen für die Schuldendienstfähigkeit und Kreditobergrenzen in Abhängigkeit von der Einkommenshöhe auch das Ausfallrisiko reduzieren und damit zu risikofreudige Kreditnehmer und Kreditgeber schützen.

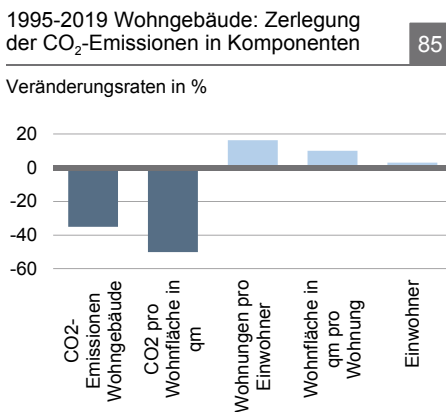
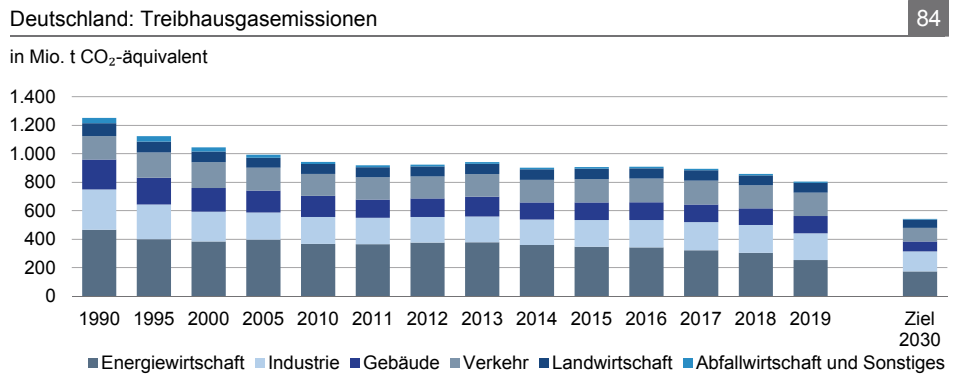
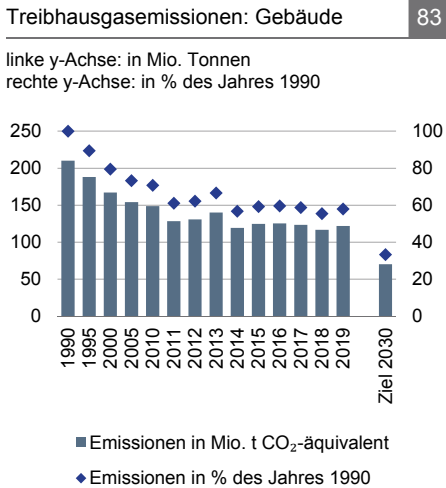
Sowohl die wohnungspolitische als auch die makroprudenzielle Regulierung sind sehr grobe Steuerungsinstrumente, die unbeabsichtigte Nebeneffekte haben. So gibt es Indizien, dass der Berliner Mietendeckel die Investitionen in Wohnraum und auch das Angebot an Mietwohnungen dämpft. Ebenso differenzieren alle zur Verfügung stehenden makroprudenziellen Instrumente nicht zwischen der Kreditvergabe für den Erwerb bestehender und neuer Objekte. Folglich reduziert ihre Einführung folglich vermutlich auch die Kreditvergabe für den Neubau und begrenzt damit das Angebot. Paradoxerweise manifestieren damit die Miet- und die makroprudenzielle Regulierung die fundamentale Angebotsknappheit. Sie konterkarieren damit das gesellschaftlich richtige Ziel, den Miet- und Preiszyklus zu beenden. Als Ergebnis werden diejenigen belohnt, die man versucht zu regulieren: Investoren in Bestandsobjekte.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

