



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Überbewertungen nehmen zu, Zyklusende ist nah, im Basisszenario verhaltene Preiskorrektur

1. April 2022

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

Anfang des Jahres 2021 haben wir einen Perspektivenwechsel vorgenommen und das Zyklusende ins Visier genommen. Viele der im letzten Jahr identifizierten Entwicklungen haben sich verstärkt. Wir halten ein Zyklusende im Laufe der Dekade für sehr wahrscheinlich. Im Mittel unserer verschiedenen Ansätze ergibt sich trotz aller Unsicherheit weiterhin das Jahr 2024 als Zyklusende.

Nach dem Erreichen des Preisgipfels droht nicht zwangsläufig eine massive Korrektur. Historisch kam es regelmäßig dann zu kräftigen Preisrückgängen bei einer Systemkrise. Diese kann man angesichts des rasanten technologischen Wandels, der Klimakrise und der geopolitischen Dynamik nicht ausschließen. Im Basisszenario erwarten wir aber ein isoliertes Zyklusende.

Makroindikatoren, allen voran die lockere Geldpolitik, dominierten den gesamten Zyklus. Doch mit den höheren Marktpreisen und dem Ende der Nullzinspolitik vor Augen gewinnen klassische immobilienwirtschaftliche Analysen wieder an Bedeutung. Unser Bewertungsmodell impliziert für viele Städte nur noch bei niedrigen Risikoprämien und kräftigem Preiswachstum eine Unterbewertung.

Der geringere Zuzug und der dynamisch wachsende Neubau in den Pandemiejahren hat die fundamentale Angebotsknappheit in vielen Städten beseitigt. Die aktuelle Flüchtlingswelle durch den Krieg in der Ukraine dürfte die Engpässe nur kurzzeitig wiederaufleben lassen.

Wohnimmobilien schützen unserer Analyse nach vor allem über höhere Hauspreise vor Inflation. Dies würden wir auch diesmal erwarten. Höhere Zinsen können den Inflationsschutz jedoch konterkarieren. Insbesondere nach einem kräftigen Zinsschock könnten Investoren Anleihen gegenüber Immobilien präferieren. Damit steigt das Risiko einer abrupten Neubewertung im Wohnimmobilienmarkt.

Energetische Sanierungen erhöhen, wie unsere Berechnungen zeigen, die Bewertungen. Die Ampelkoalition dürfte die finanziellen Anreize zum Sanieren jedoch reduzieren und diese möglicherweise durch eine Sanierungspflicht ersetzen. Investoren dürften auch weitere Aufwendungen zur Bekämpfung der Klimakrise leisten müssen. Dies geht zulasten der Bewertung und könnte zum Zyklusende beitragen.

Zwischen den elf Metropolen bestehen Unterschiede. Unsere Projektionen legen ein Ende der fundamentalen Angebotsknappheit in Bremen, Düsseldorf, Hamburg und Nürnberg nahe. Dort dürfte auch die Zinssensitivität relativ hoch sein. In Berlin, Hannover, Köln, Leipzig und Stuttgart dürften die Engpässe jedoch noch einige Jahre fortbestehen. Der Zyklus in Berlin und Leipzig könnte besonders lange dauern. In München ist Wohnraum weiterhin knapp, doch dürften hier die hohen Bewertungen ein Zyklusende einläuten. In Heidelberg könnte der Angebotsüberschuss bald wieder in Engpässe umschlagen. Trotz dieser Unterschiede könnte ein Zyklusende in einer Metropole Signalwirkung für alle haben.



Inhaltsverzeichnis

1. Überblick über alle Analysen	3
2. Historische und nationale, absolute und relative Preisvergleiche	3
2.1 Im Jahr 2021 legten Haus- und Wohnungspreise weiter zu.....	3
2.2 Internationaler Vergleich der absoluten und relativen Wohnungspreise zeigt eine normale Bewertung	4
2.3 Erschwinglichkeitsindizes zeigen Überbewertung an.....	6
2.4 Historischer Vergleich: Aktueller Zyklus reiht sich ein in die 30 längsten Hauspreiszyklen der letzten 60 Jahre	6
3. Fundamentale Angebotsknappheit in Deutschland und in unseren 126 Städten ist rückläufig	8
3.1 Rückblick: Bundesweite Angebotsknappheit 2021 erneut rückläufig.....	8
3.2 Abgleich von Angebot und Nachfrage bundesweit mit unseren 126 Städten.....	9
3.3 In den meisten C- und D-Städten ist die Angebotsknappheit eliminiert	12
4. Preise für Wohnimmobilien nähern sich fairen Bewertungen an	13
4.1 Einheitliches Modell für 126 Städte	13
4.2 Über- und Unterbewertungen bei Variation von Preis- und Mietwachstum.....	15
4.3 Variation der Annahmen für A-, B-, C- und D-Städte	17
5. Wohnimmobilien bieten heute einen geringeren Inflationsschutz als in der Vergangenheit	20
5.1 Rückblick vor allem auf die 1970er Jahre, welche sowohl über Miet- als auch Preiswachstum einen hohen Inflationsschutz für Investoren aufwiesen	20
5.2 Was können wir von den 1970er Jahren für heute lernen?.....	22
5.3 Bewertung: Kompliziertes Zusammenspiel von Inflation und Zinsen ...	25
6. Der Einfluss der Klimapolitik auf den deutschen Wohnungsmarkt.....	27
7. Zusammenfassung und Ausblick für Deutschland, Metropolen und Metropolregionen.....	31
7.1 Marktpreise tendenziell überbewertet.....	31
7.2 Wohnimmobilien schützen nur bedingt vor Inflation.....	33
7.3 Sehr unterschiedliche fundamentale Markt- und Bewertungslagen in den jeweiligen Metropolen und Metropolregionen.....	34
8. Preispfad nach Zyklusende: Wohl eher verhaltene als massive Korrektur	35
Anhang	39



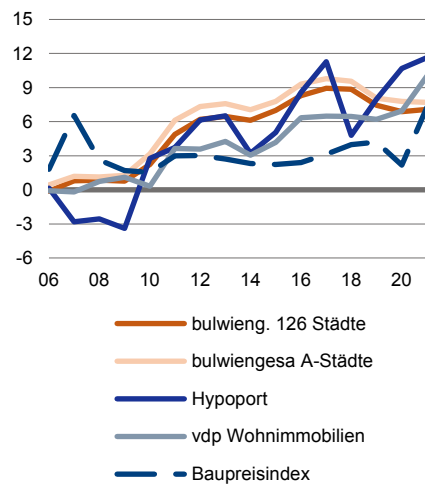
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Wohnimmobilien- und Baupreise

1

1. Überblick über alle Analysen

% gg. Vj.



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research, Hypoport, Statistisches Bundesamt, vdp

In diesem Jahresausblick diskutieren wir, wann der aktuelle Hauspreiszyklus endet. Zunächst gehen wir auf die historische Preisentwicklung ein und vergleichen absolute und relative, nationale und internationale Haus- und Wohnungspreise. Dann analysieren wir die fundamentale Angebotsknappheit. Im Anschluss ermitteln wir faire theoretische Preise mittels eines Barwertmodells. Darauf aufbauend legen wir potenzielle Bewertungsveränderungen einer hohen Inflation und steigender Zinsen einerseits und einer verschärften Klimapolitik andererseits dar. Nachdem wir diese unterschiedlichen Aspekte zusammengefasst und bewertet haben, diskutieren wir zum Abschluss, wie künftige Preispfade in dieser Dekade aussehen könnten.

2. Historische und nationale, absolute und relative Preisvergleiche

2.1 Im Jahr 2021 legten Haus- und Wohnungspreise weiter zu

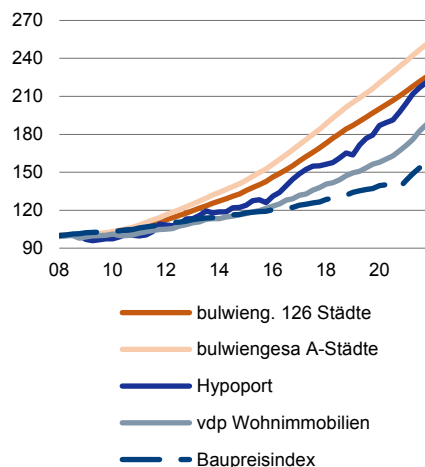
Der Auftrieb des Hauspreis- und Wohnungszyklus hat sich im Jahr 2021 fortgesetzt. Die aggregierten Indizes der Wohnungs- und Hauspreise erhöhten sich in unseren 126 Städten laut bulwiengesa um rund 6 bis 7% gegenüber dem Jahr 2020 und damit in etwa in dem Tempo der Vorjahre. Dabei weisen alle vier Teilrubriken, Eigentumswohnungen und Reihenhäuser, sowohl neue als auch Bestandsobjekte, eine ähnliche Entwicklung auf. Auch die Mieten stiegen an, wie in den Vorjahren abermals verhaltener als die Preise. So erhöhten sich die Wiedervermietungsmieten um rund 3% und die Mieten für neue Objekte um rund 4%. Die anfänglichen Bruttomietrenditen sind in der Folge auf 3,7% für Bestandsobjekte und 3,1% für neue Objekte gefallen.

Auffallend ist eine hohe Preisdivergenz zwischen den bulwiengesa-Daten und anderen Preisindizes. Laut vdp legten die Haus- und Wohnungspreise um rund 10% zu, laut Hypoport sogar um fast 12%. Dies ist auch deshalb bemerkenswert, da die bulwiengesa-Daten historisch eher kräftigere Anstiege verzeichneten als die anderen Indizes. Womöglich spiegelt sich hier die hohe Corona-bedingte Nachfrage nach Objekten außerhalb der 126 bulwiengesa-Städte wider. Jedoch könnte man diese Divergenz der Wachstumsraten auch als ein Indiz dafür interpretieren, dass das Zyklusende naht. Die bulwiengesa-Daten beruhen weder ausschließlich auf Transaktions- noch auf Angebotsdaten, sondern letztlich auf einer Experteneinschätzung für jede der 126 Städte. So könnte diese Zeitreihe Informationen reflektieren, die in andere Indizes noch nicht einfließen.

Wohnimmobilienpreise

2

1. Quartal 2008=100



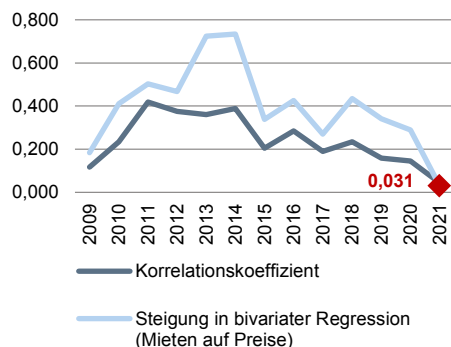
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research, Hypoport, Statistisches Bundesamt, vdp

Ein Indiz, welches für das Zyklusende spricht, ist der nicht mehr vorhandene Zusammenhang zwischen Miet- und Preisentwicklung. Regressiert man das Preiswachstum für Eigentumswohnungen im Bestand auf das Wachstum der Wiedervermietungsmieten über die 126 Städte für jedes Jahr, liegt der bivariate Schätzkoeffizient im Jahr 2019 und 2020 bei rund 0,3 und der Durchschnitt über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 liegt bei rund 0,4, d.h. eine Mieterhöhung um 1% ging typischerweise mit einer Preiserhöhung um 0,4% einher. Im Jahr 2021 beträgt der Koeffizient nur noch 0,031. Ähnliche Aussagen gelten für den Korrelationskoeffizienten zwischen Preis- und Mietwachstum. Aus statistischer Sicht haben sich beide Zeitreihen im Jahr 2021 entkoppelt. Ursächlich dürfte die strikte Mietregulierung einerseits und die womöglich Pandemie-bedingte sehr lockere Geldpolitik und Flucht in Sicherheit andererseits sein.

126 Städte: Verhältnis von Wiedervermietungsmieten zu Wohnungspreisen im jeweiligen Jahr

3

dimensionslos



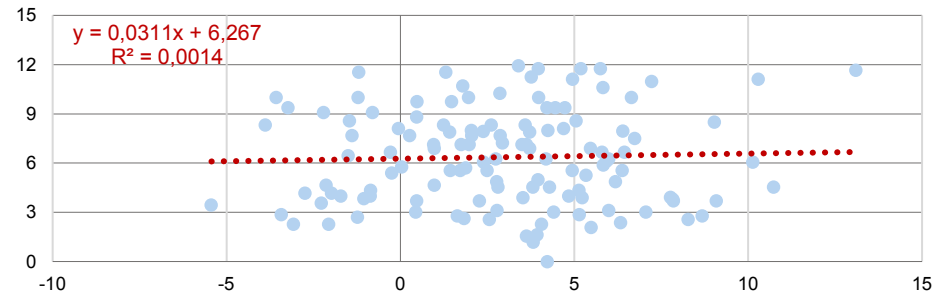
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research



2021: Wohnungspreise vs. Wiedervermietungsmieten in 126 Städten

4

y-Achse: Preise in % gg. Vj.
x-Achse: Mieten in % gg. Vj.



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

2.2 Internationaler Vergleich der absoluten und relativen Wohnungspreise zeigt eine normale Bewertung

Deutschlands Wohnungspreise sind im Laufe der letzten Jahre kräftig gestiegen. Ein Vergleich von Quadratmeterpreisen europäischer und globaler Städte zeigt, dass die deutschen Städte trotz dieser Preisanstiege auf den ersten Blick normal bewertet sind. So ist Deutschlands teuerste Stadt München mit Quadratmeterpreisen außerhalb der Innenstadt von rund EUR 9.700 die viertteuerste Stadt Europas und global nach Hongkong, Seoul, Paris, Genf, Tel Aviv-Jaffa und Zürich auf Rang sieben. Die zweitteuerste deutsche Stadt Frankfurt am Main liegt in Europa auf Rang neun und global auf Rang 25. Düsseldorf, Stuttgart, Hamburg, Augsburg, Berlin, Köln liegen in Europa auf Rang 16 bis 30, global auf Rang 41 bis 64. Erlangen, Hannover, Heidelberg, Karlsruhe liegen in Europa nahe des 40. Rangs, global nahe des 80. Rangs. Nürnberg und Mannheim sind um Rang 50 platziert und global noch unter den Top 100 zu finden. Dresden, Aachen und Leipzig findet man in Europa in etwa auf Rang 90, global rund um Rang 150. Die deutschen Preise sind also auf internationales Niveau gestiegen und haben die anfängliche Unterbewertung zu Beginn des Zyklus wettgemacht.

Preis-zu-Einkommensrelationen zeigen keine klare Überbewertung zwischen deutschen und europäischen Städten

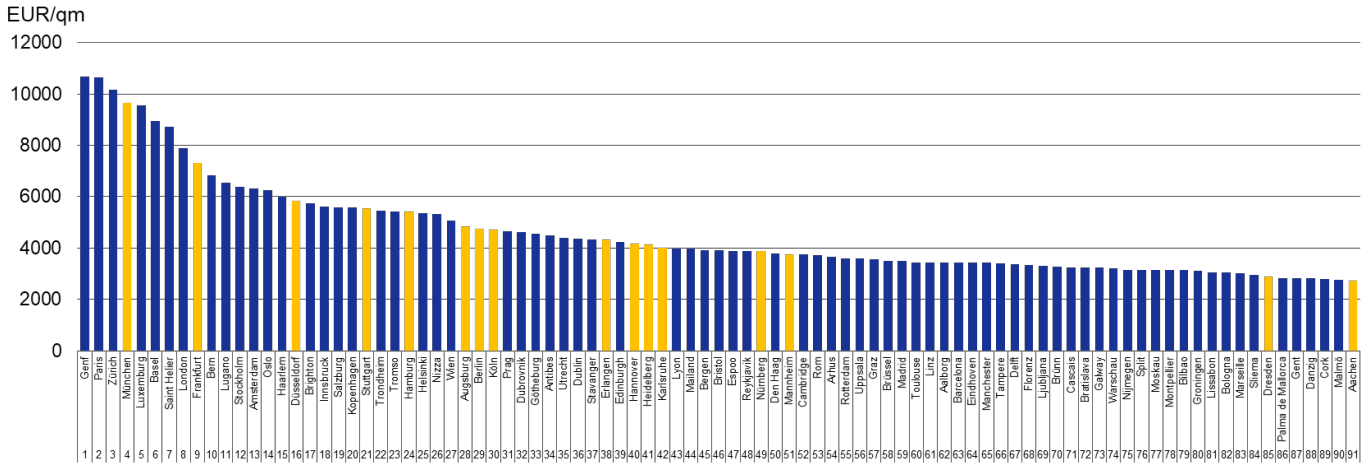
Für einen relativen Vergleich der Wohnungspreise kombinieren wir zwei Datenquellen. Als erstes setzen wir die Preise von Numbeo für eine 75-qm-Wohnung außerhalb der Innenstadt ins Verhältnis zum Einkommen pro Kopf der entsprechenden Region. Eurostat stellt die Einkommen pro Kopf auf NUTS2-Ebene zur Verfügung. Diese Kategorisierung teilt Deutschland in 38 Regionen ein, die 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 Dubrovnik liegen die Preis-Einkommens-Relationen noch höher. Frankfurt liegt im Regierungsbezirk Darmstadt und das Verhältnis bei über 20, was in Europa Rang 7 entspricht. Berlin liegt mit einem Verhältnis von rund 16 auf Rang 26, Hamburg, Stuttgart und Köln knapp dahinter. Augsburg und Hannover liegen auf dem 38. bzw. 46. Rang mit einem Verhältnis von rund 14. Nürnberg und die nordbadischen Städte Heidelberg, Karlsruhe und Mannheim liegen zwischen Rang 62 und 72 mit einem Preis-Einkommens-Verhältnis von rund 12. Dresden, Leipzig und Aachen rund um den 80. Rang mit einem Preis-zu-Einkommen-



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

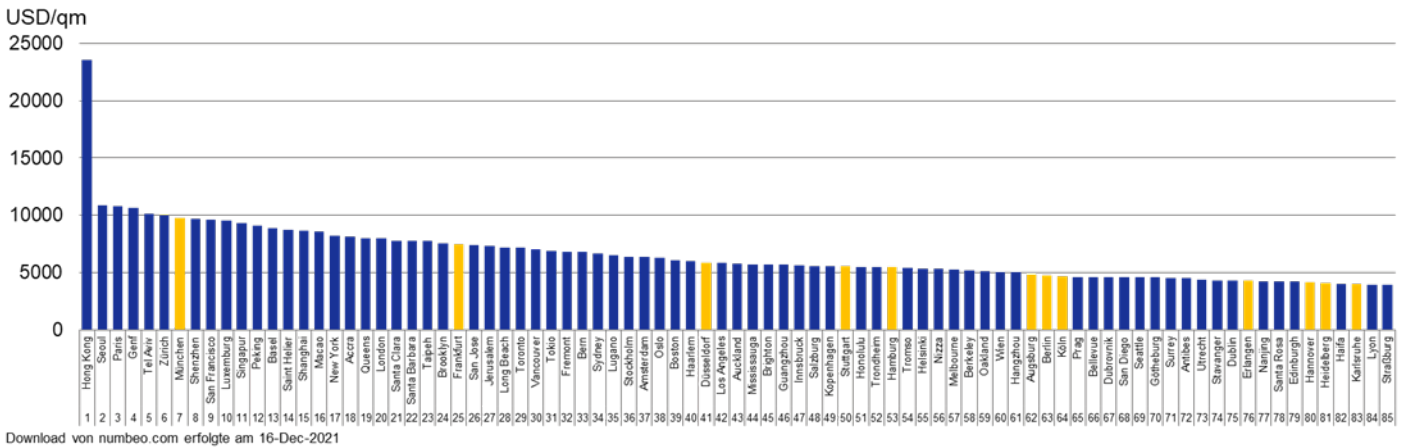
Top-91-Europa: Wohnungspreise außerhalb der Innenstadt