Gebäudesektor: CO₂-Ziele für das Jahr 2030 kaum zu erreichen

Die dritte Regulierungswelle droht im Rahmen der Bemühungen den CO₂-Ausstoß zurückzufahren. Im Jahr 2019 emittierten die Gebäude in Deutschland 122 Mio. Tonnen Treibhausgase (CO₂-Äquivalente). Mit einem Anteil der Gebäude an allen Emissionen von rund 15% steht dieser Bereich nach dem Energiesektor, der Industrie und dem Verkehrssektor somit im Zentrum der Klimapolitik. Die von Gebäuden emittierten Treibhausgase konnten dabei in den letzten 30 Jahren um fast 42% gesenkt werden, während die Emissionen über alle Sektoren um lediglich 36% zurückgingen. Trotz dieses überproportionalen Rückgangs der Emissionen ist das Ziel – lediglich 70 Mio. Tonnen Treibhausgase im Jahr 2030 auszustoßen – kaum zu erreichen. Denn Raumwärme und Warmwasser machen rund 70% des Endenergieverbrauchs bei Gebäuden aus und das DIW weist auf den vor allem temperaturbedingten Rückgang der CO₂-Emissionen in der letzten Dekade hin.⁹ Bereinigt um den Temperaturanstieg seien die CO₂-Emissionen um lediglich 3% zurückgegangen. Besonders träge waren die Einsparungen seit dem Jahr 2015 und im Jahr 2019 erhöhten sich die Emissionen sogar gegenüber dem Vorjahr. Die Lockdowns im Jahr 2020 und 2021 und der relativ kalte Winter 2021 dürften ebenfalls zu höheren CO₂-Emissionen beitragen.



Wohngebäude müssen Hauptlast der Einsparungen tragen

Dabei emittieren die rund 19 Mio. Wohngebäude der 21,7 Mio. Gebäude insgesamt rund 70% der CO₂-Emissionen im Gebäudesektor. Dies gilt umso mehr als laut DIW die CO₂-Reduktion in den Wohngebäuden weniger erfolgreich war als bei Nichtwohngebäuden. Zu dieser unterdurchschnittlichen Entwicklung trugen auch eine höhere Wohnfläche, mehr Wohnungen und mehr Einwohner bei. Unseren Berechnungen nach sanken vom Jahr 1995 bis 2019 die CO₂-Emissionen im Wohngebäudesektor um 35%, während sie pro Quadratmeter Wohnfläche sogar um 50% zurückgingen. Die hohe Nachfrage nach Wohnraum hat wohl zu der schwachen Entwicklung in den letzten Jahren beigetragen.

Aber selbst, wenn man auf den Reduktionspfad vor dem Jahr 2015 zurückfindet, verfehlt man das Ziel für das Jahr 2030 deutlich. Unseren Berechnungen nach emittieren die Wohngebäude dann immer noch fast 70 Mio. Tonnen CO₂ und verfehlen damit die Vorgabe um rund 20 Mio. Tonnen. Die Politik versucht bereits gegenzusteuern. Im Juli 2020 wurden im Rahmen des Energie- und Klimafonds weitere EUR 2 Mrd. für die energetische Sanierung bereitgestellt. Zudem findet ab dem Jahr 2021 eine CO₂-Bepreisung nicht nur wie bisher auf die

⁹ Stede, Jan; Schütze, Franziska; Wietschel, Johanna (2019). Wärmemonitor 2019: Klimaziele bei Wohngebäuden trotz sinkender CO₂-Emissionen derzeit außer Reichweite.

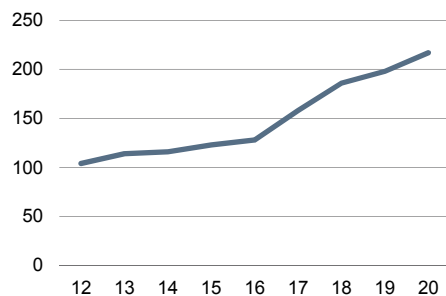


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

Fachkräftemangel: Klempner, Sanitär,
Heizung, Klimatechnik

86

Besetzungsdauer vakanter Stellen in Tagen



Berufsgruppe 342 gemäß Klassifikation der Berufe 2010

Quelle: Arbeitsagentur

Energiewirtschaft und Industrie Anwendung, sondern auch auf den Verkehr und Gebäude. Öl und Gas werden seither mit EUR 25 pro Tonne besteuert. Bis zum Jahr 2026 wird dieser CO₂-Preis dann auf rund EUR 60 pro Tonne ansteigen. Diese Steuereinnahmen fließen wiederum in den Klimaschutz, beispielsweise in die Bundesförderung für effiziente Gebäude (BEG). Diese fasst seit dem Jahr 2021 zuvor bestehende Maßnahmen, wie das KfW-Gebäudesanierungsprogramm und die Förderung erneuerbarer Energien, zusammen. Insgesamt plant die Bundesregierung, im Jahr 2021 EUR 6 Mrd. in die Gebäudeeffizienz zu investieren.