5



Top-85-Global: Wohnungspreise außerhalb der Innenstadt

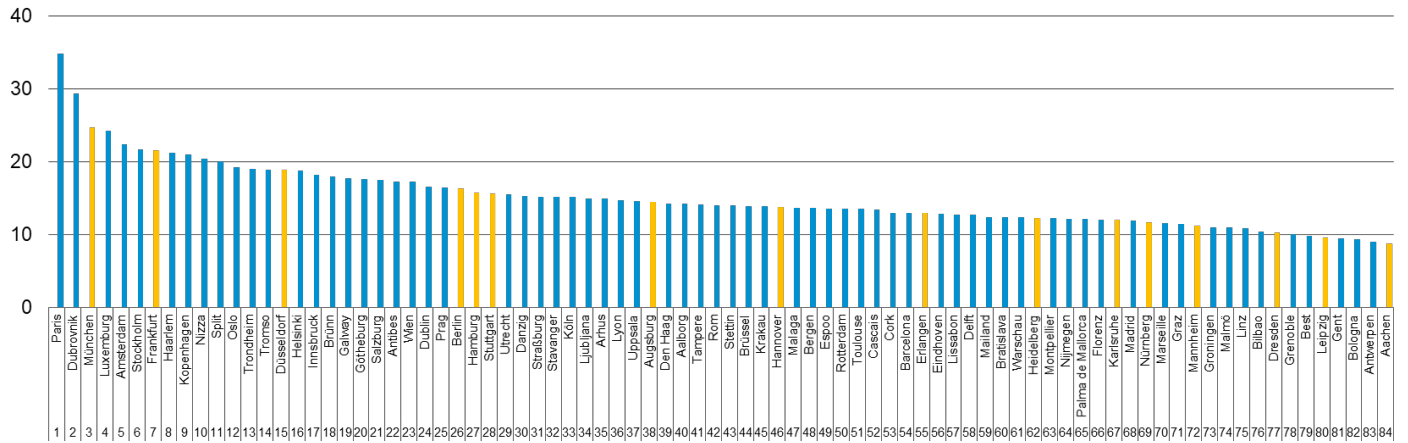
6



Europa: Preis-zu-Einkommen-Verhältnis für 84 Städte

7

Vielfaches des regionalen Jahreseinkommens, dimensionslos, Preis = 75-qm-Wohnung außerhalb des Stadtzentrums, Einkommen = verfügbares Einkommen pro Kopf in NUTS2-Region



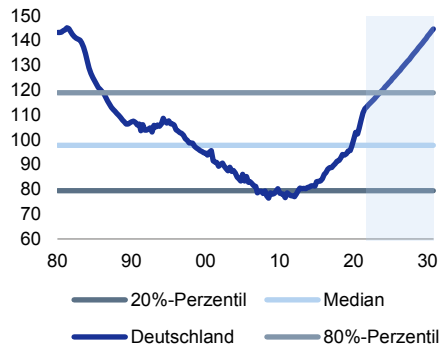


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

1980-2030 Preis-zu-Einkommen-Perzentil basierend auf OECD-Ländern

8

dimensionlos

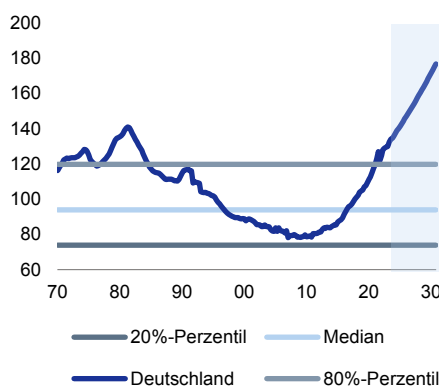


Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1970-2030 Preis-zu-Mieten-Perzentil basierend auf OECD-Ländern

9

dimensionlos



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

Verhältnis von rund 10. Die Rangfolge zeigt klar, dass die deutschen Städte gemessen am regionalen Einkommen ähnlich teuer sind wie viele europäische. Zudem ähneln sich im Großen und Ganzen die absoluten und relativen Rangfolgen. Somit indiziert dieser Vergleich von Preisen und Einkommen ebenfalls keine großen Überbewertungen oder eine Hauspreisblase.

2.3 Erschwinglichkeitsindizes zeigen Überbewertung an

Im Folgenden vergleichen wir das Preis-zu-Einkommen-Verhältnis Deutschlands mit dem 21 anderer Länder der OECD vom Jahr 1980 bis 2021. Deutschlands so ermittelter Erschwinglichkeitsindikator steht aktuell bei 113 Indexpunkten, wobei der langfristige Durchschnitt auf 100 normiert ist. Dieses auf den ersten Blick 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, analysierten wir im Wohnungsmarktausblick 2021 auf Basis der Historie der 21 OECD-Länder, welcher Indexstand typischerweise ein niedrigeres Niveau in drei Jahren impliziert. Diese Schwelle liegt wohl in etwa bei dem 80%-Perzentil bzw. einem Indexwert von rund 119. Wir nutzen diesen Wert als Orientierungspunkt, um die Länge des deutschen Zyklus abzuschätzen. Über den gesamten Zyklus hat Deutschland den Indexwert jährlich um 3,0 Punkte erhöht. Dies entspricht einem durchschnittlichen Wachstum der Hauspreise von 5,3% und einem Wachstum der verfügbaren Einkommen von 2,3%. Bei diesem Tempo würde Deutschland im dritten Quartal im Jahr 2023 das 80%-Perzentil erreichen. Wendet man die gleiche Methodik auf das Verhältnis von Preisen zu Mieten an, dann liegt der deutsche Indexwert aktuell bei 127,0 und damit deutlich über dem langfristigen Durchschnitt von 100 und auch über dem internationalen 80%-Perzentil von fast 120 Indexpunkten. Nach dieser Regel werden die Hauspreise in den kommenden Jahren folglich fallen.

2.4 Historischer Vergleich: Aktueller Zyklus reiht sich ein in die 30 längsten Hauspreiszyklen der letzten 60 Jahre

Auf Basis der OECD-Hauspreisdaten berechnen wir die Länge von Hauspreiszyklen. Die Datenbank enthält Quartalsdaten für 41 Länder vom Jahr 1960 bis 2021, wobei die Zeitreihen für viele Länder erst im Jahr 1970 oder später beginnen. Die Länge eines Zyklus definieren wir folgendermaßen: Ein Aufschwungszyklus 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. Zudem aggregieren wir zwei aufeinanderfolgende Aufschwünge zu einem Aufschwung. Analog gelten diese Regeln für Abschwünge. Wir bestimmen die Zykluslänge von inflationsbereinigten Preisindizes. Nach diesem Ansatz dauert der aktuelle Zyklus nunmehr 49 Quartale. Inflationsbereinigt legten die deutschen Hauspreise um 58% und nominal um 84% zu. Der deutsche Zyklus ist nun auf Rang 11 vorgerückt (2021: Rang 15). Würde der Zyklus bis zum Ende der Dekade fort dauern, wäre er der zweitlängste in der OECD-Datenbank. Würden die Preise noch bis Ende 2023 zulegen, dann wäre es bereits der viertlängste Zyklus. Wenn gleich dies nur eine historische und keine analytische Einordnung ist, zeigt dies unseres Erachtens, wie außergewöhnlich es wäre, wenn der Zyklus sich über die gesamte Dekade fortsetzen würde. Aus dieser historischen Perspektive dürfte er eher früher als später enden.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

OECD-Historie besonders langer Hauspreiszyklen auf Basis inflationsbereinigter Preisindizes

10

Rang	Beginn	Ende	Land	Anzahl Quartale	Preisanstieg		Mittleres Preiswachstum p.a.		Konsumpreisdeflator p.a.
					Nominal	Real	Nominal	Real	
1	1985	2012	Belgien	106	377%	184%	6,1%	4,0%	2,0%
2	2003	2021	Kolumbien	69	353%	119%	9,2%	4,7%	4,5%
3	1991	2008	Niederlande	67	288%	165%	8,4%	6,0%	2,4%
4	1993	2007	Norwegen	58	272%	186%	9,5%	7,5%	2,0%
5	1960	1974	Japan	55	972%	358%	18,8%	11,7%	7,1%
6	1993	2007	Dänemark	55	257%	189%	9,7%	8,0%	1,7%
7	1993	2007	Irland	55	403%	229%	12,5%	9,0%	3,4%
8	1993	2007	USA	54	111%	61%	5,7%	3,6%	2,1%
9	1978	1991	Japan	52	148%	80%	7,2%	4,6%	2,6%
10	2008	2021	Österreich	50	117%	71%	6,4%	4,4%	2,0%
11	2009	2021	Deutschland	49	84%	58%	5,1%	3,8%	1,3%
12	1996	2007	Spanien	47	232%	131%	10,8%	7,4%	3,3%
13	1996	2008	Schweden	47	168%	127%	8,7%	7,2%	1,5%
14	2008	2021	Kanada	46	108%	82%	6,6%	5,3%	1,2%
15	2009	2021	Luxemburg	46	119%	85%	7,1%	5,5%	1,6%
16	1996	2007	UK	45	225%	173%	11,0%	9,3%	1,7%
17	2010	2021	Schweiz	45	49%	52%	3,6%	3,8%	-0,2%
18	2010	2021	Estland	44	136%	84%	8,1%	5,7%	2,4%
19	2010	2021	Lettland	42	100%	63%	6,8%	4,8%	2,1%
20	2009	2019	Indien	39	213%	84%	12,4%	6,4%	6,0%
21	1998	2008	Frankreich	39	150%	111%	9,9%	8,0%	1,9%
22	1970	1979	USA	38	138%	28%	9,6%	2,7%	6,9%
23	2009	2019	Japan	38	15%	13%	1,5%	1,3%	0,2%
24	1998	2008	Italien	38	103%	53%	7,7%	4,6%	3,1%
25	2008	2017	Israel	38	114%	90%	8,3%	7,0%	1,3%
26	1999	2008	Kanada	38	100%	69%	7,6%	5,7%	1,9%
27	2012	2021	USA	37	92%	65%	7,3%	5,5%	1,7%
28	1996	2005	Australien	34	117%	83%	9,5%	7,3%	2,2%
29	2012	2021	Dänemark	34	56%	47%	5,4%	4,7%	0,7%
30	1999	2007	Südafrika	32	310%	149%	19,3%	12,1%	7,2%

Anmerkung: Das Ranking hat sich gegenüber dem Vorjahr verändert, wegen erstens Daten-Updates, zweitens wegen der Korrektur von kleineren Fehlern und drittens hauptsächlich aufgrund der Veränderung der Methodik. Methodikänderung: Bisherige Definition eines Zyklus hatte zur Folge, dass auf einen Aufschwung ein weiterer Aufschwung folgen konnte. Neue Regeln definieren Aufschwünge, die Aufschwünge folgen als ein gemeinsamer Aufschwung. Durch diese Änderung sind einige Zyklen, insbesondere die ersten beiden (Belgien und Kolumbien), deutlich länger. Außerdem werden nun die 30 längsten und nicht wie letztes Jahr die 20 längsten Zyklen aufgelistet.

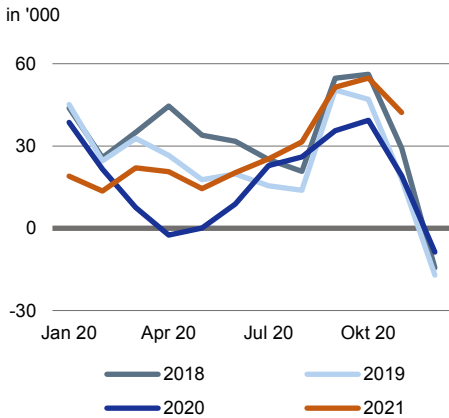
Quelle: Deutsche Bank Research



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

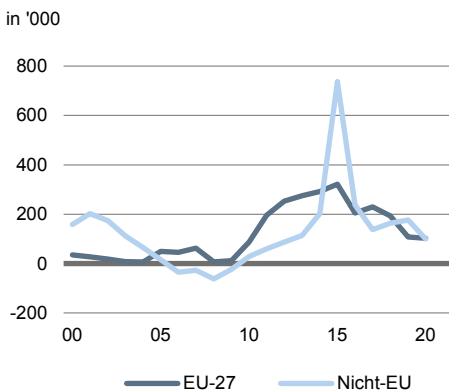
3. Fundamentale Angebotsknappheit in Deutschland und in unseren 126 Städten ist rückläufig

Nettozuwanderung pro Monat 11



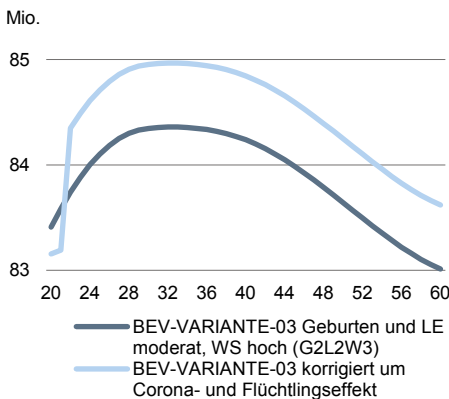
Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

2000-2020: Nettozuwanderung 12



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutschland: Bevölkerung, offizielle Vorausberechnung und Korrektur für Corona- und Flüchtlingseffekt 13



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

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

3.1 Rückblick: Bundesweite Angebotsknappheit 2021 erneut rückläufig

Trotz der ersten Corona-Wellen erhöhte sich im Jahr 2020 die Zahl der fertiggestellten Wohnungen um fast 5% auf rund 306.400. Das Jahr 2021 war geprägt von Personal- und Materialmangel. Mit beidem hatten ungewöhnlich viele Unternehmen zu kämpfen. Doch Auftragseingänge, Bauproduktion und -investitionen legten ebenso zu wie Beschäftigung und Umsatz. Im Frühjahr, bevor der Personal- und Materialmangel massiv die Geschäftsentwicklung belastete, erwarteten wir noch ein Plus von rund 320.000 Wohnungen. Jetzt dürfte die Zahl der fertiggestellten Wohnungen im Jahr 2021 bei wenigstens 300.000 liegen. Die Anzahl der Wohnungen im Bestand dürfte zum ersten Mal auf über 43,1 Mio. gestiegen sein. In einem durchschnittlichen Haushalt leben in etwa 1,9 Personen. Damit wurde Wohnraum für rund 570.000 Menschen geschaffen. Die Zahl der Einwohner dürfte dagegen nur leicht zugelegt haben. Angesichts des negativen natürlichen Bevölkerungswachstums muss die Nettozuwanderung bei etwas mehr als 200.000 liegen, um die Einwohnerzahl konstant zu halten. In den Monaten mit Kontaktbeschränkungen schwächte sich die Zuwanderung regelmäßig ab. Trotzdem dürften im Jahr 2021 rund 300.000 Menschen netto eingewandert sein. Ursächlich hierfür ist insbesondere ein starker Zuzug in der zweiten Jahreshälfte, vermutlich eine Folge des starken Zuzugs aus Afghanistan nach dem Machtwechsel. Nach einem Zuzug von lediglich 220.000 Personen im Jahr 2020 ist dies eine Normalisierung. Daher dürfte die Einwohnerzahl in den Corona-Jahren nur leicht gewachsen sein und aktuell bei rund 83,3 Mio. liegen. Aufgrund der leicht höheren Wohnungsnachfrage und des kräftig gestiegenen Angebots sollte die Angebotsknappheit damit deutlich zurückgegangen sein.

Bis 2030: Zuwanderung von außerhalb der EU dürfte anziehen und damit auch die bundesweite Wohnungsnachfrage

Auch ohne die Flüchtlingswelle durch den Krieg in der Ukraine gingen wir von einer hohen Zuwanderung aus. Deshalb halten wir weiterhin für den Rest der Dekade einen Zuzug von über 300.000 Personen pro Jahr für plausibel. Die Corona-Krise hat den Fachkräftemangel in vielen Sektoren verschärft. Daher will die neue Regierung die Arbeitskräfteeinwanderung erleichtern. Eine Entfristung der Westbalkanregelung ist geplant, es wäre auch keine Überraschung, wenn die aktuelle Obergrenze von 25.000 Zuwanderern pro Jahr fiel. Zudem sollen der Zuzug von außerhalb der EU laut Koalitionsvertrag durch ein Punktesystem ergänzt, die Blue Card auf Nichtakademiker ausgeweitet und ausländische Bildungs- und Berufsabschlüsse leichter anerkannt werden. Der Krieg in der Ukraine führte zudem zu einer großen Flüchtlingswelle. Wir erwarten einen Zuzug von rund einer Mio. Menschen.

Die in vielen Regionen der Welt schwelenden geopolitischen Konflikte könnten neben dem hohen Gefälle im Lebensstandard zwischen Deutschland und vielen Herkunftsländern immer wieder zu Zuwanderungsschüben führen. Die außereuropäische Zuwanderung dürfte folglich kräftig zulegen. Bereits in den letzten Jahren war sie ebenso bedeutend wie die EU-Binnenmigration. Im Laufe des Jahrzehntes dürfte sie zumindest ohne EU-Erweiterungen unseres Erachtens von größerer Bedeutung sein als die EU-Binnenmigration. Daher orientieren wir uns an der Bevölkerungsprojektion des Statistischen Bundesamtes vom Jahr 2019, die eine hohe Nettozuwanderung von 311.000 Personen pro Jahr fortschreibt. Wir korrigieren diese jedoch um die geringe Corona-bedingte Zuwanderung im Jahr 2020 nach unten und um die Flüchtlingswelle im Zug des Krieges in der Ukraine nach oben. Folglich liegt die Einwohnerzahl Anfang der



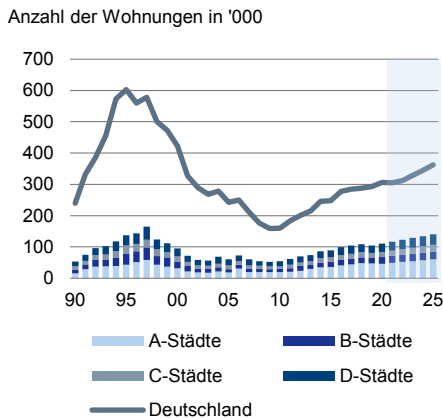
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

2030er Jahre bei fast 85 Mio. (ohne Korrektur 84,3 Mio.). Dieser Anstieg um rund 1,7 Mio. Einwohner erhöht folglich die Wohnungsnachfrage kräftig.

2022: Bundesweite Fertigstellungen dürften weiter zunehmen

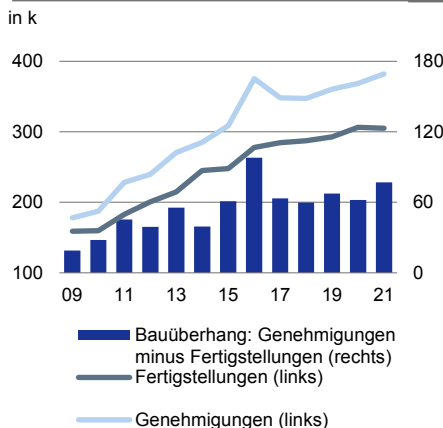
Aufgrund der hohen Nachfrage dürften die Bauunternehmer weiterhin expandieren, den Personalbestand ausweiten und mehr Wohnungen bauen. Das Auslaufen von Baukindergeld und der Sonderabschreibung im Jahr 2021 dürfte den Neubau im Jahr 2022 dämpfen. Auch der abrupte Stopp und die wochenlange Unsicherheit vor der Wiederaufnahme der KfW-Förderung dürften etwas bremsen. Ebenso unterstellen wir, dass der Materialmangel die bundesweiten Fertigstellungen reduziert, dies im Jahr 2023 aber kaum noch ins Gewicht fällt. So erwarten wir für das Jahr 2022 ein Plus von 2,5% und in den Folgejahren von 5%. Damit würden im Jahr 2025 zum ersten Mal mehr als 350.000 Wohnungen gebaut werden und damit dies das erste Jahr im aktuellen Zyklus sein, in dem das jährliche Angebot die jährliche neue Nachfrage übertrifft. Diese Prognose ist im Einklang mit der weiter steigenden Zahl von Genehmigungen. Diese legten von unter 350.000 im Jahr 2018 sukzessive auf rund 380.000 im Jahr 2021 zu. Auch die relativ hohe Zahl von Genehmigungen für Wohngebäude mit drei und mehr Wohnungen spricht für eine weiter steigende Anzahl von fertiggestellten Wohnungen. Der Bauüberhang von genehmigten und nicht fertiggestellten Wohnungen seit Zyklusbeginn 2009 liegt nach unseren Berechnungen kumuliert inklusive unserer Schätzungen für das Jahr 2021 bei 715.000 Wohnungen. Auf Basis unserer Prognose dürfte der Bauüberhang im Jahr 2024 noch höher liegen und erst danach fallen. Für die Bauindustrie bleiben die Geschäfte über Jahre rege.

Baufertigstellungen 14



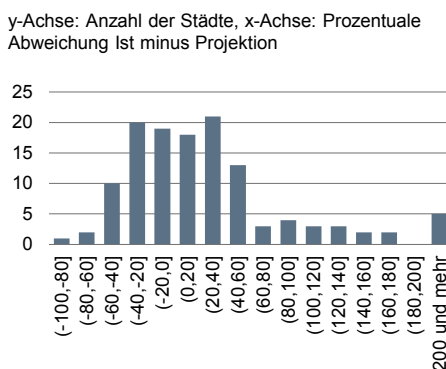
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

2009-2021 Fertigstellungen vs. Genehmigungen 15



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

2020 Fertigstellungen: Prozentuale Abweichung Projektion vs. Ist 16



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

3.2 Abgleich von Angebot und Nachfrage bundesweit mit unseren 126 Städten

Im Wohnungsmarktausblick vom März 2021 projizierten wir die fertiggestellten Wohnungen für das Jahr 2020, welche im Mai 2021 veröffentlicht wurden. Grafik 16 zeigt die Differenz zwischen unseren Projektionen und den Ist-Werten. Zum Teil gibt es erhebliche Abweichungen. Aggregiert gehen unsere Projektionen jedoch zumindest grob in die richtige Richtung. Über alle 126 Städte berechneten wir ein Plus von 101.800 Wohnungen, während 110.600 Wohnungen gebaut wurden. Diese Differenz erhöht nun unsere neuen Projektionen, sodass wir jetzt davon ausgehen, dass vom Jahr 2021 bis 2025 643.000 Wohnungen in den 126 Städten gebaut werden, während wir letztes Jahr noch 606.000 berechneten. Dabei halten wir das Verhältnis der in den 126 Städten fertiggestellten Wohnungen zu allen Wohnungen in Deutschland wie in der Vergangenheit für recht konstant bei etwas mehr als einem Drittel.

Auch die Nachfrage wird in den nächsten Jahren weiter zunehmen. Seit dem Jahr 2011 hat die bundesweite Einwohnerzahl um fast 3 Mio. zugenommen. Fast zwei Drittel dieses Zuwachses entfielen auf die 126 Städte. Auch in der Zukunft dürfte ein Großteil des Einwohnerwachstums auf die Großstädte und Metropolen entfallen. Eine Ausnahme dürfte jedoch die aktuelle Flüchtlingswelle darstellen. Angesichts der Engpässe in den Großstädten und Metropolen dürfte dieser Zuzug dort nur zum Teil absorbiert werden. Daher erwarten wir im Jahr 2021 für unsere 126 Städte nur ein Einwohnerplus um 250.000. Ein Großteil der Flüchtlinge dürfte sich eher in infrastrukturschwachen und ländlichen Regionen niederlassen. Dort stehen rund 2 Mio. Wohnungen leer, sodass die zusätzliche Nachfrage nach Wohnraum einen eher geringen Einfluss auf Preise und Mieten haben dürfte. Basierend auf diesen Überlegungen und unseren bundesweiten Schätzungen erhöht sich die Einwohnerzahl in den 126 Städten von 30 Mio. auf rund 30,8 Mio. im Jahr 2030.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

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

17

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 für jede der 126 Städte

- Nachfragebasis für jährliches Einwohnerwachstum = absolutes durchschnittliches jährliches Einwohnerwachstum der Jahre 2018 und 2019
- Ab dem Jahr 2021 sukzessiver konstanter Rückgang des absoluten Einwohnerwachstums um jährlich 6,1% der Nachfragebasis in jeder Stadt. Folge: Im Jahr 2030 beträgt das Einwohnerwachstum nur noch rund ein Drittel des Jahres 2021. Warum 6,1%? Um Corona-Effekte und aktuelle Flüchtlingswelle korrigierte Bevölkerungsvorausberechnung G2L2W3 (siehe oben) für Deutschland impliziert, dass die Einwohnerzahl in 126 Städten von 30,0 Mio. im Jahr 2019 auf 30,8 Mio. im Jahr 2030 steigt. Proportionale Verteilung auf 126 Städte impliziert einen Rückgang des absoluten Anstiegs um 6,1% pro Jahr.
- Vom Jahr 2011 bis zum jeweiligen Jahr aufsummieren der gestiegenen Einwohnerzahl.

Berechnung des kumulierten Angebots für jede der 126 Städte

- Angebotsbasis = durchschnittliche jährliche Zunahme der fertiggestellten Wohnungen vom Jahr 2016 bis 2019 (in seltenen Fällen negativ, dann null).
- Ausgehend von der veröffentlichten Anzahl der fertiggestellten Wohnungen im Jahr 2020 Projektion bis zum Jahr 2030. Methode: Angebotsbasis für jede Stadt skalieren mit 0,93. Ab Jahr 2021 wächst Anzahl der fertiggestellten Wohnungen in jeder Stadt um die 2020er Werte plus skalierte Angebotsbasis. Warum 0,93? Um das Verhältnis von bundesweiten Fertigstellungen und Fertigstellungen in unseren 126 Städten abzugleichen. Verhältnis von Fertigstellungen in unseren 126 Städten zu Deutschland insgesamt ist dadurch weiterhin nahezu konstant bei etwas über einem Drittel in jedem Jahr bis 2030.
- 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

Korrektur der Berechnungen der Angebotsknappheit relativ zum Vorjahr

18

Publikationsjahr	Angebotsknappheit	
	2016	2019
2021	250.000	200.000
2022	270.000	180.000

Hinweise*: Daten- und Berechnungsfehler im Wohnungsmarktausblick 2021ff. Fortschreibung der Veränderungen in 2016 plus Datenupdate.

*Details siehe Anhang.

Quelle: Deutsche Bank Research

2021: Trotz Flüchtlingswelle dürfte die Angebotsknappheit in den kommenden Jahren in den 126 Städten aggregiert eliminiert werden

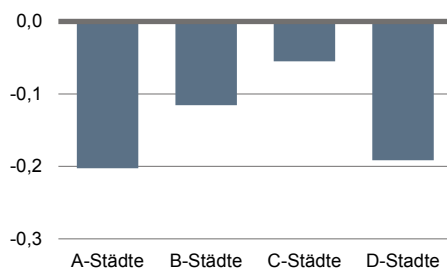
Bevor wir die neuen Projektionen im Detail vorstellen, weisen wir auf Revisionen im Vergleich zum Vorjahr hin. Zum einen haben wir kleinere Fehler aus dem Vorjahr korrigiert, zum anderen wurde in der einen oder anderen Stadt die Zahl der Einwohner und der Haushalte revidiert. Wesentliche Ergebnisse für die Angebotsknappheit in der Vergangenheit haben wir in Grafik 18 kurz dargestellt (Details siehe Anhang). Diese Korrekturen verursachen keine Neueinschätzung. Intensive Datenanalysen bringen aber immer mal wieder Korrekturen und Revisionen mit sich. Beispielsweise könnte der Zensus 2022 Einfluss haben. Die letzte Volkszählung im Jahr 2011 reduzierte die Einwohnerzahlen kräftig.

Neben der Anzahl der fertiggestellten Wohnungen und des Einwohnerwachstums berücksichtigen wir bei der Berechnung der sich nun anschließenden fundamentalen Angebotsknappheit den Trend zu Single-Haushalten bzw. den Rückgang der durchschnittlichen Anzahl von Personen pro Haushalt und schreiben diesen Trend für jede Stadt bis zum Ende der Dekade fort. Unser Berechnungsziel ist die Anzahl der fehlenden Wohnungen. Daher bleibt die Wohnfläche pro Person unberücksichtigt. Wir verwenden eine einfache Methodik und vergleichen über den gesamten Zyklus die Entwicklung der Fertigstellungen mit dem Einwohnerwachstum unter Berücksichtigung der Haushaltsgröße (für Details siehe Grafik 17). Dieser Ansatz berücksichtigt keinen zusätzlichen Bedarf, weder aufgrund der abnehmenden Qualität durch Abnutzung, noch im Hinblick auf ESG- und klimakonformes Bauen. Auch die Nachfrage aufgrund von höheren technischen Standards wie beispielsweise durch Smart-Home-Lösungen bleiben außen vor. Solche Extras sind angesichts der kräftig gestiegenen Preise und Mieten für viele Haushalte in den 126 Städten nur bedingt erschwinglich. Für die meisten Haushalte dürften eine ruhige Lage, gute Anbindung und ebenso eine adäquate Wohnungsgröße weiterhin die wesentlichen Kriterien bei der Wohnungswahl darstellen. Entsprechend dürfte für die meisten der 126

Zensus 2011: Korrektur der Einwohnerzahl

19

in Mio. kumuliert über alle Städte und relativ zu 2010



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research



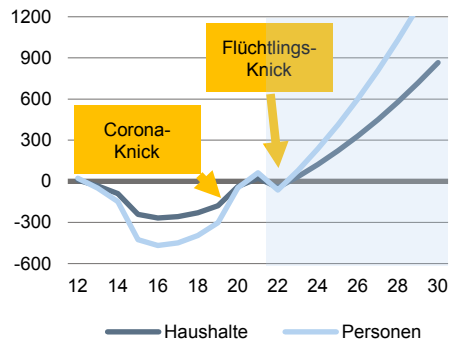
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

126 Städte: Vergleich von Angebot und Nachfrage

20

y-Achse: in '000

+ = Angebotsüberschuss, - = Angebotsknappheit

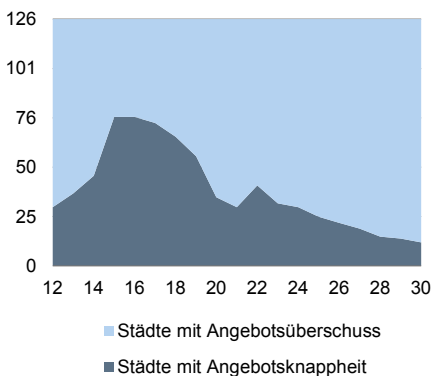


Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

2012-2030 Vergleich von Wohnungsangebot und -nachfrage

21

Anzahl der Städte



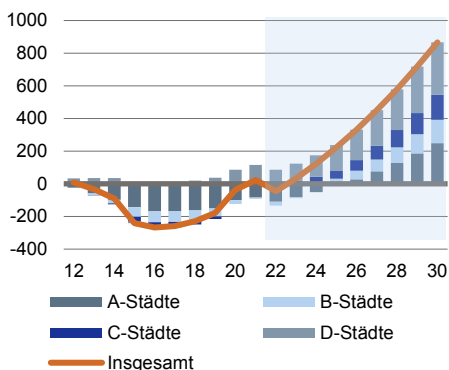
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

2012-2030 Vergleich von Wohnungsangebot und -nachfrage

22

Anzahl der Wohnungen in '000

+ = Angebotsüberschuss, - = Angebotsknappheit



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Städte und insbesondere die Metropolen die Wohnungsnachfrage über den Vergleich der Köpfe mit der Anzahl der Wohnungen eine gute Näherung sein. Unsere Methodik unterscheidet auch nicht zwischen verschiedenen Assetklassen. Hier könnten im Falle eines Marktgleichgewichtes für Wohnimmobilien insgesamt erhebliche sektorale Angebotsengpässe und -überschüsse vorliegen.

Neben dem Einwohnerwachstum, der Haushaltsgröße und der Fertigstellungen würden wir gerne weitere Faktoren, wie beispielsweise Leerstände und Abrisse berücksichtigen. Jedoch liegen uns diese nicht als Zeitreihen für alle Städte vor. Die Bedeutung der Abrisse dürfte für die meisten Städte vernachlässigbar sein. Leerstandsdaten vereinfachen es Marktgleichgewichte zu definieren. Als Ersatz unterstellen wir das Vorliegen eines Marktgleichgewichtes im Jahr 2011. Für die meisten Städte ist dies wohl vernünftig. Ausnahmen sind sicherlich einige große Metropolen, insbesondere München mit bereits zu Beginn des Zyklus sehr niedrigen Leerständen. Ein aus analytischer Sicht besserer Startpunkt für die Festlegung eines Marktgleichgewichtes ist das Jahr 2009, in dem der Zyklus begann. Aufgrund der kräftigen Korrektur der Einwohnerzahl durch den Zensus 2011 wählen wir aber das Jahr 2011 als Startpunkt. Unter Berücksichtigung der Haushaltsgröße wurden aggregiert im Jahr 2012 mehr Wohnungen fertiggestellt als die Zahl der Einwohner zulegte. Es gab also im ersten Jahr unserer Berechnung nach einen Angebotsüberschuss. Erst in den Folgejahren verknappt sich das Angebot. Ein Gleichgewicht für das Jahr 2011 anzunehmen scheint also zumindest nicht unplausibel.

Besonders viele Wohnungen, fast 270.000 für fast 470.000 Personen, fehlten im Jahr 2016. Seither schrumpfte die Angebotsknappheit. Im Jahr 2019 fehlten noch knapp unter 180.000 Wohnungen. Aufgrund der oben beschriebenen Einflussfaktoren setzte sich diese Entwicklung in den Corona-Jahren 2020 und 2021 fort. Da die Fertigstellungszahlen für das Jahr 2021 erst im Mai 2022 veröffentlicht werden, beginnen hier unsere Projektionen, wobei wir die vergangenen Trends für unsere drei Variablen fortschreiben. Demnach ist im Jahr 2021 aggregiert über alle 126 Städte die Angebotsknappheit beseitigt worden. Damit läge zum ersten Mal seit dem Jahr 2012 wieder ein Überschuss vor. Aufgrund des Krieges in der Ukraine und unserer Erwartung, dass 250.000 der 1 Mio. Flüchtlinge in unsere 126 Städte ziehen, wird es im Jahr 2022 wieder eine Angebotsknappheit geben. Diese ist aber bereits im Jahr 2023 wieder beseitigt.

Werden in der Zukunft, wie von uns unterstellt, stetig mehr Wohnungen gebaut, dann wird es trotz weiteren Einwohnerwachstums mehr und mehr zu Leerständen kommen. Im Jahr 2025 würde es dann aggregiert einen Angebotsüberschuss von rund 200.000 Wohnungen geben, was die durchschnittliche Leerstandsrate in den 126 Städten um etwa 1,2%-Punkte anheben würde. Am Ende des Jahrzehntes weisen nur noch 12 der 126 Städte eine Angebotsknappheit auf, 114 dagegen einen -überschuss. Dies sind wohlgerne keine Prognosen, sondern Projektionen. Sicherlich dürfte in den Regionen und Städten, in denen die Leerstände zunehmen, der Neubau an Dynamik verlieren. Somit sollten unsere Projektionen den Angebotsüberschuss in den kommenden Jahren überzeichnen. Dies trifft insbesondere für das Jahr 2030 zu, in dem wir einen kumulierten Überschuss von rund 780.000 Wohnungen berechnen.

Hilfreich sind unsere Projektionen aus unserer Sicht für die Abschätzung, wann der Hauspreiszyklus endet. Unsere Analyse zeigt, dass die Engpässe am Wohnungsmarkt aggregiert noch fortbestehen. Das Wohnungsangebot dürfte aber schneller zunehmen als die Nachfrage. Somit nimmt die Auswahl bei der Wohnungssuche potenziell zu. Perspektivisch beginnt sich der Markt also zu entspannen. Investoren werden damit zunehmend nicht mehr bereit sein, noch höhere Preise zu bezahlen. Aus Sicht der fundamentalen Angebotsknappheit steuert der Preiszyklus, wie bereits letztes Jahr dargelegt, auf seinen Gipfel zu.



3.3 In den meisten C- und D-Städten ist die Angebotsknappheit eliminiert

Die fundamentale Angebotsknappheit aggregiert über unsere 126 Städten endet gemäß unserer Projektion im Jahr 2021 bzw. im Jahr 2023. Regional gibt es dabei jedoch große Unterschiede, insbesondere zwischen großen und kleinen Städten. Ein kumulierter Angebotsüberschuss in den A-Städten besteht ab dem Jahr 2026, in den B-Städten ab dem Jahr 2024 und in den C- und D-Städten war dieser bereits im Jahr 2020 bzw. 2016 verschwunden.

Auch über die deutschen Metropolregionen hinweg existieren große Unterschiede. So endet die Angebotsknappheit in den Metropolen Berlin, Köln, Hannover, Leipzig und Stuttgart erst nach dem Jahr 2025. In Bremen, Düsseldorf, Hamburg, Heidelberg, München und Nürnberg liegt unseren Berechnungen nach wieder die Marktsituation wie im Jahr 2011 vor. Für Städte wie München, die im Jahr 2011 bereits eine sehr niedrige Leerstandsrate hatten, impliziert diese bestenfalls eine graduelle Ausweitung des Angebots. Städte wie Bremen, Düsseldorf, Hamburg und Nürnberg dagegen hatten damals eine deutlich höhere Leerstandsrate, sodass dort das Zyklusende nahe sein dürfte.

Um unsere Projektionen richtig einzuordnen, hilft auch ein Blick auf die Stadt Heidelberg. Dort zeigt unser Ansatz bereits ein Zyklusende im Jahr 2020. Im Wohnungsmarktausblick 2021 erwarteten wird dies erst im Jahr 2028. Das ist die größte Veränderung unter den elf Metropolen. Ursächlich hierfür ist ein Rückgang der Einwohnerzahl um rund 1,8% von 161.500 auf nur noch 158.700 im Jahr 2020. Heidelberg ist eine Studentenstadt. Das Ausweichen auf virtuellen Unterricht im ersten Corona-Jahr erklärt vermutlich den großen Einbruch. Die Zahl der fertiggestellten Wohnungen blieb jedoch in etwa auf dem der Vorjahre. Sie liegt mit 0,6% relativ zum gesamten Wohnungsbestand aber relativ niedrig. Kommt es mit dem Ende der nationalen Corona-Krise wieder zu einem kräftigen Zuzug, dann könnte die Angebotsknappheit rasch wiederaufleben und der Zyklus deutlich länger dauern als unsere aktuellen Projektionen andeuten.

Interessant ist auch die große Heterogenität zwischen Städten der gleichen Metropolregion. Es gibt keinen Zusammenhang zwischen dem Zyklusende in den Metropolen und den Metropolregionen. So gibt es mehrere Metropolregionen, in denen der Zyklus in der Metropole deutlich länger dauert als der Zyklus der jeweiligen Region. Wir vermuten, dass die Wohnungsnachfrage in benachbarten Städten sich stark beeinflusst, dass es aber sehr unterschiedliche Wohnungspolitiken und Neubauaktivitäten gibt. Eine Reihe von Faktoren wie die Topologie, der politische Wille und viele weitere könnten entscheidend sein.

2022: Vergleich von Wohnungsangebot und -nachfrage in elf Metropolregionen

23

Metropole	Zyklusende im Jahr	Metropolregion inklusive Metropole	Zyklusende im Jahr	Metropolregion exklusive Metropole	Zyklusende im Jahr
Berlin	2028	Berlin/Brandenburg	2028	Berlin/Brandenburg	2011
Bremen	2019	Nordwest	2018	Nordwest	2011
Düsseldorf/Köln	2026	Rhein-Ruhr	2020	Rhein-Ruhr	2018
Frankfurt	2028	Rhein-Main	2027	Rhein-Main	2025
Hamburg	2021	Hamburg	2020	Hamburg	2019
Hannover	2028	HBGW	2020	HBGW	2019
Heidelberg	2020	Rhein-Neckar	2028	Rhein-Neckar	2029
Leipzig	2030	Mitteldeutschland	2027	Mitteldeutschland	2016
München	2020	München	2020	München	2020
Nürnberg	2020	Nürnberg	2019	Nürnberg	2019
Stuttgart	2028	Stuttgart	2024	Stuttgart	2020

Hinweise: Düsseldorf und Köln weisen sehr unterschiedliche Knappheiten auf. Köln weist nach unserer Methodik einen sehr großen Wohnraumangel auf, in Düsseldorf besteht dagegen bereits ein Überschuss. HBGW = Hannover-Braunschweig-Göttingen-Wolfsburg, „2030“ impliziert eine auch im Jahr 2030 noch bestehende fundamentale Angebotsknappheit.