Aber auch die großzügige staatliche Unterstützung garantiert keinen Erfolg. So weisen viele Experten darauf hin, dass die Sanierungsquote von rund 1% des Gebäudebestandes pro Jahr sich in etwa verdoppeln muss. Laut Engpassanalysen der Bundesagentur ist der Fachkräftemangel für Heizungs- und Klimatechniker¹⁰ aber besonders hoch. Die Vakanzzeit bei offenen Stellen betrug vor Corona mehr als ein halbes Jahr und dürfte seither kaum gefallen sein. Zudem ersetzte Erdgas oftmals Erdöl als Hauptenergieträger. Dies ist zwar ein Fortschritt hin zu niedrigeren Emissionen. Eine Umstellung auf klimafreundlichere Energieträger, wie Fernwärme, Wärmepumpen, Strom aus erneuerbaren Energien und Pellets, erfolgte somit aber nicht. Der Bundesverband der Energie- und Wasserwirtschaft weist außerdem darauf hin, dass die Mehrheit der im Jahr 2019 bestehenden Ölheizungen im ländlichen Raum liegt und dort Gas und Fernwärme oftmals nicht zur Verfügung stehen.¹¹

Es bedarf folglich weiterer Maßnahmen, um die anvisierten CO₂-Ziele zu erreichen. Es stellt sich die Frage, wann die Politik nachsteuern könnte und weitere Vorgaben beschließt. Neben den oben genannten staatlichen Förderungen und neuen Gesetzen wurde im November 2020 das Gebäudeenergiegesetz (GEG) verabschiedet. Dieses ersetzt das Energieeinspargesetz (EEG), die Energieeinsparverordnung (EnEV) und das Erneuerbare-Energien-Wärmegesetz (EEWärmeG). Laut Bundesbauministerium wurde, um die Baukosten nicht weiter zu erhöhen, „das aktuelle energetische Anforderungsniveau für Neubauten und Sanierung nicht verschärft.“¹² Jedoch wurde für das Jahr 2023 eine Überprüfung der Anforderungen sowohl für den Neubau als auch für Bestandsgebäude vereinbart. Bereits beschlossen ist, dass ab dem Jahr 2026 im Neubau grundsätzlich keine Ölheizungen mehr verbaut werden dürfen. Aus unserer Sicht wäre es durchaus vorstellbar, dass im Laufe des Jahrzehntes auch Vorgaben für Bestandsgebäude eingeführt werden. Ebenso würden wir nicht ausschließen, dass die Größe des Wohnraums reguliert werden wird. Wie wir dargelegt haben, wären die CO₂-Emissionen ohne den zusätzlichen Flächenverbrauch deutlich niedriger ausgefallen. Einerseits könnte man dabei den Neubau im Blick haben und nur noch Wohnungen bis zu einer gewissen Größen genehmigen. Andererseits könnte man beginnen, über die Einführung von Abgaben für Personen zu diskutieren, die besonders viel Wohnraum nutzen wollen. Die Medien griffen in den letzten Wochen verschiedene Vorschläge wie ein Verbot des Baus von Einfamilienhäusern auf. Im Superwahljahr 2021 dürften diese Themen erneut für Diskussionsstoff sorgen.

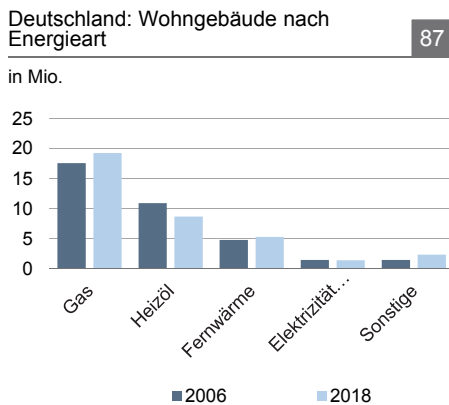
¹⁰ Korrekte Bezeichnung gemäß Systematik der Klassifikation der Berufe 2010 = 342 Klempnerei, Sanitär, Heizung, Klimatechnik.

¹¹ Wie heizt Deutschland 2019? BDEW-Studie zum Heizungsmarkt.

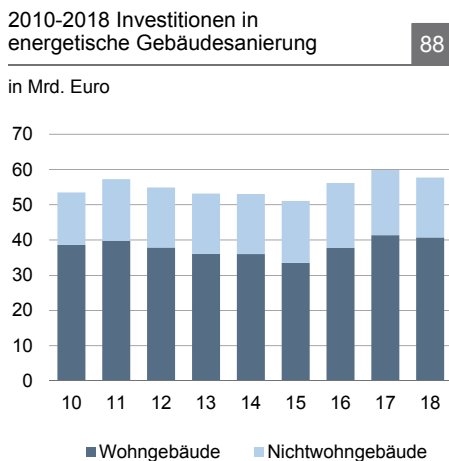
¹² <https://www.bmi.bund.de/DE/themen/bauen-wohnen/bauen/energieeffizientes-bauen-sanieren/energieausweise/gebaeudeenergiegesetz-artikel.html>. Heruntergeladen am 11. Februar 2021.



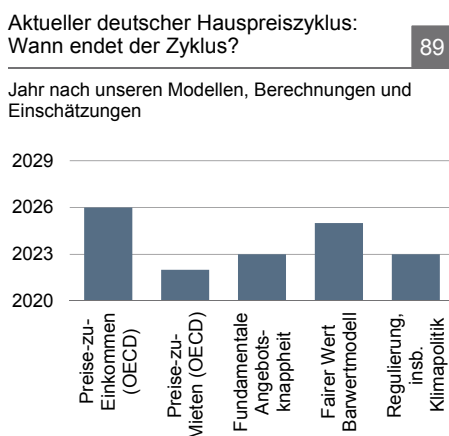
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.



Quellen: Deutsche Bank Research, Mikrozensus



Quellen: Deutsche Bank Research, DIW



Quelle: Deutsche Bank Research

Auch für diese Maßnahmen gilt das Regulierungsparadox, wodurch der Neubau einen weiteren Dämpfer erfahren würde und die Nachfrage auf ein noch geringeres Angebot trifft. Es gibt in Deutschland jedoch einen großen gesellschaftlichen Konsens pro Klimaschutz und für Deutschlands Vorreiterrolle. Dabei scheinen ökonomische Überlegungen eine untergeordnete Rolle zu spielen. So wurden laut DIW von 2010 bis 2018 fast EUR 500 Mrd. in die energetische Sanierung (inklusive Photovoltaik) gesteckt. Trotzdem sind wie beschrieben die CO₂-Emissionen nur marginal gesunken. Bisher findet unseres Wissens keine intensive Debatte über diese potenziellen Fehlallokationen statt. Für die Investoren bedeutet dies, dass durchaus mit Irrationalitäten zu rechnen ist. Im Mieterland Deutschland wäre es daher auch keine Überraschung, wenn man die Eigentümer von Wohnimmobilien, die seit 2009 zumindest substanzielle Bewertungsgewinne verbuchten, für die Finanzierung von Klimainvestitionen heranzieht. Kurzum, die Klimapolitik könnte über die aktuelle Dekade zunehmend eine Renditebelastung für Investoren darstellen.

Zusammenfassung und Ausblick für Deutschland

Natürlich sind Prognosen mit hoher Unsicherheit behaftet und vermutlich werden wir unsere Einschätzung in den nächsten Jahren überprüfen und korrigieren. Trotzdem glauben wir, dass unsere Analyse eine sinnvolle Basis für Investoren bildet. Wenn wir alle Argumente bewerten und gewichten, dann vermuten wir, dass der Preiszyklus im Jahr 2024 enden wird. Insbesondere der Rückgang der bundesweiten fundamentalen Angebotsknappheit im Jahr 2023 verändert die Lage in diesem Jahr substantiell. Auch wenn die Leerstände in den Metropolen und einwohnerstarken Städten (A- und B-Städte) unseren Berechnungen nach bis ins Jahr 2025 und 2027 weiterhin eher rückläufig sind, dürften höhere Leerstände in den Metropolregionen eine Signalwirkung für den Gesamtmarkt haben. Interessanterweise enden unserem Modell nach die Unterbewertungen in den A-Städten im Jahr 2023, während sie aggregiert in allen anderen Städten (also B-, C- und D-Städte) bis ins Jahr 2027 laufen. Die Unterbewertung und die Angebotsknappheit verlaufen also in puncto Stadtgröße gerade spiegelbildlich zueinander. Regulatorisch könnte das Jahr 2023 weitere Verschärfungen mit sich bringen. In diesem Jahr erfolgt gemäß Gebäudeenergiegesetz die Überprüfung der energetischen Anforderungen, die möglicherweise im Jahr 2024 wirksam werden. Zudem könnte die neue Bundesregierung dann mit Blick auf die CO₂-Ziele im Jahr 2030 weitere Maßnahmen beschlossen haben. Auch mit Blick auf die relative und absolute Bewertung im Wohnimmobilienmarkt dürfte sich die Lage in den kommenden Jahren verändern. So legen unsere Berechnungen ein Zyklusende gemäß den OECD-Erschwinglichkeitsindizes im Jahr 2022 für das Preis-zu-Mieten- und im Jahr 2026 für das Preis-zu-Einkommen-Verhältnis nahe. Auch aus dieser Perspektive könnte das Zyklusende im Jahr 2024 liegen.