Quelle: Deutsche Bank Research



4. Preise für Wohnimmobilien nähern sich fairen Bewertungen an

Nun kalkulieren wir, wie bereits im Wohnungsmarktausblick 2021, auf Basis eines Barwertmodells theoretische Preisniveaus. Jedoch erweitern wir hier das ursprüngliche Modell. Es fließen nun 17 Parameter ein. Mit diesem komplexeren Ansatz nähern wir uns immobilienwirtschaftlichen Methoden an. Dies erlaubt auf der Basis nominaler Größen die Abschätzung mit Blick auf die Dauerfrage nach Überbewertungen, ebenso wie die Kalkulation von Eigenkapitalrenditen. Auch die finanziellen Folgen von potenziell höherer Inflation berechnen wir, wobei wir hier nominale und reale Größen unterscheiden. Dieses Modell dient schließlich auch zur Analyse der energetischen Sanierung.

4.1 Einheitliches Modell für 126 Städte

Da nach einem bekannten Bonmot jede Formel die Leserschaft halbiert, zeigen wir hier nur die beiden wichtigsten Gleichungen zur Bestimmung fairer theoretischer Bewertungen. Die Herleitung erfolgt im Folgenden sprachlich. Alle Formeln stehen im Anhang.

Barwertmodell und unsere Annahmen

24

$$\text{Fairer Wert} = \sum_{t=1}^{50} \frac{\text{Cash Flow}_t}{(1 + \text{Bundrendite} + \text{Risikoprämie})^t} - \frac{\text{Nettoverkaufspreis}_{t=51}}{\text{abgezinst auf heute}}$$

wobei der Cashflow definiert ist über

$$\text{Cashflow}_t = \text{Nettomieteinnahmen}_t - \text{Zinsen}_t - \text{Tilgung}_t - \text{Steuer}_t$$

Ausgangswerte: Investitionsdauer = 50 Jahre, anschließender Verkauf zum Restwert, Abschreibungsrate 2% p.a., Annahmen für 50 Jahre: Mietwachstum 2% p.a., Bundrendite dauerhaft bei 0,50%, Risikoprämie (=Mietrendite minus Bundrendite) = 367 Bp.

Quelle: Deutsche Bank Research

Investitionsprojekt und Basisparameter: Kauf und Finanzierung einer Wohnung in einem Mehrfamilienhaus

Wir unterstellen den Kauf einer Eigentumswohnung in einem Mehrfamilienhaus mit 675 Quadratmetern, in dem es 9 Wohnungen à 75 Quadratmetern gibt. Die Grundstücksgröße beträgt 600 Quadratmeter. Der Kauf erfolgt in jeder der 126 Städte zum Marktpreis pro Quadratmeter im Jahr. Die Kaufnebenkosten betragen 10% des Nettokaufpreises. Wir nehmen eine Haltedauer von 50 Jahren an. Im Anschluss erfolgt der Verkauf zum Marktwert, wobei das jährliche Preiswachstum den Marktpreis erhöht. Finanziert wird der Bruttokaufpreis mit einem Eigenkapitalanteil von 20%, der Zins ist der aktuelle Benchmark-Zins der EZB für 5-10-jährige Hypothekenkredite. Im Januar 2022, jüngster verfügbarer Wert, betrug er 1,19% pro Jahr. Zudem unterstellen wir eine Tilgung von 2% pro Jahr. Folglich ist der Kredit nach 50 Jahren abbezahlt.

Die Miete liegt auf der Höhe der Wiedervermietungsmieten im Jahr 2021. Wir unterstellen ein konstantes jährliches Wachstum. Betriebs- und Verwaltungskosten, Instandhaltungskosten und Mietausfälle reduzieren die Bruttojahresmiete in Summe um 14%. Die Nettomieten müssen Zinsen, Tilgung und Steuern abdecken. Was hiervon übrigbleibt – der jährliche Cashflow – fließt dem Eigentümer zu, wobei wir sowohl den Barwert auf Cashflow-Basis als auch aus Eigenkapitalsicht, bei der die Tilgungen den Cashflow erhöhen, berechnen.

Kreditzinsen und steuerliche Abschreibungen reduzieren die Steuerlast. Als Steuersatz unterstellen wir das Niveau der Kapitalertragsteuer von 25%, was höher ist als die Körperschaftsteuer für Fonds von 15%, aber regelmäßig unter



den Steuersätzen der Einkommensteuer liegt. Für die steuerlichen Abschreibungen berechnen wir den Buchwert der Eigentumswohnung ohne Bodenwert und schreiben diesen degressiv mit 2% pro Jahr ab.

Investitionsprojekt und Basisparameter: Bundrenditen und Risikoprämie

Die Abzinsungsfaktoren im Nenner der Formel, also Bundrendite und Risikoprämie, beeinflussen die Ergebnisse stark. Ziel der Abzinsung ist es, Zahlungen in den kommenden Jahren aus heutiger Sicht zu bewerten. Durch die Risikoprämie wird der Diskontierungsfaktor stets etwas größer als eins. Somit sind aus heutiger Sicht künftige Zahlungen weniger wert als heutige. Weiter in der Zukunft liegende Zahlungen sind daher deutlich weniger wert als Zahlungen im nächsten Jahr. Die Risikoprämie beziffert den erwarteten Zusatzertrag von Immobilieninvestoren im Vergleich zu einer relativ sicheren Investition in Bundesanleihen.

Die Bundrendite lag Mitte März bei 0,50% – ein deutlicher Anstieg gegenüber den -0,57%, die in die Berechnungen für den Wohnungsmarktausblick 2021 einfließen. Dort setzten wir gleichzeitig eine Risikoprämie von 440 Basispunkten an. Aufgrund des Zinsanstiegs und erneut fallender Mietrenditen liegt die so berechnete Risikoprämie aktuell bei 367 Basispunkten. Diesen Wert verwenden wir auch dieses Jahr. Es gibt Gründe für den Ansatz von höheren als auch niedrigeren Risikoprämien.¹ Für einen höheren Wert spricht der Wechsel von einer Gesamtkapital- im Jahr 2021 zu einer Eigenkapitalkostenbetrachtung im komplexen Modell, bei dem die geforderte Rendite für Eigenkapital generell über der Gesamtkapitalrendite liegt. Für eine niedrigere Risikoprämie spricht, dass im hier verwendeten komplexen Modell die erwarteten Mietausfälle explizit über die Nettomieteinnahmen abgebildet werden und nicht wie im Jahr 2021 über die Risikoprämie erfasst wurden. Des Weiteren sind die Zinsen gefallen, was tendenziell in den letzten Jahren auch die Risikoprämie reduzierte. Das wichtigste Argument ist aus unserer Sicht, dass Wohnimmobilien zunehmend ein Substitut für Anleihen sind. Folglich dürften 367 Basispunkte nahe des durchschnittlich erwarteten Zusatzertrags institutioneller Investoren liegen.

Investitionsprojekt und Basisparameter: Preis- und Mietwachstum

Zur Komplettierung unseres Modells bestimmen wir die Höhe des Miet- und Preiswachstums. Auch künftig dürften kräftige Mieterhöhungen schwierig durchzusetzen sein. So wird die Ampelkoalition den Betrachtungszeitraum für die Berechnung der ortsüblichen Miete verlängern und die Kappungsgrenze reduzieren. Ebenso wird die Mietpreisbremse wohl verlängert. Neben dieser regulatorischen Verschärfung erschwert vielerorts das gesamtgesellschaftliche Klima die

Basisannahmen für Barwertmodell

25

Basisannahmen	
alle Angaben in % p.a. bis auf Ausnahmen	
Preise und Mieten	
Preiswachstum	4,2%
Mietwachstum	2,0%
Nebenkosten in %*	10%
Management des Objekts	
Verwaltungskosten	2%
Instandhaltungskosten	10%
Mietausfälle	2%
Eigentumswohnung	
Grundstücksgröße in qm	600
Wohnfläche in qm	75
Anzahl Wohneinheiten in MFH	9
Wohnfläche in qm insgesamt	675
Kreditparameter	
Eigenkapital in %**	20%
Hypothekenzins	1,19%
Tilgung	2,00%
Steuer und Abschreibungen	
Steuerliche Abschreibungen	2%
Steuersatz	25%
Diskontierungsfaktoren	
Bundrendite	0,50%
Risikoprämie in Basispunkten	367 Bp

*des Nettokaufpreises

**des Bruttokaufpreises

MFH=Mehrfamilienhaus

Quelle: Deutsche Bank Research

¹ Wenngleich unsere Datenlage relativ dünn ist, sind die Risikoprämien historisch eher gefallen. Schilling (2003) beschreibt auf Umfragen basierte Prämien für den US-Gewerbeimmobilienmarkt von 600 bis 675 Basispunkten. McDonald and McMillen (2008) berichten umfragebasiert über eine Prämie für den US-Immobilienmarkt von 400 bis 600 Basispunkten. Aktuelle Berechnungen von Aswath Damoradan legen für europäische Immobilienaktien einen kräftigen zinsbedingten Rückgang der Risikoprämie für Eigenkapital nahe. Sie halbierte sich von rund 700 Basispunkten im Jahr 2014 auf rund 350 Basispunkte im Jahr 2021. Tauscht man die US 10-jährigen Treasuries mit Bundrenditen als theoretisch risikolosen Zins, dürfte die Risikoprämie noch tiefer liegen. Risikoprämien für Gesamtkapitalbetrachtungen sind ebenfalls tendenziell gefallen. Der Vergleich von Bundrenditen mit anfänglichen Bruttomietrenditen weist über die letzten Jahrzehnte ebenfalls einen klar fallenden Verlauf auf. Dieser Vergleich verdeutlicht auch, wie schwierig die Herleitung von Risikoprämien ist, denn in den 1990er Jahren war die so angesetzte Risikoprämie negativ, erst im aktuellen Zyklus kehrte sich das Vorzeichen um. Oberst und Voigtländer (2020) gehen in einem eher makroökonomischen Modell für Deutschland von einer Prämie von rund 270 Basispunkten als Differenz zwischen Bruttoanfangsrendite und Hypothekenzins aus.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Durchsetzung höherer Mieten. Daher unterstellen wir im Basismodell ein konstantes Wachstum von 2% pro Jahr. Diese Rate liegt unter dem Wachstum der Wiedervermietungsmieten in den letzten Jahren, jedoch höher als das bundesweite Wachstum der Bestandsmieten.

Nun haben wir alle Parameter bis auf das Preiswachstum bestimmt. Im Jahr 2021 lag der durchschnittliche Einwohner-gewichtete Quadratmeterpreis über 126 Städte bei rund EUR 3.600. Diesen Wert berechnet unser Modell unter den Basisannahmen und der Annahme eines Preiswachstums von 4,2% pro Jahr. Bei dieser Wachstumsrate gleichen sich also Markt- und Modellpreis. Man kann dies auch so formulieren, dass rationale Marktakteure ein Preiswachstum von 4,2% pro Jahr über die nächsten 50 Jahre erwarten. Somit haben wir 17 Parameter determiniert. Sie sind unsere Ausgangsbasis für die folgenden Analysen.

4.2 Über- und Unterbewertungen bei Variation von Preis- und Mietwachstum

Ein Wachstum von 4,2% pro Jahr ist nicht ungewöhnlich. Es gibt eine ganze Reihe von OECD-Ländern, die über die letzten Jahrzehnte ein deutlich höheres Wachstum aufwiesen. Der Durchschnitt liegt bei über 5%. Daher kann man die 4,2% durchaus als konservativ betrachten. Jedoch sollte man hierbei den außergewöhnlichen Zinsrückgang über die letzten 40 Jahre berücksichtigen, die die Kapitalmarktpreise weltweit kräftig erhöhten. Diese Phase wird sich wohl nicht wiederholen. Deshalb könnten 4,2% auch durchaus ein hoher Wert sein. Das dürfte aber stark von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen und insbesondere Inflation und Zinsen abhängen.

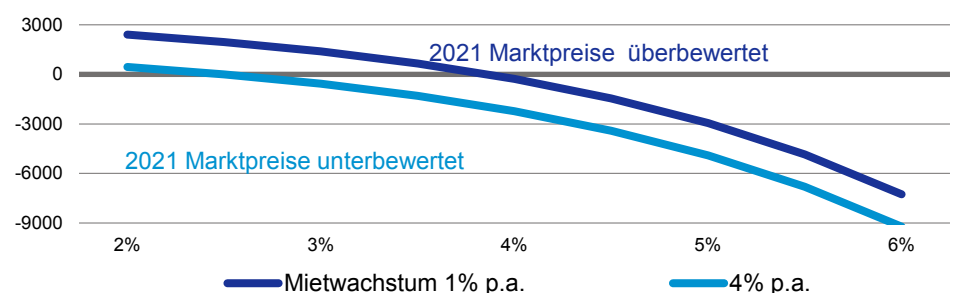
Variiert man das Preiswachstum, kann man nun auch Über- und Unterbewertung berechnen. Über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 wuchsen die Preise für Eigentumswohnungen im Bestand durchschnittlich um 7,4% pro Jahr. Bei diesem Preiswachstum liegt der Modellpreis über EUR 10.000 pro Quadratmeter und der deutsche Wohnungsmarkt wäre massiv unterbewertet. Unterstellt man dagegen das durchschnittliche Preiswachstum vom Jahr 1970 bis 2008 von 2,5% pro Jahr, dann liegt der Modellpreis bei EUR 2.140 pro Quadratmeter. Damit wäre der Wohnungsmarkt massiv überbewertet.

Zusätzlich zu der univariaten Analyse zeigen wir nun, welche Kombinationen von Preis- und Mietwachstum zu Über- und Unterbewertungen führen. Auf der y-Achse von Grafik 26 ist die Bewertung und auf der x-Achse das Preiswachstum abgetragen. Die Kurven zeigen die Bewertungen für ein konstantes Mietwachstum von 1% und 4% pro Jahr. 1% wäre eine historisch niedrige Rate, die man angesichts der stetigen regulatorischen Verschärfung nicht ganz ausschließen kann. Dagegen dürfte ein Mietwachstum von 4% aufgrund der abgesenkten Kappungsgrenzen ein Maximum darstellen. Faire Bewertungen liegen bei den Schnittpunkten mit der x-Achse vor. Bei einem Mietwachstum von 1% gilt dies

126 Städte: Modelliertes Preis- und Mietwachstum von 2022-2072 vs. Marktpreis im Jahr 2021

26

y-Achse: Überbewertung in EUR pro qm
x-Achse: Preiswachstum in % p.a.

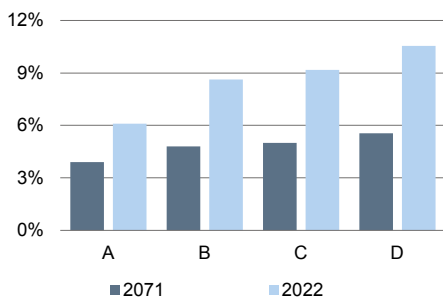


Quelle: Deutsche Bank Research



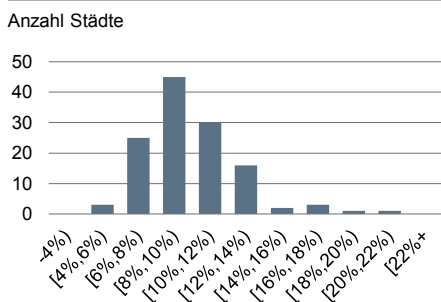
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Anfängliche Eigenkapitalrenditen 27



Quelle: Deutsche Bank Research

126 Städte: Anfängliche Eigenkapitalrenditen im Jahr 2022 28



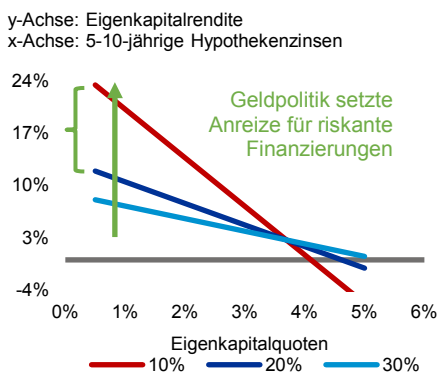
Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Anfängliche Nettomietrenditen 29



Quelle: Deutsche Bank Research

Eigenkapitalrendite in Abhängigkeit von 5-10-jährigen Hypothekenzinsen und Eigenkapitalquote 30



Quelle: Deutsche Bank Research

für ein Preiswachstum von ungefähr 4%. Bei einem Mietwachstum von 4% liegt der Schnittpunkt bei einem Preiswachstum von ungefähr 2½%. Der negative Bereich zeigt aktuelle Unterbewertungen an, der positive Überbewertungen.

Verkaufspreis ist wesentlicher Einflussfaktor für gesamten Cashflow

Mit unserem Modell berechnen wir weitere Kennziffern, zum Beispiel den Anteil des abgezinsten Nettoverkaufspreises am Ende der 50-jährigen Investitionsperiode relativ zum gesamten abgezinsten Cashflow, also den Mieteinnahmen plus dem Nettoverkaufspreis. Unter unseren Basisannahmen und im Durchschnitt über unsere 126 Städte beträgt der Anteil des Wiederverkaufspreises rund 88% des gesamten Cashflows. Dies ist ein sehr hoher Wert, der das stetige Abschmelzen der Mietrenditen über die letzten 13 Jahre widerspiegelt. 22 Städte, vor allem Metropolen und süddeutsche Großstädte, weisen sogar einen Anteil von über 100% auf. Gemäß unseres Bewertungsmodells kauft man also Objekte, die einen negativen Cashflow über die Halteperiode aufweisen und sich nur bei einem hohen Verkaufspreis rentieren. Damit ist eine klassische Definition für eine Hauspreisblase erfüllt.² Aus diesem Grund spielen, wie wir gleich darlegen, Finanzierungsvariablen und ebenso Steuern und Abschreibungen bei der Bewertung typischerweise eine eher untergeordnete Rolle.

Hohe Eigenkapitalrenditen dürften die Regulierer auf den Plan rufen

Ausgehend von unseren Basisannahmen liegen die anfänglichen Eigenkapitalrenditen in den B-, C- und D-Städten bei ungefähr 10% und die anfänglichen Mietrenditen bei ungefähr 3%. In den A-Städten liegen die Eigenkapitalrenditen bei rund 6% und die anfänglichen Nettomietrenditen bei rund 2½%. Auch bei einer fairen Bewertung bestehen also weiterhin massive Anreize, in den deutschen Wohnungsmarkt zu investieren. Höhere Zinsen könnten die Eigenkapitalrenditen reduzieren. Jedoch liegt die durchschnittliche Eigenkapitalrendite für alle 126 Städte auch dann, wenn die 5-10-jährigen Hypothekenzinsen bei 2,5% liegen würden, noch bei mehr als 6%. Da viele globale Kapitalanlagen bei höheren Zinsen deutlich weniger rentierlich sein dürften, könnte der deutsche Wohnungsmarkt weiterhin im Fokus der Investoren stehen.

Bei dem niedrigen Zinsniveau im Januar nehmen sowohl die Eigenkapital- als auch die Nettomietrendite über die 50-jährige Investitionsperiode sukzessive ab. Am Ende sind sie in etwa halb so hoch wie zu Beginn. Diese sehr niedrigen Renditen verdeutlichen erneut, dass die aktuellen Bewertungen durchaus als überbewertet bezeichnet werden können. Sie ergeben wohl nur in einer Zukunft Sinn, die man als japanisches Szenario bezeichnen könnte und in der die Zinsen strukturell niedrig bleiben. Unser Modell zeigt auch die großen Anreize zu riskanten Finanzierungen aufgrund der sehr geringen Zinsen. So werfen Finanzierungen mit geringem Eigenkapitalanteil bei sehr niedrigen Zinsen besonders hohe Renditen ab (siehe Grafik 30). Die lockere Geldpolitik der letzten Dekade hat also nicht nur Kredite verbilligt, sondern massive Anreize gesetzt, Risiken einzugehen. So erhöht sich ausgehend von unseren Basisannahmen bei einer Halbierung des Eigenkapitalanteils auf nur noch 10% die Eigenkapitalrendite im Jahr 2022 auf über 19%. Gleichzeitig erhöht sich der Modellpreis bei einem Eigenkapitalanteil von 10% nur geringfügig von EUR 3.600 auf fast EUR 3.800. Diese Überlegungen implizieren Gegenmaßnahmen von makroprudenzieller

² Stiglitz, Joseph E. (1990). Symposium on Bubbles. Journal of Economic Perspectives 4(2), Spring, pp. 13-18.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Seite. Investoren sollten, falls ein weiterer Wunsch nach riskanten Finanzierungen besteht, die Folgen von deutlich restriktiveren Vorgaben bei der Anschlussfinanzierungen im Vorfeld prüfen.

4.3 Variation der Annahmen für A-, B-, C- und D-Städte

Die meisten unserer Basisannahmen sind wohl für alle 126 Städte sinnvolle Näherungswerte. Dies gilt für das Wohnobjekt, die Kaufnebenkosten, die Instandhaltung und Verwaltungskosten, für Steuern und Abschreibungen, für die Kreditkonditionen und das Zinsumfeld wie auch für das Mietwachstum. Für andere Variablen dürfte es aber teilweise große regionale Unterschiede geben. So dürften die Mietausfälle in vielen A-Städten deutlich geringer als 2% pro Jahr sein, während sie in den D-Städten tendenziell höher liegen dürften. Die Leerstände haben nur einen relativ geringen Einfluss auf die Bewertung, diese schwanken nur um wenige Euros. In der folgenden Analyse haben wir mangels Daten die Leerstandsdaten konstant auf 1% pro Jahr für A-Städte, 2% für B- und C-Städte und 4% für D-Städte gesetzt.

Der Preisfad zwischen verschiedenen Städten könnte stark differieren

Unter den Basisannahmen berechnen wir nun das Zyklusende für unsere Metropolregionen und Metropolen aus Bewertungssicht. Die Basisannahmen wurden so gewählt, dass im Mittel die aktuellen Marktpreise der Bewertung entsprechen. Folglich gibt es bei dem Blick auf die einzelnen Städte und Regionen sowohl Zyklusenden in der Vergangenheit, am aktuellen Rand als auch in der Zukunft. Wenn die aktuelle Bewertung unter dem Marktpreis liegt, schreiben wir das durchschnittliche Preiswachstum jeder Stadt seit dem Jahr 2009 bis 2022 in der Zukunft fort, um so das Zyklusende zu ermitteln. Besonders lange Zyklen berechnen wir für die Region Mitteldeutschland und Rhein-Ruhr. Unter den Metropolregionen liegen dort eher Städte mit geringer Wirtschaftsdynamik als in vielen anderen Regionen. Entsprechend spiegeln die späten Zyklusenden sowohl die relativ niedrigen Marktpreise relativ zu den Bewertungen als auch das relativ niedrige Preiswachstum in diesen Regionen wider. Es zeigt auch die Grenzen der einheitlichen bundesweiten Annahmen auf. So dürfte es für einige Städte richtig sein, individuelle Parameter anzusetzen. Diese Diskussion setzen wir nun für die Preisvariable und anschließend die Risikoprämie fort.

Zyklusenden aus Bewertungssicht unter Basisannahmen

31

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

Hinweise: HBGW = Hannover-Braunschweig-Göttingen-Wolfsburg, "2020" impliziert eine Überbewertung bereits im Jahr 2020 oder früher.

Quelle: Deutsche Bank Research



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

In den Metropolen könnte man deutlich kräftigere Preisanstiege erwarten als in den D-Städten. Historisch waren Städte stets wirtschaftliche Kraftzentren. Typischerweise waren sie dabei umso potenter, je größer sie waren. Deshalb könnten die Preise dort stärker steigen als mit 4,2% pro Jahr. Jedoch stellt der Homeoffice-Boom in den letzten beiden Jahren und die Digitalisierung diese historische Regel auf die Probe. Insbesondere sehr langfristig und bei einer noch intensiveren Durchdringung unseres Lebens mit digitalen Dienstleistungen könnte sich diese Einschätzung als Trugschluss erweisen. Folglich könnte auch ein deutlich geringeres Wachstum gerechtfertigt sein.

Für die individuelle Bewertung der 126 Städte dürften viele Investoren unterschiedliche Risikoprämien ansetzen

Eine weitere wichtige Bewertungsvariable, die Risikoprämie, könnte ebenfalls stark variieren. Investoren dürften sehr unterschiedliche Erwartungen an eine Investition in einer dynamischen Metropole und in einer Kleinstadt in einer eher infrastrukturschwachen Region stellen. So könnten die Diskontfaktoren, also die Risikoprämie, in den Metropolen deutlich niedriger sein, da die Investoren insbesondere dort Investitionen in den Wohnungsmarkt als ähnlich risikoarm ansehen wie Anleihen. In D-Städten und vor allem in Kleinstädten dagegen könnten Investoren eher höhere Diskontfaktoren ansetzen.

In Grafik 32 zeigen wir, wie die durchschnittlichen Bewertungen in den A-, B-, C- und D-Städten mit unterschiedlichen Risikoprämien und Preiswachstumspfaden variieren. Wir berechnen faire theoretische Werte für alle vier Stadtklassen bei einem Preiswachstum zwischen 2% und 6% und Risikoprämien zwischen 250 und 500 Basispunkten. Faire Bewertungen liegen auf der jeweiligen x-Achse vor. Es gilt, je höher das Preiswachstum, desto höher muss die Risikoprämie sein, damit Marktpreise und Bewertung übereinstimmen. Im negativen Bereich der y-Achse liegen die Bewertungen über den Marktpreisen, im positiven Bereich die Bewertungen unter den Marktpreisen. Erneut wird deutlich, wie stark die Bewertungen mit den Annahmen schwanken. Unter den Basisannahmen sind die A-Städte schon etwas überbewertet. Akzeptiert man eine Risikoprämie von nur 300 Basispunkten, dann sind sie aber um durchschnittlich mehr als EUR 1.000 unterbewertet. Dagegen sind die B-, C- und D-Städte unter den Basisannahmen um wenige hundert Euro unterbewertet. Liegt die Risikoprämie aber bei 434 Basispunkten, dann sind sie sehr grob um durchschnittlich EUR 500 überbewertet. Mit der Grafik kann man seine individuelle Einschätzung über die richtigen Bewertungsparameter sowie die aller anderen Investoren auswählen und folglich faire Bewertungen ableiten.

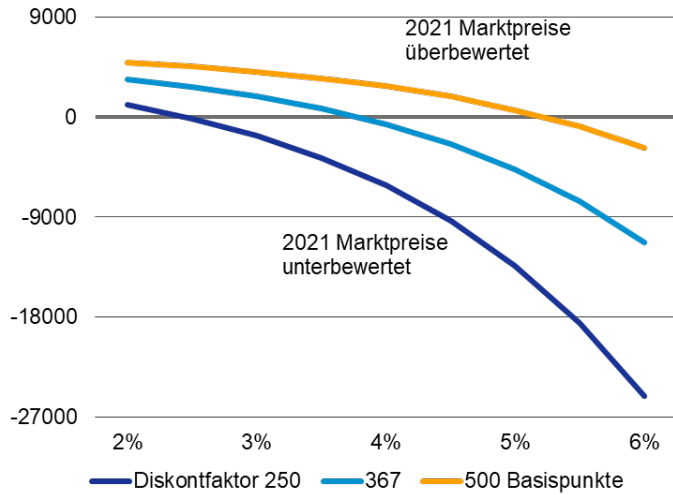


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Modellierung theoretisch fairer Preise für ABCD-Städte: Preiswachstum von 2022-2072 vs. Risikoprämie im Diskontfaktor

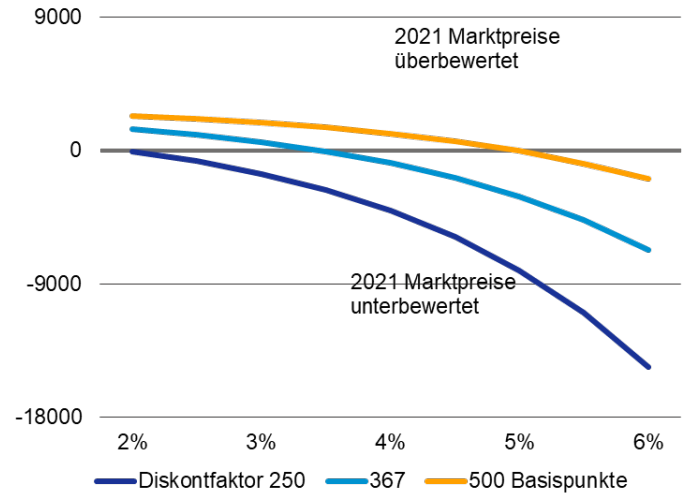
A-Städte

y-Achse: Überbewertung in EUR pro qm
x-Achse: Preiswachstum in % p.a.



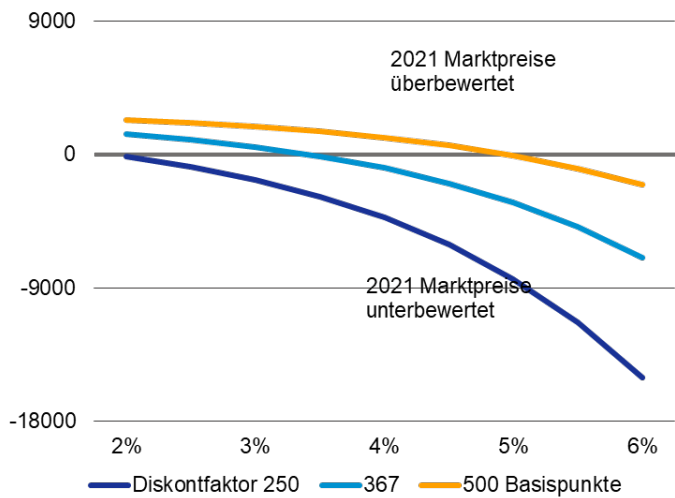
B-Städte

y-Achse: Überbewertung in EUR pro qm
x-Achse: Preiswachstum in % p.a.



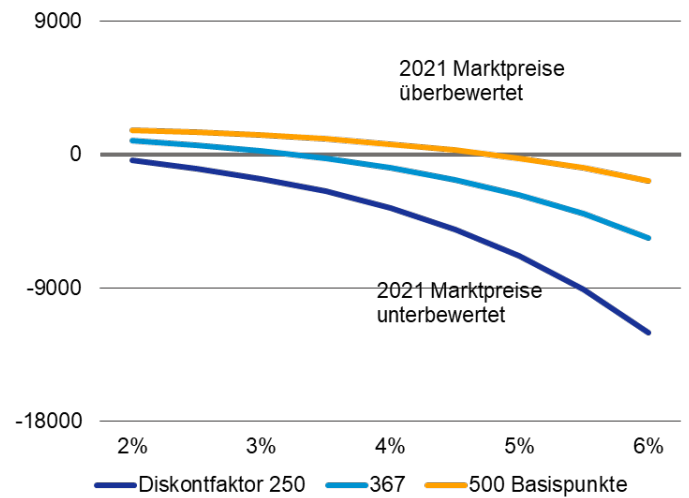
C-Städte

y-Achse: Überbewertung in EUR pro qm
x-Achse: Preiswachstum in % p.a.



D-Städte

y-Achse: Überbewertung in EUR pro qm
x-Achse: Preiswachstum in % p.a.



Quelle: Deutsche Bank Research

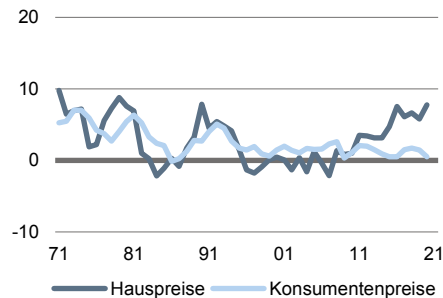


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

1971-2021: Inflation vs. Hauspreise in Deutschland

33

in % ggü. Vorjahr

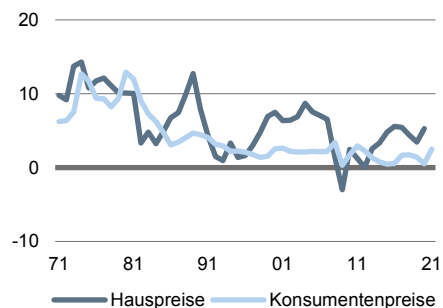


Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1971-2021: Inflation vs. Hauspreise in 23 Industrieländern

34

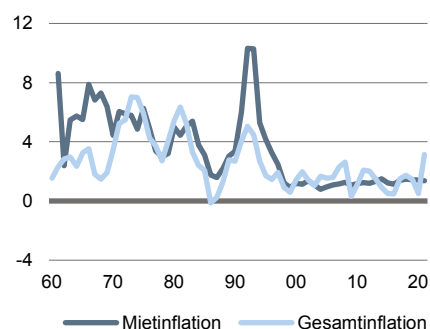
Mediane der jährlichen Wachstumsraten
in % ggü. Vorjahr



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1960-2021: Gesamt- vs. Mietinflation in Deutschland

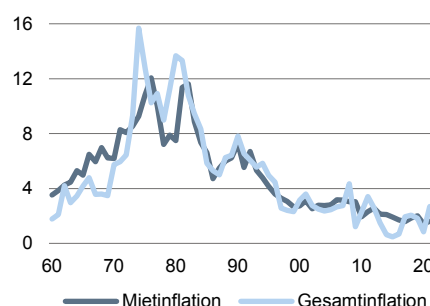
35



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1960-2021: Gesamt- vs. Mietinflation in 23 Industrieländern

36



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

5. Wohnimmobilien bieten heute einen geringeren Inflationsschutz als in der Vergangenheit

Investoren erhalten ihre Kaufkraft, wenn eine höhere Inflation sich in höheren Hauspreisen und/oder höheren Mieten niederschlägt. Auch eine Ausweitung des Kreditvolumens, also ein hoher Fremdfinanzierungsanteil, kann vor Inflation schützen. Gleichzeitig verteuern sich typischerweise die Finanzierungskosten mit der Inflation. Das oft komplizierte Zusammenspiel von gegenläufigen Effekten betrachten wir zunächst aus historischer Perspektive. Das Vorbild sind die 1970er Jahre. Sodann leiten wir unsere Prognosen für die langfristigen Hypothekenzinsen her. Schließlich zeigen wir mit Hilfe unseres Barwertmodells mögliche Bewertungsimplicationen von hohen Inflationsraten und höheren Zinsen auf.

5.1 Rückblick vor allem auf die 1970er Jahre, welche sowohl über Miet- als auch Preiswachstum einen hohen Inflationsschutz für Investoren aufwiesen

In den 1970er Jahren bestand sowohl in Deutschland als auch international ein großer Gleichlauf von Konsumenten- und Hauspreisen. In Deutschland betrug die durchschnittliche Inflation rund 5% pro Jahr und die Hauspreise wuchsen um rund 6%. In vielen Ländern legten Konsumenten- und Hauspreise noch kräftiger zu. Diese Phase hoher Inflation wurde mit dem Zinsschock zu Beginn der 1980er Jahre gebrochen. Seither fielen die Zinsen tendenziell, die Finanzierungskosten sanken und die Hauspreise stiegen. Vermutlich erklärt dies in vielen Ländern die Entkoppelung von Hauspreisen und Inflation seit den 1980er Jahren. Der deutsche Wohnungsmarkt war vermutlich aufgrund des hohen Mieterschutzes für viele Investoren jahrzehntelang unattraktiv. Ebenso dürften die tendenziell hohen deutschen realen, wie nominalen Zinsen einen Boom verhindert haben. Nach der Wiedervereinigung zogen aufgrund hoher Subventionen die Hauspreise und gleichzeitig die Inflation an, worauf die Bundesbank abermals mit kräftigen Zinserhöhungen gegensteuerte. Ab Mitte der 1990er Jahre kam es in Folge der Subventionen zu hohen Leerständen. Eine Marktkorrektur folgte, die erst nach der Finanzkrise überwunden wurde. Ebenso verharnte die Inflation auf niedrigem Niveau. In dem aktuellen Zyklus entkoppelten sich dann auch in Deutschland Hauspreise und Inflation.

Keine Entkoppelung ist zumindest bis zum Jahr 2021 zwischen Mietinflation, deren Hauptinput die Bestandsmieten sind, und der Gesamtinflation zu beobachten. Insbesondere international gibt es einen hohen Gleichlauf. In den 1970er Jahren erhöhte sowohl in Deutschland wie auch international die hohe Inflation regelmäßig die Mieten. In Deutschland lag die Mietinflation bei durchschnittlich fast 5% pro Jahr und in vielen anderen Industrieländern legten die Mieten regelmäßig um in etwa 10% pro Jahr zu. In Deutschland war dies aber wohl nicht nur eine Folge des volkswirtschaftlichen Preisdrucks, sondern insbesondere der Wohnungsnot. Der 2. Weltkrieg zerstörte Millionen von Wohnungen und Millionen Flüchtlinge suchten eine Unterkunft. Folglich war Wohnraum äußerst knapp. Aufgrund des strukturellen Mangels in der Nachkriegszeit wuchsen die Mieten in den 1960er Jahren mit durchschnittlich über 6% pro Jahr und damit kräftiger als in den 1970er Jahren. Erst Mitte der 1990er Jahre verlor das Mietwachstum dauerhaft an Schwung und lag seither durchschnittlich bei etwa 1,4% pro Jahr, was in etwa halb so kräftig ist wie in anderen OECD-Ländern. Hierbei dürfte die in Deutschland generell eher niedrige Gesamtinflationsrate ebenso ein wesentlicher Erklärungsfaktor sein wie die im internationalen Vergleich besonders restriktive Mietenregulierung.

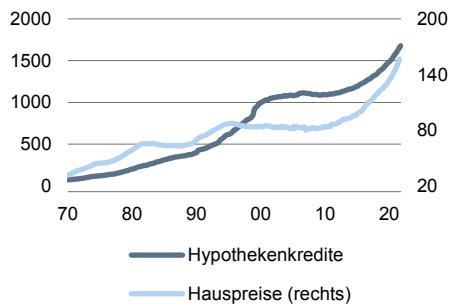


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

1970-2021 Deutschland:
Hypothekenkredite vs. Hauspreise

37

linke y-Achse: EUR Mrd.
rechte y-Achse: 2015=100



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research,
Haver Analytics LP

Rückblick auf Finanzierung und Zinsen in den 1970er Jahren

Auch über eine hohe Kreditaufnahme können sich Investoren vor Inflation schützen. In den 1970er Jahren verdreifachte sich die Summe aller Hypothekarkredite von nahezu EUR 75 Mrd. auf fast EUR 200 Mrd. Das ist ein Plus von 170%, während die Hauspreise um 85% zulegten. Diese kräftige Erhöhung des Kreditvolumens war vermutlich nicht nur eine Folge der hohen Inflation, sondern auch der sehr geringen Verschuldung. Gemessen am BIP lagen die Hypothekenkredite relativ stabil bei nur etwas über 20%.

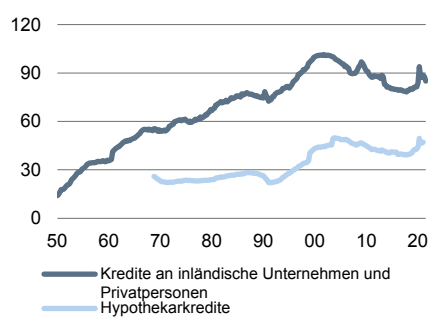
Auf der Zinsseite blicken wir hauptsächlich auf die 10-jährigen Bundrenditen, da unsere Zeitreihe für Hypothekenzinsen erst im Jahr 2000 beginnt. Zur Einordnung: Der Spread der 5-10-jährigen Hypothekenzinsen lag seit dem Jahr 2000 bei durchschnittlich rund 120 Basispunkte über den Bundrenditen. Die Bundrenditen notierten vom Jahr 1957 bis 2000 bei durchschnittlich 7,1%. Im Durchschnitt über die 1970er Jahre lagen sie bei 7,95%, zwischenzeitlich im Jahr 1974 lagen sie sogar über 10% und die Geldmarktsätze noch einmal deutlich höher. Dies war jedoch lediglich ein nominaler Zinsschock. Über die gesamte Dekade lag die reale Bundrendite relativ konstant bei 3%.

Die 1970er Jahre werden gerne als Stagflationsphase beschrieben. Die erste Ölkrise im Jahr 1973 führte sowohl zu hoher Inflation als auch einer wirtschaftlichen Schwächephase. Daher war die Geldpolitik nur ansatzweise restriktiv. Dies erklärt womöglich auch, warum die realen Hauspreise sich über die 1970er Jahre mit durchschnittlich fast 1,2% pro Jahr deutlich stärker als in den folgenden Dekaden erhöhten. Erst nach der zweiten Ölpreiskrise im Jahr 1979 zog die Zentralbank die geldpolitischen Zügel an. So stiegen die nominalen Bundrenditen erneut auf fast 11% und auch die Geldmarktsätze waren wieder zweistellig. Gleichzeitig kommunizierten die Zentralbanken eindrücklich, dass sie die Inflation eindämmen werden. Sie waren erfolgreich. Zudem blieben weitere Ölkrisen aus. In der Folge erhöhten sich die nominalen Geld- und Kapitalmarktzinsen und die realen Hauspreise fielen, und zwar nicht nur in Deutschland, sondern in fast allen Industrieländern (Grafik 41). In Deutschland erhöhten sich die realen Bundrenditen der 1980er Jahre auf durchschnittlich rund 4,5% und in der Spitze auf über 7%. Gleichzeitig fielen die realen Hauspreise um rund 1,2% pro Jahr. Ende der 1980er Jahre waren damit die realen Gewinne der 1970er Jahre wieder eliminiert. Nach dem nominalen Preisanstieg um 85% in den 1970er Jahren erhöhten sich die Preise in den 1980er Jahren nur noch um 18%.