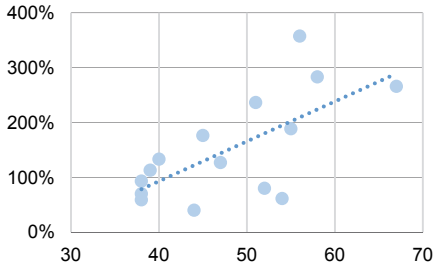


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

Top-20-OECD-Zyklen: Zyklusdauer und Preise im Aufschwung

90

y-Achse: Preiserhöhung im Aufschwung
x-Achse: Anzahl Quartale im Aufschwung



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

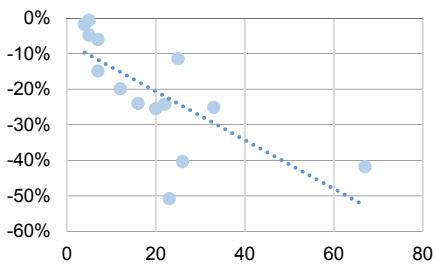
Wie tief und wie lang ist der prognostizierte Abschwung?

Auch hier starten wir mit einem Blick in die Historie. Basierend auf unseren 20 längsten Hauspreiszyklen in der OECD-Datenbank berechnen wir die Dauer und den Preiserückgang der Abschwünge. Fünf der längsten OECD-Zyklen laufen bis an den aktuellen Rand, weshalb wir nur 15 Vergleichspunkte haben. Im Durchschnitt dauern die Abschwünge 18 Quartale. Es gibt jedoch eine hohe Divergenz. Nahezu einmalig ist wohl der Abschwung in Japan im Anschluss an das Platzen der wohl größten Hauspreisblase zumindest der jüngeren Wirtschaftsgeschichte im Jahr 1991. Er erstreckte sich über fast 17 Jahre bis zur Finanzkrise im Jahr 2008. In vielen anderen Ländern markierte die Finanzkrise aber nicht den Tief-, sondern den Höhepunkt oft sehr langer Aufschwünge. Auch die sich anschließenden Abschwünge dauerten oftmals relativ lange. Die Lehre aus der Geschichte dürfte lauten: Beendet eine Wirtschafts- oder Finanzkrise einen Hauspreiszyklus, dann sind die Abschwünge oftmals sehr tief und dauern ungewöhnlich lange.

Top-20-OECD-Zyklen: Zyklusdauer und Preise im Abschwung

91

y-Achse: Preiserückgang im Abschwung
x-Achse: Anzahl Quartale im Abschwung



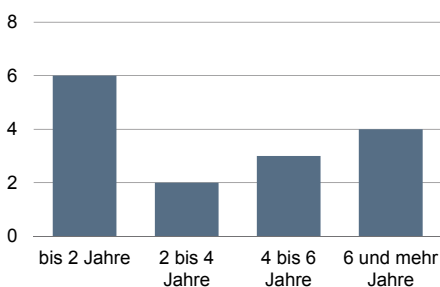
Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

Geht man davon aus, dass der deutsche Hauspreiszyklus ohne Wirtschafts- und Finanzkrise endet, dann kann man eher einen kurzen und relativ milden Abschwung erwarten. Größere Verwerfungen würden wohl nur dann eintreten, wenn beispielsweise die deutsche Automobilbranche im Zuge des Trends zur E-Mobilität und zum autonomen Fahren an Wettbewerbsfähigkeit verlore, die Zuwanderung plötzlich zu einer Abwanderungswelle führte oder andere große Strukturbrüche das aktuelle Wirtschaftsmodell auf den Kopf stellten. Daher erwarten wir auch einen relativ moderaten Preiserückgang. Der Preisanstieg war bisher im Vergleich zu den anderen Top-20-Zyklen mit einem inflationsbereinigten Plus von rund 50% unterdurchschnittlich. Auch drei weitere Boomjahre bis zum Jahr 2024 würden an dieser Aussage wenig ändern. Aus unseren Daten lässt sich ableiten, dass der durchschnittliche Preisanstieg pro Quartal im Aufschwung mit dem durchschnittlichen Preiserückgang pro Quartal im Abschwung mit rund -0,6 korreliert. Ein einfache bivariate Regression impliziert, dass auf die Preiserhöhung vom Jahr 2009 bis 2020 von rund 1% pro Quartal gegenüber Vorquartal ein Preiserückgang von 0,7 pro Quartal im Abschwung folgt. Unterstellt man, dass der deutsche Abschwung drei Jahre dauerte, entspräche dies einem inflationsbereinigten Preiserückgang von rund 8%. Läge die Inflation wie in den letzten Jahren bei rund 1% pro Jahr,