Deutschland: Kreditvolumen

38

in % des BIPs

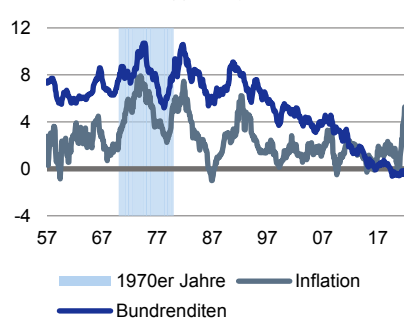


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

1957-2021: Inflation vs.
Bundrenditen

39

in % p.a. bzw. in % ggü. Vorjahr

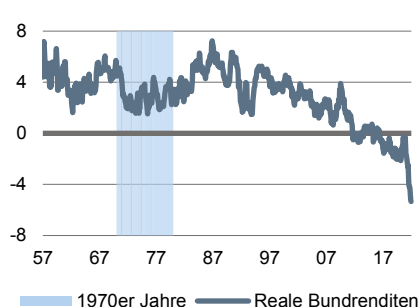


Quellen: Deutsche Bank Research, IWF

1957-2021: Inflationsbereinigte
Bundrenditen

40

in % p.a.

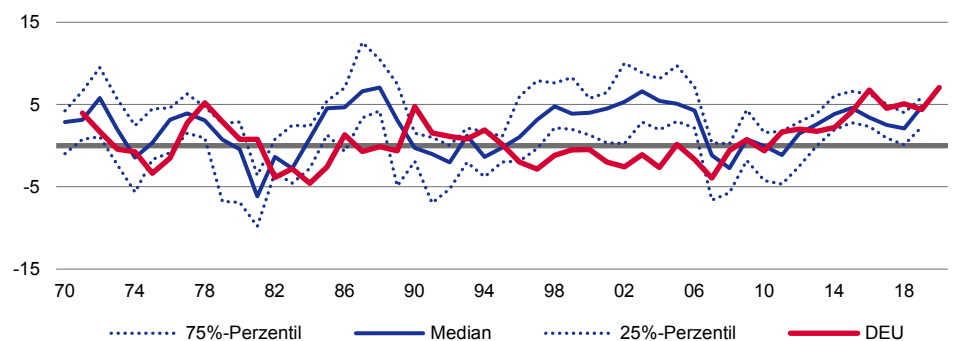


Quellen: Deutsche Bank Research, IWF

1970-2020 Reale Hauspreise: Deutschland und 22 OECD-Industrieländer

41

in % gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

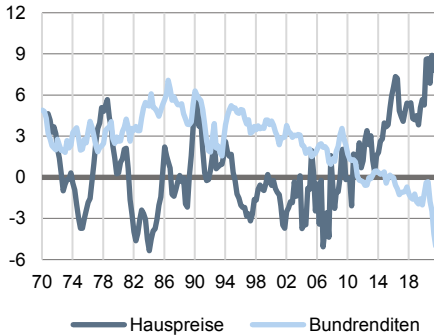


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

1970-2021 Reale Daten:
Zinsen vs. Hauspreise

42

in % p.a. bzw. % gg. Vj.

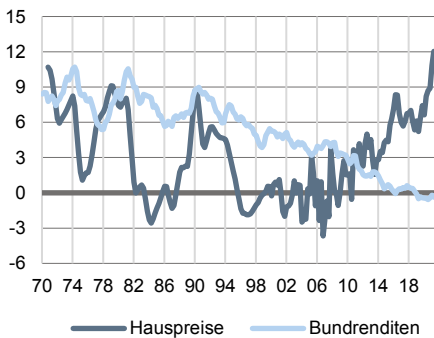


Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1970-2021 Nominale Daten:
Zinsen vs. Hauspreise

43

in % p.a. bzw. % gg. Vorjahr



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

5.2 Was können wir von den 1970er Jahren für heute lernen?

Unser historischer Rückblick zeigt, dass insbesondere das hohe Wachstum der Hauspreise und Mieten einen relativ großen Inflationsschutz bot. Auch das nominale Kreditvolumen bot einen Inflationsschutz, da die Schuldner bei hoher Inflation weniger Kaufkraft zurückzahlten, als sie sich geliehen hatten. Jedoch waren die Realzinsen klar positiv und relativ konstant. Die Gläubiger preisten die höhere Inflation also regelmäßig in ihre Zinskalkulation ein. Entsprechend konnten die Investoren wohl nicht von niedrigen und insbesondere negativen realen Finanzierungskosten profitieren. Im Folgenden diskutieren wir den potenziellen Inflationsschutz aus heutiger Sicht. Hierbei berücksichtigen wir insbesondere das veränderte regulatorische und geldpolitische Umfeld.

Ausblick: Hauspreise dürften zumindest kurzfristig mit der Inflationsrate zulegen. Mieterhöhungen dürften aber als Inflationsschutz weitestgehend ausfallen

Trotz der vielen Markteingriffe finden, abgesehen von den gesetzlichen Vorgaben zu den Nebenkosten, bisher heute keine Eingriffe in die Preisgestaltung am Wohnungsmarkt statt. Käufer und Verkäufer dürfen den Preis frei aushandeln. Wir denken, solange der Wohnraum knapp ist, dass die Verkäufer eine Inflationsentschädigung erwarten und diese durchsetzen können. Bereits im Jahr 2021 legten einige Preisindizes womöglich wegen der hohen Inflationsrate besonders kräftig zu. Die Hauspreise dürften also auch heute einen relativ großen Inflationsschutz bieten. Dies dürfte so lange gelten, bis es zu deutlichen Leerständen am Wohnungsmarkt kommt und die Käufer und Mieter wieder unter mehreren Angeboten wählen können.

Die Mieten dagegen dürften, wie oben beschrieben, aufgrund der anvisierten Verschärfung der Wohnungspolitik der Ampelkoalition in den kommenden Jahren nur geringfügig zulegen. Dies gilt wohl auch bei einem kräftigen Inflationsschub. Die Absenkung der Kappungsgrenze deckelt die durchschnittliche jährliche Mieterhöhung bei den Bestandsmieten in angespannten Wohnungsmärkten auf 3,66% pro Jahr. Vielerorts dürfte die ortsübliche Vergleichsmiete nur noch niedrigere Erhöhungen erlauben. Zudem dürften reale Mieterückgänge von der Politik als willkommener Ausgleich zu der sehr investorenfreundlichen Entwicklung der Hauspreise in den vergangenen Jahren begrüßt werden. Index- und Staffelmieten können Abhilfe schaffen. Jedoch sind diese in Deutschland eher unüblich und die Mieter dürften diese tendenziell ablehnen. Als Inflationsschutz dürften Mieterhöhungen großenteils ausfallen.

Ausblick: Kreditaufnahme schützt bei sinnvoller Mittelverwendung vor Inflation

Deutschland hat mit rund 60% relativ zum BIP eine sehr geringe Verschuldung der privaten Haushalte. Die anderen Industrieländer weisen eine durchschnittliche Quote von 80% auf. Zudem liegen die Hypothekenschulden in Deutschland relativ zum BIP heute bei rund 47% und damit auf dem Niveau im Jahr 2009, zwischendurch fiel das Verhältnis sogar auf unter 40%. Eine höhere Kreditaufnahme könnte viele Investoren effektiv vor Inflation schützen. Diese Maßnahme setzt aber eine erfolgreiche Mittelverwendung voraus. Die Wohnimmobilie zu modernisieren, zum Beispiel um bereits heute künftige Nachhaltigkeits- und Klimaschutzziele zu erfüllen, könnte sinnvoll sein. Zudem besteht vermutlich eher früher als später für viele Investoren eine Sanierungspflicht.

Alternativ könnten die aufgenommenen Mittel in andere Kapitalanlagen fließen. Im Gewerbeimmobilienmarkt sind Indexmieten und kurze Laufzeiten durchaus üblich. Hier könnte folglich ein hoher Inflationsschutz vorliegen. Auch der Kauf von Unternehmensanteilen könnte ein sinnvoller Portfoliobaustein sein. Jedoch



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Rendite von deutschen Anlageklassen

44

in % pro Jahr	Finanzmarkt		Wohnungsmarkt		
	Aktien	Anleihen	Preise	Mieten	Insgesamt
Nominal					
1970-1980	2,2	8,1	6,3	4,9	11,5
1980-1990	15,9	8,2	1,7	4,2	5,9
1990-2000	12,1	8,5	1,7	5,2	7,0
2000-2010	-0,9	5,8	-0,1	4,4	4,4
2010-2020	9,2	4,3	5,2	6,1	11,6
Real					
1970-1980	-2,6	3,0	1,1	-0,2	0,9
1980-1990	12,8	5,3	-0,9	1,6	0,7
1990-2000	9,6	6,1	-0,2	2,7	2,6
2000-2010	-2,5	4,1	-1,4	2,8	1,4
2010-2020	7,7	2,8	4,0	4,8	9,0

Anmerkung: Die impliziten Inflationsraten sind nur Näherungsweise gleich, was auf unterschiedlichen Quellen beruht.

Quellen: OECD, Bloomberg Finance LP, Reid, Jim (2021) Long-term Asset Return Study. Deutsche Bank Research

Makroprudenzielle Regulierung des Wohnungsmarktes birgt Zielkonflikt für den Neubau

45

Die Verschärfung der regulatorischen Vorgaben ist aus Bewertungssicht und unter Risikoaspekten nachvollziehbar. Jedoch reduzieren die geplanten und potenziell weiteren regulatorischen Forderungen nicht nur Risiken, sondern dämpfen womöglich auch den Neubau. Zumindest partiell wird damit das ursprüngliche Ziel, Boom-Bust-Zyklen und deren negativen Auswirkungen auf den Finanzsektor und die Realwirtschaft zu verhindern, konterkariert.

Die makroprudenzielle Regulierung war stark beeinflusst von der Finanz- und Eurokrise und in der akademischen Literatur wird Kreditwachstum und laxer Kreditstandards regelmäßig als Mitverursacher für Fehlallokationen im Finanzsektor und Hauspreisblasen identifiziert. Unseres Wissens nach wird hierbei aber nicht zwischen der tendenziell preiserhöhenden Kreditvergabe für Bestandsobjekte und der tendenziell preisdämpfenden Kreditvergabe für neue Objekte unterschieden.

In Deutschland, aber wohl auch in vielen anderen Ländern, wird das Kreditvolumen nur aggregiert erhoben. Womöglich ist dies die größte makroprudenzielle Regulierungslücke. Das Fehlen dieser Daten verhindert gezielte Markteingriffe mit nur geringen Nebenwirkungen.

Quelle: Deutsche Bank Research

Pandemie plus ultralockere Geld- und Fiskalpolitik verursachten Flucht in Sicherheit

46

Die hohe Unsicherheit und die Fortsetzung der Niedrigzinspolitik bewirkte eine Flucht in Realvermögen. Die Wohnungspreise erhöhten sich von Anfang 2020 bis Ende 2021 durchschnittlich über 40 OECD-Länder um mehr als 10%.

Quelle: Deutsche Bank Research

zeigt ein Blick auf die Renditen in den 1970er Jahren, dass nicht alle Investition in dieser Anlageklasse von hoher Inflation profitieren müssen. So lag die durchschnittliche DAX-Rendite, welche sowohl Kursgewinne als auch Dividenden berücksichtigt, bei nur etwas über 2% pro Jahr. Vermutlich dürften Unternehmen mit einem relativ hohen Fremdkapitalanteil, aber trotzdem einer eher risikoarmen Finanzierungsstruktur, mit einem etablierten Geschäftsmodell und insbesondere mit Kunden, die Preiserhöhungen akzeptieren, höhere Renditen erzielt haben. Auch Rohstoffe, deren Preise von den globalen geopolitischen Spannungen, der Digitalisierung und der von der Klimapolitik induzierten Nachfrage nach neuen Energieträgern getrieben werden, könnten höhere Renditen abwerfen. Unternehmensanteile und Rohstoffe können auch deshalb ein attraktiver Portfoliobaustein sein, weil sie typischerweise sehr geringe Korrelationen mit Wohnimmobilienrenditen aufweisen. Folglich könnten Investoren von konservativ finanzierten Wohnimmobilien von einer höheren Kreditaufnahme profitieren.

Insbesondere riskante Projekte und Finanzierungen dürften aber regulatorischem Gegenwind ausgesetzt sein.

Diese Aussage gilt aber wohl nicht für riskante Finanzierungen und Projekte. Risikofreudige Investoren wurden in den vergangenen 13 Jahren regelmäßig belohnt. Nun droht aber das Ende des Hauspreiszyklus und ein verschärftes makroprudenzielles Umfeld. Die Bundesbank sieht die deutschen Hauspreise als bis zu 40% überbewertet an. Auch der bei der EZB angesiedelte ESRB (European Systemic Risk Board) spricht von deutlichen Überbewertungen. Die Regulierer sehen wohl auch das jüngst kräftig gestiegene Kreditwachstum mit Sorge. Ende des Jahres 2021 wuchsen die Hypothekarkredite mit mehr als 7% gegenüber Vorjahr, ein 20-Jahreshoch. Diese Entwicklungen hat die Bafin wohl dazu bewegt, einen antizyklischen Kapitalpuffer von 0,75% der risikogewichteten Aktiva und einen sektoralen Systemrisikopuffer von 2,0% der risikogewichteten Aktiva auf mit Wohnimmobilien besicherte Kredite einzuführen. Alle wesentlichen Banken haben ausreichend Eigenkapital, um diese neuen Vorgaben, die ab 1. Februar 2023 gelten sollen, zu erfüllen. Jedoch ist diese deutliche Anhebung von jeweils aktuell 0% ein klares Signal für weitere Verschärfungen.

Auch könnten weitere makroprudenzielle Vorgaben folgen, zum Beispiel einkommensbezogene Instrumente. Obergrenzen für die Schuldendienstfähigkeit und Kreditobergrenzen in Abhängigkeit von der Einkommenshöhe könnten das Ausfallrisiko reduzieren und damit zu risikofreudige Kreditnehmer und Kreditgeber schützen. Des Weiteren könnten schuldnerbasierte Instrumente für die Begrenzung der Kreditvergabe für Wohnimmobilien eingeführt werden. Diese würden der BaFin erlauben, eine Obergrenze für den Beleihungswert und eine Amortisationsanforderung, d.h. eine Forderung über die prozentuale Kredittilgung nach einer bestimmten Zeit, festzulegen. Beide Instrumente dienen hauptsächlich dazu, im Falle eines Kreditausfalls das Bankensystem zu schützen. Bevor wir auf die Konsequenzen für Zinsen und Risikoprämien eingehen, schauen wir kurz auf die Inflation.

Zahlreiche Faktoren sind potenzielle Inflationstreiber: Pandemie, Krieg, geopolitische Spannungen, Klimapolitik, Demografie und eine lockere Fiskalpolitik

Zu Beginn des Jahres 2020 schockte die Pandemie die Geld- und Anleihemärkte. Dem setzten die Zentralbanken massive geldpolitische Impulse entgegen und die Marktzinsen fielen. Auch die europäischen Regierungen legten große Fiskalpakete auf und kurbelten die Nachfrage an. Diese Maßnahmen führten auch aufgrund der Lieferkettenengpässe zu einem starken Anziehen der Inflationsraten. Wenige warnten frühzeitig vor den sowohl pandemiebedingten



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

als auch strukturellen Inflationsrisiken. Zunächst wurden diese Preissteigerungen oftmals als temporär bezeichnet. Nun aber scheinen sich die Vorzeichen zu ändern. Nicht zuletzt auch vor dem Hintergrund des Krieges in der Ukraine scheinen sich dauerhaft höhere Inflationsraten zum Konsensus unter Volkswirten entwickelt zu haben. Auch die EZB hat jüngst zumindest kommunikativ die Zinswende eingeläutet. Dies ist wohl größtenteils der erdrückenden Faktenlage zuzuschreiben. So liegen Einfuhr- und Produzentenpreise am aktuellen Rand bei rund 20% ggü. Vorjahr. Die Unternehmen können die Produktivität steigern, geringere Gewinnmargen akzeptieren oder den Preisdruck an ihre Kunden weitergeben. Angesichts voller Auftragsbücher dürften viele Unternehmen an der Preisschraube drehen. Auch strukturelle Faktoren wie die bevorstehende Rentenwelle und somit ein potenziell erhöhter Lohndruck, eine Kostenwelle aufgrund der Klimapolitik, kontinentale Wertschöpfungsketten, die globale ersetzen, und die geopolitischen Spannungen sprechen für eine dauerhaft höhere Inflationsrate. Kurzum, es gibt viele Faktoren, die die aktuelle Inflation von rund 5% über der Zielmarke von 2% halten könnten.

Hohe Inflationsraten würden die Zinsen kräftig steigen lassen. Die makroprudenzielle Regulierung würde wohl die Risikoprämien erhöhen.

Hohe Inflationsraten implizieren eine restriktivere Geldpolitik. Wir erwarten das Ende der Nettoanleihekäufe im dritten Quartal 2022 und die erste Leitzinserhöhung um 0,25% im September. In Anschluss erwarten wir vierteljährlich weitere Zinsschritte, sodass der Einlagensatz Mitte 2023 bei +0,50% liegen würde. Auch die Kapitalmarktzinsen dürften weiter anziehen. Vor dem Krieg sind die Bundrenditen von -0,39% im Dezember auf aktuell rund 0,50% gestiegen. Zwischenzeitlich verursachte der Krieg in der Ukraine nur einen temporären Renditeverfall. Wir prognostizieren einen weiteren Anstieg im Jahresverlauf auf 0,80%. Die 10-jährigen Swap-Raten erhöhten sich noch kräftiger und liegen am aktuellen Rand bei über 1,00%. Im Jahresverlauf erwarten wir einen Anstieg auf über 1,20%. Für das Jahresende 2022 prognostizieren wir, dass die 5-10-jährigen Hypothekenzinsen auf 2,45% zulegen. Bis Ende des Jahres 2023 könnte die EZB gezwungen sein, die Geldpolitik weiter zu straffen, die Hypothekenzinsen könnten dann bei 2,95% notieren. Das Niedrigzinsumfeld könnte also zumindest temporär der Vergangenheit angehören und Zinssicherungen könnten oftmals ein probates Mittel zum Finanzierungs- und Vermögensschutz sein.

Trotz dieser anvisierten Zinsanstiege dürften die Realzinsen sehr niedrig sein und damit die Kreditnachfrage hoch bleiben. Hiermit besteht die Gefahr, dass das Kreditwachstum und die Hauspreise weiterhin rasant zulegen. Daher dürfte wie oben beschrieben die makroprudenzielle Regulierung kräftig gegensteuern, um das Kreditangebot insbesondere für risikofreudige Investoren zu reduzieren. In diesem Umfeld werden insbesondere riskante Finanzierungen zunehmend unter regulatorischen Beschuss kommen. Banken haben dann angesichts knappen regulatorischen Eigenkapitals immer weniger Anreize, riskante Projekte oder diese nur noch mit deutlichen Risikoaufschlägen zu finanzieren. Der Inflationschutz für riskante Projekte könnte sich insbesondere bei der nächsten Refinanzierungsrunde über hohe Risikoaufschläge schnell als Fehlkalkulation entpuppen. Konservativ finanzierte Projekte können dagegen eher von einer höheren Kreditaufnahme profitieren. Hier haben Banken deutlich höhere Anreize, Kredite anzubieten.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

5.3 Bewertung: Kompliziertes Zusammenspiel von Inflation und Zinsen

Hier berechnen wir mit unserem Bewertungsmodell den Einfluss der Inflation auf theoretische Preise. Ausgehend von unseren Basisannahmen teilen wir die Preise und Mieten in einen realen und einen preislichen Teil auf. Zudem definieren wir für jede Variable einen Faktor, der im [0,1]-Intervall liegt. Hierbei steht eine 0 für gar keinen Einfluss und eine 1 für eine volle Berücksichtigung der höheren Inflation auf die jeweilige immobilienwirtschaftliche Variable. Für die Hauspreise unterstellen wir eine 1, also eine volle Berücksichtigung der Inflation. Das hohe Preiswachstum in den Pandemie Jahren war vermutlich bereits von der anziehenden Inflation mitverursacht und wir denken, es dürfte auch künftig vollständig in das Preiswachstum und damit den Wiederverkaufswert am Ende der Investitionsphase einfließen. Den Mietenfaktor setzen wir dagegen lediglich auf 0,2. Zudem unterstellen wir eine Inflationsrate von 1%, was ungefähr der durchschnittlichen Inflationsrate der letzten Dekade entspricht. Grafik 47 fasst die erweiterten Basisannahmen zusammen.

In unserem Bewertungsmodell führen höhere Inflationsraten über höhere Mieten und insbesondere höhere Hauspreise zu einem kräftigen Anstieg fairer theoretischer Preise. Dabei halten wir das reale Preis- und Mietwachstum konstant, sodass alle Bewertungsveränderungen inflationsinduziert sind. Durch bereits eine Erhöhung der Inflation von 1% auf 2% bei konstanten Hypothekenzinsen in Höhe von 1,19% erhöht sich unter unseren Annahmen der faire Quadratmeterpreis von EUR 3.600 auf über EUR 6.000. Mit anziehender Inflation dürften auch die Zinsen höher notieren. Daher ist dies eher eine Überzeichnung der zu erwartenden Wirkung. Bei einem Hypothekenzins von 2,5% sinkt der faire Preis auf EUR 5.800, bei einem Zins von 3,5% auf EUR 5.500. Höhere Hypothekenzinsen dämpfen den fairen Preis also eher geringfügig, zumindest im Vergleich mit der großen Wirkung der Hauspreise. Grafik 48 zeigt das Zusammenspiel von Preisen, Mieten und Hypothekenzinsen. Auch eine erhöhte Kreditaufnahme erhöht die fairen theoretischen Preise, allerdings ähnlich geringfügig wie eine Zinsänderung. Als sehr grobe Faustregel gilt: Eine Absenkung des Eigenkapitalanteils um 1%-Punkt erhöht die fairen Preise um rund 10 Euro. Allerdings gilt dies, wie wir oben bereits dargelegt haben, nicht für die Eigenkapitalrendite, welche sehr reagibel auf eine Absenkung der Eigenkapitalquote reagiert. Das Zwischenfazit lautet also: Wohnimmobilien bieten unter unseren Annahmen vor allem über höhere Preise einen Inflationsschutz.

Erweiterte Basisannahmen für Barwertmodell zur Abschätzung des Einflusses der Inflation auf die Bewertung 47

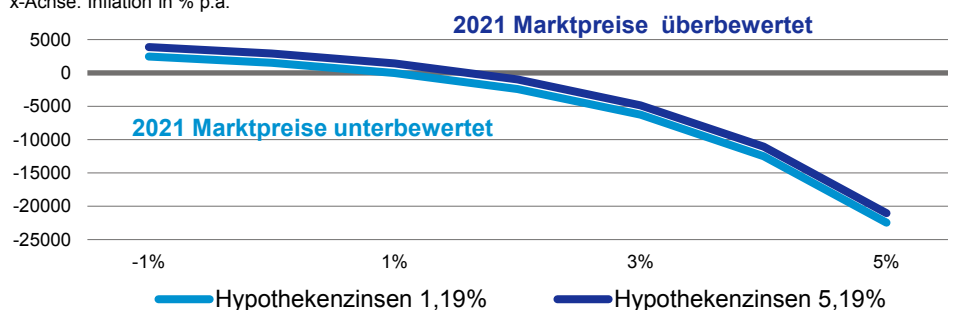
alle Angaben in % p.a. bis auf Ausnahmen

Inflation	
CPI	1,0%
Einflussfaktor [0,1]-Intervall	
Preiswachstum	1,00
Mietwachstum	0,20
Reale Variablen	
Preiswachstum	3,2%
Mietwachstum	1,8%
Nominale Variablen	
Preiswachstum	4,2%
Mietwachstum	2,0%

Quelle: Deutsche Bank Research

126 Städte: Inflationsinduzierte Bewertung vs. Marktpreis 48

y-Achse: Überbewertung in EUR pro qm
x-Achse: Inflation in % p.a.

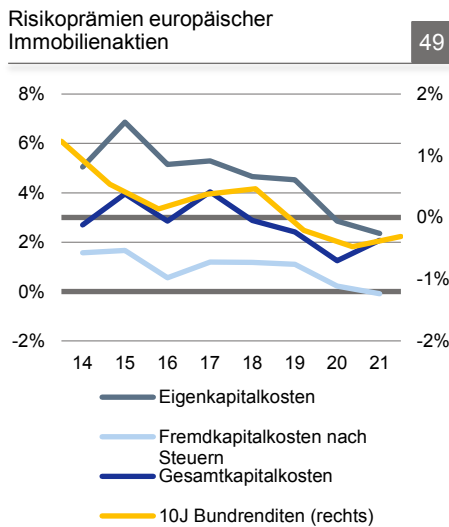


Quelle: Deutsche Bank Research



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Risikoprämien könnten abrupt steigen und eine Neubewertung auslösen



Quellen: Aswath Damodaran, Deutsche Bank Research

Die bisherige geringe Zinsreagibilität unseres Bewertungsmodells gilt jedoch nur unter unseren Annahmen. Diese erweitern wir nun und variieren auch die Diskontierungsfaktoren. In den letzten Jahren fielen laut Berechnung von Aswath Damodaran und unseren eigenen die Risikoprämien für europäische Immobilienaktien zusammen mit den Staatsanleiherenditen. Ähnliche Entwicklungen kann man auch für den deutschen Wohnungsmarkt vermuten. Folglich würden dann höhere Zinsen nicht nur eine höhere Bundrendite, sondern womöglich auch eine höhere Risikoprämie nach sich ziehen. Dabei vermuten wir, dass sich solche generellen Bewertungsparameter abrupt verändern. Solange insbesondere institutionelle Investoren eine weitere Erhöhung der Immobilienquoten anstreben und damit den marginalen Investor im deutschen Wohnungsmarkt darstellen, haben wie eben dargelegt kleine Zinsänderungen eine geringe Auswirkung. Dies gilt auch deshalb, weil bei steigenden Zinsen Anleihen sehr unattraktiv sind. Über eine Phase steigender Zinsen als Folge einer hohen Inflation sind Anleihen ein garantiertes Verlustgeschäft, und zwar bis zu dem Zeitpunkt, an dem die Zinsen nicht weiter steigen. Dies gilt generell, aber in besonderem Maße, wenn der Ausgangspunkt die historischen Null- und Negativzinsen der jüngeren Vergangenheit ist. Zudem können bei einer massiven Neubewertung im Anleihemarkt Investoren immer größere Risikoprämien einfordern, wodurch sich ihr Markteinstieg weiter verzögert und die Anleihepreise noch weiter nachgeben, bevor private Investoren die Renditen wieder als attraktiv betrachten.

Bis dahin dürfte der deutsche Wohnungsmarkt ein attraktives Substitut für Anleihen bleiben. Ab einem gewissen Zinsniveau jedoch könnte es bei weiter steigenden Zinsen zu der angesprochenen abrupten Neubewertung kommen. In dem Moment, in dem Anleihen wieder attraktive Renditen abwerfen, könnte die Nachfrage nach Wohnimmobilien praktisch über Nacht kollabieren. Diesen Kippunkt zu bestimmen, ist schwierig. Basierend auf unseren Erfahrungen, der Unterdeckung bei vielen Pensionsfonds und den in den letzten Jahren regelmäßig gefallen Mietrenditen im Wohnungsmarkt dürfte er wohl bei Bundrenditen zwischen 2% und 4% zu verorten sein. Wie unsere Analyse der Bewertungen in A-Städten, B-, C- und D-Städten gezeigt hat, impliziert dies heftige Bewertungsreaktionen. Bereits eine Erhöhung des Abzinsungsfaktors von 367 (Teil der Basisannahmen) auf 467 Basispunkte reduziert den fairen Modellpreis von EUR 6.000 auf rund EUR 2.000. Makroprudenzielle Regeln und Geldpolitik dürften versuchen, eine solche massive Neubewertung entweder zu verhindern oder zumindest zu glätten. Jedoch gelingt dies nur, wenn daraus keine neuen Inflationsimpulse entstehen.

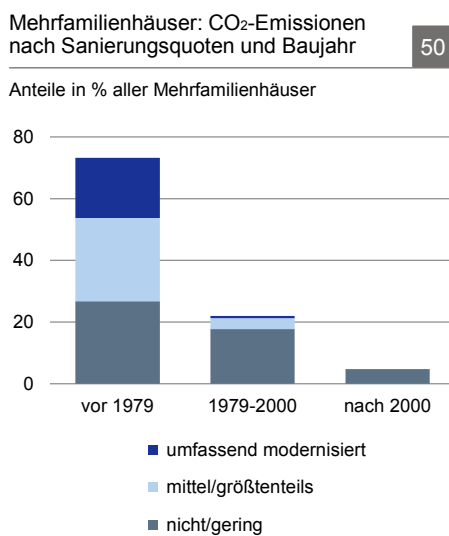
Die Inflationsspirale in den 1970er Jahren wurde erst zu Beginn der 1980er Jahre gebrochen. Der damalige Volcker-Schock, benannt nach dem damaligen Fed-Präsidenten, brachte die Inflation unter Kontrolle, gleichzeitig trug dieser Zinsschock entscheidend zur Lateinamerikakrise bei. Aufgrund dieser historischen Erfahrung sind die aktuellen globalen makroprudenziellen Risiken durchaus groß. Ein Zinsschock dürfte kaum ein auf Deutschland oder die Eurozone beschränktes Szenario sein, so steigen aktuell die Zinsen in UK und den USA kräftiger als in der Eurozone. Historisch erhöhen globale Wirtschafts- und Finanzkrisen die Nachfrage nach Wohnungen in Deutschland. Jedoch verliert dieses Argument mit jeder weiteren Preissteigerung an Gewicht. So könnte bei einer erneuten Flucht in Sicherheit der Nachfrageimpulse für den Wohnungsmarkt in Deutschland im Falle eines Zinsschocks deutlich geringer ausfallen, als dies traditionell der Fall ist.



6. Der Einfluss der Klimapolitik auf den deutschen Wohnungsmarkt

Nach Berechnungen der ARGE³ stieß der Wohngebäudesektor im Jahr 2020 132 Mio. t CO₂-Äquivalent aus.⁴ Damit liegen die Emissionen auf dem Niveau der Vorjahre. Nach unserer Abschätzung dürfen im Jahr 2030 nur noch rund 74 Mio. t emittiert werden.⁵ Dabei verteilen sich die Emissionen ungleich auf die verschiedenen Gebäudetypen. In Deutschland gibt es rund 16 Mio. Ein- und Zweifamilienhäuser und 3,2 Mio. Mehrfamilienhäuser.⁶ Der Anteil an der gesamten bundesweiten Wohnfläche aller Wohnungen in Mehrfamilienhäusern beträgt 40%. Die Treibhausgasemissionen der Mehrfamilienhäuser liegen ebenfalls bei rund 40% des gesamten Wohngebäudesektors.

Um die Emissionen zu senken, müssen insbesondere die vor dem Jahr 1979 errichteten Wohnungen saniert werden. In der Nachkriegszeit war Wohnraum äußerst knapp und die Qualität des Wohnraums zweitrangig. Erst mit den Ölpreiskrisen in den 1970er Jahren gewann Energiesparen an Bedeutung. Die 1. Wärmeschutzverordnung aus dem Jahr 1977 macht erstmals bauliche Vorgaben, um beispielsweise den Wärmeverlust bei Fenstern und den Wärmedurchgang bei Bauteilen zu begrenzen. Die zuvor erbauten Gebäude haben folglich oftmals eine besonders niedrige Energieeffizienz. Rund 73% aller Mehrfamilienhäuser wurden vor dem Jahr 1979 gebaut, ein Großteil vor allem in den Nachkriegsjahren. Sehr grob sind laut ARGE jeweils rund ein Drittel der 73% umfassend, größtenteils bzw. nicht/geringfügig modernisiert. Weitere 22% der Mehrfamilienhäuser wurden zwischen dem Jahr 1980 und 2000 und weniger als 5% nach dem Jahr 2000 errichtet.



Kühlung, Licht und Strom für Elektrogeräte spielen für die Emissionen der privaten Haushalte eine untergeordnete Rolle. Raumwärme und Warmwasser verursachen rund 90% der Emissionen. Entsprechend stehen die energetische Sanierung der Gebäude und insbesondere CO₂-arme Heizanlagen und Baumaßnahmen, welche einen Wärmeverlust verhindern, im Fokus. Um die CO₂-Ziele im Gebäudesektor zu erreichen, werden Öl- und Gaskessel voraussichtlich ersetzt. Laut Szenarien des Fraunhofer-Instituts werden im Jahr 2045 rund 90% aller Heizsystemen in Wohngebäuden Wärmenetze und Wärmepumpen sein.⁷ Wärmenetze erfordern vor allem kommunale Investitionen, dagegen sind Wärmepumpen gebäudespezifische Anlagen.

Energetische Sanierungen erhöhen noch die Bewertungen

Basierend auf unserem Bewertungsmodell schätzen wir die finanziellen Folgen der energetischen Sanierung für das oben beschriebene Mehrfamilienhaus mit 675 Quadratmetern Wohnfläche verteilt über 9 Wohneinheiten ab. Wir unterstellen direkt nach Erwerb eine standardmäßige Sanierung gemäß des Gebäudeenergiegesetzes. Wir kombinieren unser Bewertungsmodell mit Parametern und Berechnungen des INATECH bzw. Fraunhofer-Instituts.⁸ Für den Einbau ei-

³ Walberg, Dietmar, Timo Gniechwitz, Klaus Paare und Thorsten Schulze (2022). Die Zukunft des Bestandes. Bauforschungsbericht Nr. 82. Kiel, Februar, Wohnungsbau.

⁴ Zum Vergleich: das Statistische Bundesamt weist für die direkten CO₂-Emissionen der privaten Haushalte 125,8 Mio. t im Jahr 2019 aus.

⁵ Laut offizieller Rechnung emittiert der Gebäudesektor im Jahr 2020 rund 119 Mio. t CO₂ und das offizielle Ziel liegt bei 67 Mio. t im Jahr 2030. Auf Basis dieses Verhältnisses liegt das Ziel bei 74 Mio. t im Jahr 2030.

⁶ In den Mehrfamilienhäusern befinden sich rund 52% aller Wohnungen. Die durchschnittliche Wohnungsfläche in den Mehrfamilienhäusern beträgt 70 Quadratmeter.

⁷ Vgl. Brandes et al. (2021). WEGE ZU EINEM KLIMANEUTRALEN ENERGIESYSTEM, Fraunhofer-Institut für Solare Energiesysteme ISE, Freiburg, November 2021.

⁸ Stefan Hess et al. (2021). Techno-ökonomische und ökologische Perspektiven für Wärmepumpen im Mehrfamilienhaus-Bestand. DKV-Tagung 2021.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Investitionskosten für eine bivalente Wärmepumpe mit Gaskessel

51

Hülle Komponenten	EUR k
Fenster	16,8
Fassade	57,4
Dach	57,1
Unterer Geschossboden	18,1
Gerüst	4,2
Gesamt	153,5
Heizanlage Komponenten	
Gaskessel	5,3
Speicher Raumwärme	1,5
Speicher Trinkwarmwasser	1,7
Wärmepumpe Luft/Wasser	17,3
Gesamt	25,7
Kosten nach Förderung	
Förderquote	25%
Gebäudehülle	115,1
Heizanlage	19,3
Gesamt	134,4
pro Wohneinheit	14,9

Originaldaten: Stefan Hess et al. (2021): Kostenbasis Tabelle 7 und 8. Fläche des Mehrfamilienhaus 908 qm. Kosten per Dreisatz auf unser Mehrfamilienhaus mit 675 qm heruntergebrochen.

Quelle: Deutsche Bank Research

ner bivalenten Wärmepumpe mit Gaskessel als zweitem Wärmeerzeuger unterstellen wir Kosten von EUR 25.700. Die Sanierung der Gebäudehülle verursacht Kosten von EUR 153.500.⁹ Grafik 51 listet die Kosten für die einzelnen Komponenten auf. Nach Abzug der Förderquote müssen EUR 134.400 insgesamt bzw. EUR 14.900 pro Wohnung investiert werden. Sanierungen erlauben Mieterhöhungen um 8% der Investitionskosten. Folglich kann die Monatsmiete um rund EUR 1,30 pro Quadratmeter erhöht werden, was auch unterhalb der gesetzlichen Kappungsgrenzen für Mieterhöhungen nach einer Modernisierung liegt.¹⁰ In unseren 126 Städten würde die durchschnittliche einwohnergewichtete Miete folglich von EUR 10,20 auf etwa EUR 11,50¹¹ ansteigen. Für Investoren sind energetische Sanierungen auch deshalb attraktiv, weil somit Mieterhöhungen über die ortsübliche Vergleichsmiete erlaubt sind. Ausgehend von unseren Basisannahmen erhöht sich die Bewertung von EUR 3.600 pro Quadratmeter auf EUR 4.000 pro Quadratmeter. Der Wert der Wohnung steigt um rund EUR 30.000 pro Wohnung und damit mehr als doppelt so hoch wie die Investitionskosten. Auch die anfängliche jährliche Eigenkapitalrendite erhöht sich von 10,0% auf 10,8%. Die Berechnungen des Fraunhofer-Instituts für Solare Energiesysteme¹² implizieren auch einen Rückgang der CO₂-Emissionen um rund 75%. Damit könnten bei einer hohen Modernisierungsrate die CO₂-Emissionsziele im Jahr 2030 erreicht werden.

CO₂-Emissionsziel für das Jahr 2030 sehr ambitioniert

Umlage der Investitionskosten auf Miete

52

Modernisierungskosten	EUR
pro qm in Euro	199,18
8% ...umlage pro Jahr	15,93
8% ...umlage pro Monat	1,33
2021 vor Modernisierung	
Monatsmiete pro qm	10,18
Jahresmiete pro qm	122,13
2022 nach Modernisierung	
Neue Jahresmiete	138,06
Neue Monatsmiete	11,51

Quelle: Deutsche Bank Research

Allerdings gibt es auch viele Hindernisse auf dem Weg zu einem klimaneutralen Gebäudebestand. So weist ein Gaskessel deutlich geringere Investitionskosten auf. Der Einbau eines modernen Heizsystems heute verhindert faktisch, in den nächsten Jahrzehnten von noch modernerer Technik zu profitieren. Es gibt also auch Anreize, die Sanierung später durchzuführen. Des Weiteren können auch bauliche Hindernisse wie begrenzte Flächenverfügbarkeit für Erdsonden und Wärmepumpen bestehen. Viele Vermieter dürften auch die energetische Sanierung scheuen, weil viele Mieter eine Mieterhöhung mit einer Kündigung quittieren könnten. Basierend auf den Daten des Fraunhofer-Instituts finden wir in unserem Beispiel wie in vielen anderen Studien auch ein Investoren-Mieter-Dilemma. Die Betriebskosten für die 75-Quadratmeter-Wohnung können durch die energetische Sanierung kräftig sinken. Jedoch hängt dies stark davon ab wie teuer Öl und Gas sind. So lagen laut Heizspiegel im Jahr 2020, in dem die Energiepreise sehr niedrig waren, die Betriebskosten für Wärmepumpen über denen für Öl- und Gasheizungen. Im Jahr 2021 und auch 2022 dürften wohl die Wärmepumpen günstiger gewesen sein. Die Einsparungen liegen aber grundsätzlich unter den zusätzlichen Mietausgaben aufgrund der energetischen Sanierung. Diese legten um fast EUR 1.200 zu. Während in den Metropolen die Vermieter aufgrund des knappen Wohnraums zügig einen Mieterwechsel vollziehen können, reduziert dieses Dilemma wohl insbesondere außerhalb der Metropolen

⁹ Unser Mehrfamilienhaus hat 9 Wohneinheiten und 675 Quadratmetern Wohnfläche. Eines vom Fraunhofer-Institut beschriebenen Mehrfamilienhaus hat 12 Wohneinheiten und eine Wohnfläche von 908 Quadratmetern. Die Wärmepumpe kostet EUR 25.966, die Sanierung der Gebäudehülle rund EUR 206.515. Unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Wohnfläche berechnen wir die Kosten für unser Mehrfamilienhaus.