Top-20-OECD-Zyklen Histogramm: Länge des Abschwungs

92

y-Achse: Anzahl Beobachtungen
x-Achse: Quartalslänge



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

OECD-Historie besonders langer Hauspreiszyklen (inflationsbereinigte Preisindizes)

93

Rang	Beginn	Ende	Land	Aufschwung			Abschwung		
				Quartale	Reale Preise	Preise pro Quartal	Quartale	Reale Preise	Preise pro Quartal
1	1992	2008	Niederlande	67	266%	2.0%	22	-24%	-1.3%
2	1993	2008	Norwegen	58	283%	2.3%	5	-5%	-1.0%
3	1960	1974	Japan	56	358%	2.8%	16	-24%	-1.7%
4	1993	2007	Dänemark	55	189%	1.9%	12	-20%	-1.8%
5	1993	2007	USA	54	62%	0.9%	20	-26%	-1.5%
6	1978	1991	Japan	52	80%	1.1%	67	-42%	-0.8%
7	1993	2007	Irland	51	236%	2.4%	23	-51%	-3.0%
8	1996	2008	Schweden	47	127%	1.8%	4	-2%	-0.5%
9	1996	2007	UK	45	177%	2.3%	7	-15%	-2.3%
10	1996	2008	Eurozone	44	40%	0.8%	25	-11%	-0.5%
11	2008	2019	Kanada	43	62%	1.1%	*		
12	2009	2020	Luxemburg	43	71%	1.2%	*		
13	2010	2020	Estland	41	64%	1.2%	*		
14	1997	2007	Spanien	40	133%	2.1%	26	-40%	-2.0%
15	2010	2020	Deutschland	39	50%	1.0%	*		
16	1998	2008	Frankreich	39	113%	2.0%	7	-6%	-0.9%
17	1999	2008	Kanada	38	70%	1.4%	4	-2%	-0.4%
18	2008	2017	Israel	38	93%	1.7%	5	-1%	-0.1%
19	1998	2008	Italien	38	59%	1.2%	33	-25%	-0.9%
20	2011	2020	Kolumbien	36	48%	1.1%	*		
Mittelwert über Top-20				46	129%	1.6%	18	-20%	-1.2%

*Auf- oder Abschwung am aktuellen Rand

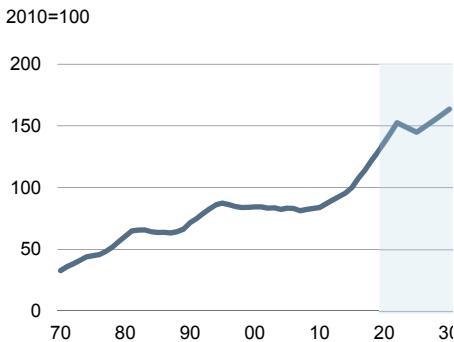
Quelle: Deutsche Bank Research



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

1970-2030 Nominale Hauspreise plus Prognose

94



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

entspräche dies einem nominalen Preisrückgang von 5%. Vermutlich dürfte ein Großteil dieses Rückgangs in wenigen Quartalen erfolgen.

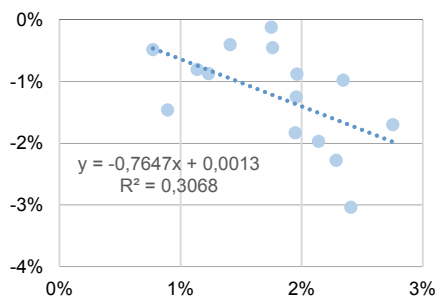
Kumuliert bis zum Jahr 2030: Preiszuwächse trotz prognostiziertem Abschwung

Setzt sich der Zyklus vom Jahr 2021 und 2023 ungebremst fort, dann erhöhen sich die Hauspreise erneut um fast 6% pro Jahr (Durchschnitt 2009-2020: 5,8%). Folgt dann über drei Jahre ein nominaler Abschwung von kumuliert -5% und unterstellt man im Anschluss eine Preisdynamik wie vor dem Jahr 2009 (durchschnittliche jährliche Preiserhöhung vom Jahr 1970 bis 2008: 2,5%), dann schließe für die Dekade kumuliert ein Plus von rund 24% zu Buche – ein deutlicher Rückgang im Vergleich zur Vordekade, in der ein Plus von rund 60% erzielt wurde. Allerdings dürfte vor allem aufgrund der anfänglichen Mietrenditen von rund 4% pro Jahr – selbst wenn diese weiter nachgeben – der deutsche Wohnimmobilienmarkt für die viele Investoren ein attraktives Investment bleiben. Diesen verhaltenen Ausblick auf die Hauspreise bis zum Jahr 2030 halten wir auch für eine solide Basis, wenn der Zyklus über das Jahr 2023 hinaus fort-dauert oder gar in einer historischen Blase mündet. In diesem Fall dürfte der Preisrückgang im Abschwung sehr kräftig ausfallen. Wie man unserer Tabelle entnehmen kann, betrug der durchschnittliche inflationsbereinigte Preisrückgang über die Top-20-Zyklen 20%.

Top-20-OECD-Zyklen: Preisanstieg und -rückgang pro Quartal

95

y-Achse: Preisrückgang pro Quartal im Abschw.
x-Achse: Preisanstieg pro Quartal im Aufschwung



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

Ausblick für Metropolen und Metropolregionen

Basierend auf unserer Analyse der fundamentalen Angebotsknappheit und dem Barwertmodell (siehe Grafik 96) erwarten wir relativ frühe Zyklusenden in Bremen und Hamburg. Wir haben in den letzten Jahren mehrfach darauf hingewiesen, dass der Hamburger Zyklus aufgrund des relativ moderaten Einwohnerwachstums und der angebotsorientierten Wohnungspolitik früher enden dürfte als in anderen Metropolen. Für Bremen und insbesondere die Metropolregion Nordwest ist die fundamentale Angebotsknappheit ebenfalls relativ gering.

Auch für München zeigen unsere Modelle ein relativ frühes Zyklusende an. Allerdings berücksichtigt unsere Analyse keine Leerstandsdaten. Aufgrund eines Leerstands nahe null dürfte der Zyklus in München noch etwas länger laufen, als es unsere Analyse impliziert. Jedoch sind die absoluten und relativen Preisbewertungen mittlerweile so hoch, dass weitere Preissteigerungen München zur teuersten europäischen Stadt machen würde. Unserer Ansicht nach verliert München für Investoren daher sukzessive an Anziehungskraft. Womöglich enden der Münchner und der bundesweite Zyklus gleichzeitig im Jahr 2024.

Ein Zyklusende in München könnte auch auf die Metropolregionen Stuttgart und Nürnberg ausstrahlen. Zumal insbesondere in den Metropolregionen ohne die regionale Hauptstadt die fundamentale Angebotsknappheit unseren Berechnungen nach bereits beseitigt ist, wenngleich es auch dort wohl noch einige Zeit braucht, bis die höheren Leerstände die Wohnungssuche erleichtern. Die Städte in der Metropolregion Nürnberg könnten zudem von regionalem Zuzug profitieren. So gibt es eine relativ hohe Anzahl von Kreisen mit sinkender Einwohnerzahl, was das Zyklusende in den Städten ebenfalls verzögern könnte.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.

In den anderen westlichen Metropolregionen Rhein-Main, Rhein-Neckar, Rhein-Ruhr und Hannover-Braunschweig-Göttingen-Wolfsburg (HBGW) liegt das rechnerische Zyklusende im Jahr 2023 oder später. In der Metropolregion HBGW gibt es wie in Nürnberg ebenfalls eine hohe Zahl von Kreisen mit sinkender Einwohnerzahl, was auch dort den regionalen Zuzug in die Städte ankurbeln könnte und somit das Zyklusende in den Städten aufgeschoben werden könnte. Wenngleich sich dort generell die Frage stellt, ob mit dem Ende des bundesweiten Zyklus nicht auch viele regionale Zyklen brechen.

Zu guter Letzt geben wir unsere Einschätzung für die Metropolregionen Berlin/Brandenburg und Mitteldeutschland ab. Auch für diese beiden inklusive der jeweiligen Metropole liegt das berechnete Zyklusende in der zweiten Hälfte der Dekade. Wir sehen – wie wir in den letzten Jahren mehrmals dargelegt haben – Berlin auf dem Weg zur globalen Metropole.¹³ Die Berliner Wirtschaft dürfte über Jahre, womöglich Jahrzehnte, kräftig wachsen. Es hat sich zudem von einer Subventionshochburg zu einem erstklassigen europäischen Standort entwickelt. Dieser Wandel dürfte die Einwohnerzahl auf über vier Millionen wachsen lassen und zusammen mit der höheren Wirtschaftskraft die Wohnungsnachfrage ankurbeln, wenngleich das Mietwachstum aufgrund des regulatorischen Gegenwinds für einige Zeit begrenzt sein könnte. Entsprechend erwarten wir für Berlin bestenfalls eine Delle im Hauspreiszyklus. Diese Entwicklung dürfte weiterhin auf das Berliner Umland in Brandenburg und auch auf Leipzig und die Metropolregion Mitteldeutschland ausstrahlen. Entsprechend erwarten wir dort ein relativ spätes Zyklusende. Leipzig dürfte zudem die Metropole in Deutschland sein, die am stärksten vom regionalen Zuzug profitiert. So sinkt in rund 60% der Kreise in Mitteldeutschland die Einwohnerzahl. Die regionale Wohnungsnachfrage könnte sich somit zum Großteil in Leipzig konzentrieren.

Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)

Zyklusende in Metropolregionen basierend auf Barwertmodell und fundamentaler Angebotsknappheit (beide Kriterien gleichgewichtet)

96

Metropole	Zyklusende im Jahr	Metropolregion inklusive Metropole	Zyklusende im Jahr	Metropolregion exklusive Metropole	Zyklusende im Jahr
Berlin	2024	Berlin/Brandenburg	2026	Berlin/Brandenburg	2019
Bremen	2023	Nordwest	2023	Nordwest	2019
Düsseldorf/Köln	2027	Rhein-Ruhr	2024	Rhein-Ruhr	2024
Frankfurt	2026	Rhein-Main	2027	Rhein-Main	2028
Hamburg	2022	Hamburg	2023	Hamburg	2023
Hannover	2027	HBGW	2028	HBGW	2023
Heidelberg	2027	Rhein-Neckar	2028	Rhein-Neckar	2028
Leipzig	2027	Mitteldeutschland	2030	Mitteldeutschland	2023
München	2020	München	2019	München	2021
Nürnberg	2025	Nürnberg	2022	Nürnberg	2021
Stuttgart	2027	Stuttgart	2023	Stuttgart	2023

Hinweis: HBGW = Hannover-Braunschweig-Göttingen-Wolfsburg, "2030" impliziert eine auch im Jahr 2030 noch bestehende fundamentale Angebotsknappheit bzw. Unterbewertung.

Quelle: Deutsche Bank Research

¹³ Möbert, Jochen (2020). Berliner Wohnungsmarkt – Mietendeckel dürfte wirtschaftlichen Superzyklus und Immobilienzyklus für einige Jahre entkoppeln. Deutschland-Monitor. Deutsche Bank Research. 20. Februar.





Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.



Deutschland-Monitor

In der Reihe „Deutschland-Monitor“ greifen wir politische und strukturelle Themen mit großer Bedeutung für Deutschland auf. Darunter fallen die Kommentierung von Wahlen und politischen Weichenstellungen sowie Technologie- und Branchenthemen, aber auch makroökonomische Themen, die über konjunkturelle Fragestellungen – die im Ausblick Deutschland behandelt werden – hinausgehen.

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

- ▶ **Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2021 ff.:**
Hauspreiszyklus könnte im Jahr 2024 enden 8. März 2021
- ▶ **Abbau des Konsumstaus wird im Sommer:**
zum Wachstumstreiber..... 3. März 2021
- ▶ **Zukunft des Automobilstandorts Deutschland::**
Detroit lässt grüßen 19. Januar 2021
- ▶ **Homeoffice – gekommen um zu bleiben.....** 17. Dezember 2020
- ▶ **Die COVID-19-Pandemie: Wahrnehmung,**
Verwirrung und Verschwörungstheorien 15. Dezember 2020
- ▶ **Corona-Überbrückungshilfen:**
Wumms oder Wümms'chen? 23. November 2020
- ▶ **Starker Anstieg bei Unternehmensinsolvenzen**
belastet deutsche Banken 6. November 2020

© Copyright 2021. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

ISSN (Print): 2511-1663