¹⁰ Zumindest wenn keine weitere Mieterhöhung in den letzten sechs Jahren zu berücksichtigen ist.

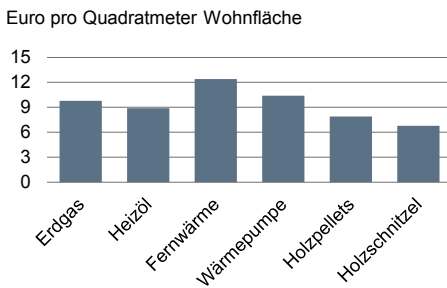
¹¹ Womöglich überzeichnen wir hier das Mietniveau. Da ein Großteil der energetischen Sanierungen insbesondere in den Metropolen und Großstädten stattfand, dürfte das Mietniveau dort auch wegen der Sanierungen kräftig gestiegen sein. Folglich könnte es sinnvoll sein, für diese Gebäude weitere Mieterhöhungen aufgrund energetischer Sanierung herauszurechnen. Diesen Effekt können wir nicht quantifizieren. Die Erhöhung der Monatsmiete um rund EUR 1,30 pro Quadratmeter und die generelle Auswirkung auf die Bewertung dürfte hiervon aber unberührt bleiben.

¹² Stefan Hess et al. (2020). Einsparung von CO₂-Emissionen und Betriebskosten durch Wärmepumpen in Mehrfamilienhäusern. System-Analysen im Projekt LowEx-Bestand.



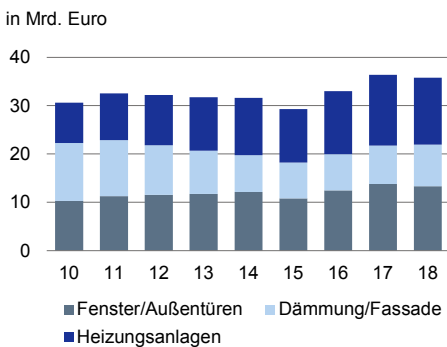
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

2020 Durchschnittliche Heizkosten 53



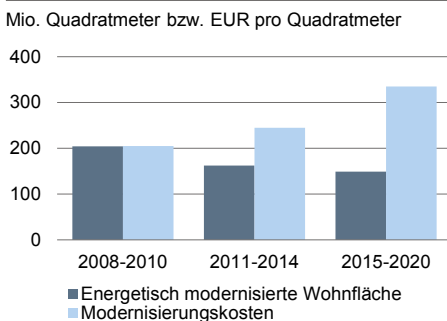
Quellen: heizspiegel.de, Deutsche Bank Research

2010-2018 Investitionen in energetische Wohngebäudesanierung ex PV 54



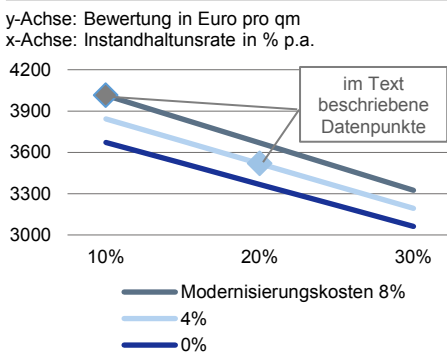
Quellen: Deutsche Bank Research, DIW

2008-2020 Energetische Modernisierung: Kosten und Fläche 55



Quelle: ARGE

126 Städte: Bewertung in Abhängigkeit von Instandhaltungsrate und Modernisierungskostenumlage 56



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

und in eher infrastrukturschwachen Regionen die Anreize zur energetischen Sanierung. Ebenso arbeitet die Bauindustrie seit Jahren an der Kapazitätsgrenze und insbesondere der weiter grassierende Fachkräftemangel verhindert eine höhere Sanierungsrate. Sie müsste wohl mindestens verdoppelt werden, um die CO₂-Ziele im Jahr 2030 zu erfüllen. Aktuell liegt diese bei rund 1% des gesamten Wohngebäudebestandes. ARGE weist zudem darauf hin, dass viele unsanierte Gebäude dem Bestandsersatz zuzuordnen sind. Abriss und Neubau könnten folglich kostengünstiger und womöglich auch emissionsarmer sein als eine Sanierung. Zudem sinkt tendenziell die sanierte Wohnfläche, während die Kosten steigen (Grafik 55). Der Baumaterialmangel dürfte die Kosten kräftig verschärft haben. Zu guter Letzt besteht ein Mikro-Makro-Dilemma. Die aufgezeigten Beispiele belegen die Wirtschaftlichkeit und CO₂-Reduktionen durch energetische Sanierungen. Laut DIW wurden vom Jahr 2010 bis 2018 rund EUR 360 Mrd. in die energetische Sanierung von Wohngebäuden investiert. Jedoch lassen sich bestenfalls geringe Rückgänge der CO₂-Emissionen für den bundesweiten Gebäudebestand in diesem Zeitraum feststellen.¹³ Viele Faktoren könnten hierbei eine Rolle spielen (siehe Grafik 58).

Bewertungsimplikation von verschärftem regulatorischem Umfeld

Unabhängig von den Ursachen zeigen alle diese Hindernisse, dass die Politik vermutlich noch restriktivere klimapolitische Maßnahmen ergreifen dürfte, um die CO₂-Ziele im Jahr 2030 nicht völlig aus den Augen zu verlieren. Bereits im Koalitionsvertrag hat die Ampel-Regierung ihre klimapolitischen Vorgaben verschärft. So sollen ab dem Jahr 2025 jede neu eingebaute Heizung auf der Basis von 65% erneuerbarer Energien betrieben werden. Ab dem Jahr 2024 sollen Aus-, Umbauten und Erweiterungen bei Bestandsgebäuden den Effizienzhausstandard 70 erfüllen. Um das Investoren-Mieter-Dilemma zu überwinden, soll ein Umstieg auf eine Teilwarmmiete geprüft werden. Damit könnten die Heizkosten zwischen Vermieter und Mieter aufgeteilt werden. Die Modernisierungskostenumlage soll in dieser neuen Regelung dann aufgehen. Die energetische Sanierung dürfte dann vermutlich aus Investorensicht weniger attraktiv sein. Es wäre auch keine Überraschung, wenn unter bestimmten Bedingungen eine Sanierungspflicht eingeführt würde. Die höheren Energiekosten aufgrund der steigenden CO₂-Preise dürften wohl schon in den nächsten Monaten zwischen Vermieter und Mieter aufgeteilt werden. Es wäre keine Überraschung, wenn die Ampelkoalition weitere Maßnahmen zulasten der Vermieter beschließen würde.

Angesichts dieser Lage könnten die Kosten einer Modernisierung in geringerem Maße als bisher die Miete erhöhen. Gleichzeitig könnte die Instandhaltung aufgrund der Klimapolitik, aber ebenso aufgrund von zunehmenden Klimaschäden deutlich ansteigen. Grafik 56 zeigt die Folgen in unserem Bewertungsmodell. Beispielsweise würde eine Verdoppelung der Instandhaltungskosten auf jährlich 20% und eine Halbierung der Modernisierungskostenumlage auf 4% den fairen theoretischen Wert von EUR 4.000 auf EUR 3.500 pro Quadratmeter reduzieren. Damit impliziert eine Sanierung ausgehend von den EUR 3.600 in unseren Basisannahmen einen Bewertungsverlust. Die anfängliche Eigenkapitalrendite fällt in diesem Beispiel von 10,8% auf 8,6%. Die neuen Vorgaben könnten also erheblich die Bewertung am Wohnungsmarkt beeinflussen und zum Zyklusende beitragen.

¹³ Stede, Jan, Franziska Schütze und Johanna Wietschel (2019). Wärmemonitor 2019: Klimaziele bei Wohngebäuden trotz sinkender CO₂-Emissionen derzeit außer Reichweite. DIW-Wochenbericht.

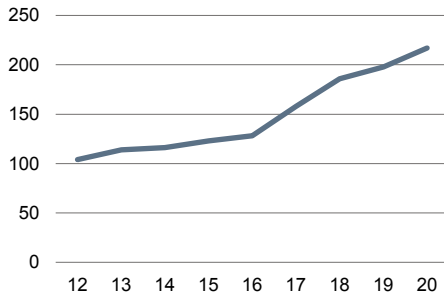


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Fachkräftemangel: Klempner, Sanitär, Heizung, Klimatechnik

57

Besetzungsdauer vakanter Stellen in Tagen



Berufsgruppe 342 gemäß Klassifikation der Berufe 2010

Quelle: Arbeitsagentur

Mikro-Makro-Dilemma: Trotz umfangreicher energetischer Sanierungen in Höhe von rund EUR 360 Mrd. vom Jahr 2010 bis 2018 sanken die CO₂-Emissionen in diesem Zeitraum kaum. Potenzielle Ursachen:

58

- Höhere Einwohnerzahl
- Höherer Flächenverbrauch pro Kopf
- Verringerte Dämmwirkung energetischer Sanierungsmaßnahmen im Zeitablauf
- Handwerkliche Fehler
- Inadäquates oder gar kontraproduktives Nutzerverhalten

Quelle: Deutsche Bank Research

Welche Art Marktsegmentierung ist zu erwarten?

Die Eigentümerquote hat sich in den Boomjahren kaum verändert und liegt weiterhin bei rund 47%. Im Durchschnitt ziehen deutsche Haushalte wohl ungefähr zehnmal im Leben um. Angesichts hoher Erwerbsnebenkosten beim Kauf eines Eigenheims oder einer Eigentumswohnung wohnen viele zur Miete. Zudem fehlt vielen Haushalten das nötige Eigenkapital. Die durchschnittliche Wohnung in Deutschland ist rund 70 Quadratmeter groß. Bei Kaufpreisen von rund EUR 3.600 in unseren 126 Städten beträgt der Nettokaufpreis EUR 252.000 und inklusive Nebenkosten der Bruttokaufpreis rund EUR 277.000. Bei einem Eigenkapitalanteil von 20% sind wenigstens EUR 55.000 Eigenkapital nötig. Das Finanzvermögen von in etwa der Hälfte der Haushalte reicht folglich nicht für den Kauf einer standardmäßig finanzierten Wohnung aus.¹⁴ Bereits historisch bestand diese Segmentierung, durch den Boom der letzten 13 Jahre hat er sich wohl substantiell verschärft. Die energetischen Sanierungen dürften hierfür ein Baustein sein. Denn gemäß unserem Beispiel erhöht sich der Bruttokaufpreis auf rund EUR 294.000 und das benötigte Eigenkapital auf fast EUR 59.000.

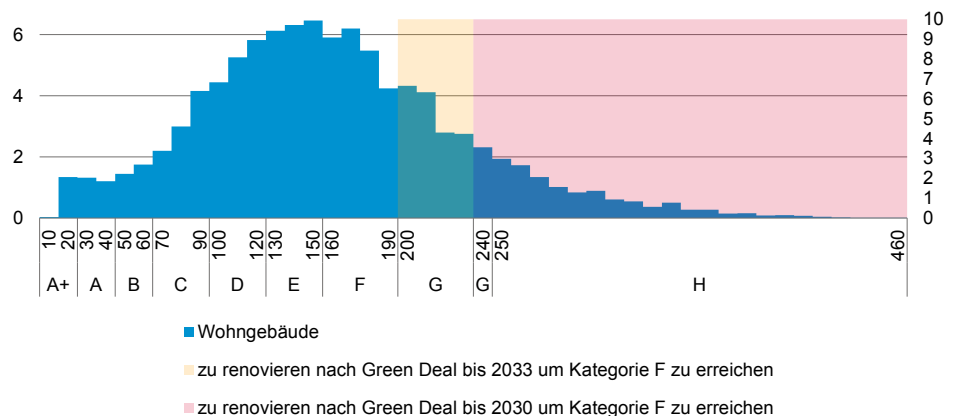
Zudem segmentiert die energetische Sanierung den Wohnungsmarkt in einen sanierten und einen unsanierten Teilmarkt. Wie oben beschrieben, erhöhen Sanierungen sowohl die Bewertung und damit potenziell den Marktpreis als auch die Mieten. Auch wenn unabhängig von Einkommen und Vermögen grundsätzlich eine große Bereitschaft da sein dürfte, einen Beitrag zum klimaneutralen Gebäudebestand zu leisten, dürften diese Mehrkosten den Konsum einschränken. Insbesondere private Haushalte mit niedrigem Einkommen und Vermögen könnten daher unsanierten Wohnraum präferieren. Die aktuelle Flüchtlingswelle könnte die Nachfrage nach günstigem Wohnraum weiter erhöhen, denn das Pro-Kopf-BIP in der Ukraine lag im Jahr 2021 bei rund EUR 3.500. Aufgrund der potenziell hohen Nachfrage nach günstigem Wohnraum könnte der Anteil der weder verkaufbaren noch vermietbaren Objekte, im Gewerbeimmobilienmarkt gerne als „Stranded assets“ tituliert, sehr gering sein und vermutlich eher außerhalb der Metropolregionen liegen.

Gleichzeitig dürfte das Angebot an unsaniertem Wohnraum sinken. Neben den nationalen Klimazielen gilt es auch, den Green Deal der EU umzusetzen. Dieser konkretisiert die Ziele für den unsanierten Gebäudebestand. So müssen die

Wohngebäude: Verteilung Heizenergieverbrauch

59

y-Achse: Anteil in % am gesamten Wohngebäudebestand
x-Achse: kWh pro Quadratmeter und deutsche Energieeffizienzklassen



Quellen: wohngebäude.info, Deutsche Bank Research

¹⁴ Grabka und Halbmeier (2019). Vermögensungleichheit in Deutschland bleibt trotz deutlich steigender Nettovermögen anhaltend hoch. DIW-Wochenbericht.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

15% der Gebäude mit den niedrigsten Energieeffizienzen bis zum Jahr 2030 saniert werden und weitere 15% mit niedrigen Energieeffizienzen bis zum Jahr 2033. Gebäude der Kategorie H und teilweise auch G (nationale Skala) müssen folglich bis zum Jahr 2030 und der Rest von G bis zum Jahr 2033 mindestens F erreichen. Zwar beziehen sich diese Vorgaben auf den gesamten Wohngebäudebestand, aber die Verteilung der Mehrfamilienhäuser dürfte ähnlich sein. ARGE weist daraufhin, dass die Umsetzung des Green Deals eine Erhöhung der Modernisierungsquoten von aktuell rund 1% auf bis zu 3% impliziert. Angesichts der zahlreichen oben beschriebenen Hindernisse scheint dies unrealistisch.

Einige Investoren, zum Beispiel ältere Kleinvermieter, die den Sanierungsaufwand scheuen, könnten gewillt sein zu verkaufen. Die Preise im unsanierten und schwer sanierbaren Teilmarkt könnten daher weniger stark steigen oder früher unter Druck kommen als im sanierten Teilmarkt. Opportunistische Investoren könnten hier eine Chance sehen, versuchen zu relativ günstigen Preisen einzukaufen und darauf spekulieren, dass eine von der Politik anvisierte Sanierungspflicht aufgrund der vielen oben beschriebenen Hindernisse zumindest in den nächsten Jahren nicht durchsetzbar ist.

7. Zusammenfassung und Ausblick für Deutschland, Metropolen und Metropolregionen

7.1 Marktpreise tendenziell überbewertet

Alle im Wohnungsmarktausblick 2021 vorgestellten Analyseansätze implizierten ein Zyklusende in dieser Dekade. Der mittlere Wert lag in etwa im Jahr 2024. Diese Analysen haben wir hier wiederholt und teilweise erweitert. Absolute Wohnungspreise europäischer und ebenso globaler Städte zeigen an, dass die deutschen Städte wie bereits in den Vorjahren in der Rangfolge der teuersten Städte weiter nach vorne gerückt sind. Setzt sich dieser Trend fort, dürften zumindest perspektivisch die Marktpreise sehr überbewertet sein. Zum Teil spiegelt dies aber lediglich die hohen deutschen Einkommen wider. Unter den 84 europäischen Städten, die die höchsten Preis-zu-Einkommens-Verhältnisse aufweisen, befinden sich lediglich 16 deutsche Städte. Die Analyse der OECD-Erschwinglichkeitsindizes zeigt dagegen für Deutschland deutliche Überbewertungen an und dies sowohl relativ zur nationalen als auch zur internationalen Historie. So liegen sowohl der Preis-zu-Einkommens- als auch der Preis-zu-Mietenindex deutlich über dem langfristigen nationalen Durchschnitt. Gleichzeitig zeigen internationale Vergleichswerte über mehrere Jahrzehnte, dass Schwellenwerte, die ein Zyklusende anzeigen, beim Preis-zu-Einkommensindex im Jahr 2023 erreicht werden und beim Preis-zu-Mietenindex bereits überschritten wurden.

Bewertung gemäß Barwertmodell spiegelt die Erwartungen von dauerhaft hohem Preiswachstum und dauerhaft niedrigen Zinsen wider

Auch unser Barwertmodell zeigt tendenziell Überbewertungen an. Es macht deutlich, welche Erwartungen aktuell eingepreist werden. So lassen sich die aktuellen Marktpreise beispielsweise rechtfertigen, wenn man ein dauerhaftes Preiswachstum von 4,2% pro Jahr erwartet. Angesichts des rasanten Wachstums in den vergangenen 13 Jahren von durchschnittlich fast 7% pro Jahr erscheint dies niedrig, jedoch wuchsen die Hauspreise in den fast 40 Jahren zuvor durchschnittlich mit lediglich 2,5% pro Jahr. Zudem ist über die letzten Jahrzehnte das Zinsniveau stetig gefallen, was wohl ein wesentlicher Preistreiber



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

war. Dies dürfte sich nicht wiederholen. Im Gegenteil, aufgrund der hohen Inflation drohen Zinserhöhungen. Diese verteuern womöglich nicht nur die Finanzierungskosten, sondern könnten zumindest langfristig auch zu einer Neubewertung der Diskontfaktoren führen. So sind in den letzten Jahren mit den niedrigeren Zinsen wohl auch die Risikoprämien gefallen und damit die Diskontfaktoren für die Bewertung künftiger Zahlungsströme. Ein Umdenken bei den Investoren kann die theoretisch fairen Preise kräftig reduzieren. Wir haben zudem dargelegt, dass diese Neubewertung bei stark steigenden Zinsen faktisch abrupt erfolgen könnte.

Unser Barwertmodell fördert zudem konkrete Alarmzeichen zutage. So ist die Bedeutung des Wiederverkaufspreises relativ zum Cashflow aus Mieteinnahmen in vielen Städten sehr groß. In einigen Städten implizieren unsere Annahmen sogar einen negativen Cashflow, sodass die Bewertung lediglich auf dem Wiederverkaufswert in der Zukunft beruht. Man kauft also, um zu einem noch höheren Preis in der Zukunft zu verkaufen. Damit ist ein klassisches Kriterium einer Blase erfüllt. Hierbei handelt es sich vor allem um Metropolen und einige süddeutsche Städte. Dort liegen die anfänglichen Eigenkapitalrenditen klar unter 3% pro Jahr.¹⁵ Es wird deutlich, dass die marginalen Investoren in diesen Städten Wohnungen wie eine Anleihe mit negativem Coupon preisen.

Im Durchschnitt liegen die anfänglichen Eigenkapitalrenditen aber bei rund 10% pro Jahr. Diese relativ hohen Renditen zeigen weiterhin die Attraktivität des Wohnungsmarktes für viele Investoren. Auch wenn man die Bewertungsparameter verändert, gilt diese Aussage grundsätzlich weiter. Für die Investoren bestehen damit weiterhin Anreize, die hohen anfänglichen Eigenkapitalrenditen verdienen zu wollen. Somit besteht die Gefahr, dass Investoren, insbesondere die erfolgsverwöhnten, weiter zukaufen. Es drohen noch höhere Überbewertungen. Makroprudenzielle Gegenmaßnahmen sind daher zu erwarten.

Vergleich von Ergebnissen des Barwertmodells mit den absoluten und relativen, nationalen und internationalen historischen Preisvergleichen

Die vielen unterschiedlichen Ansätze zur Bewertung von fairen Preisen wirft die Frage nach dem richtigen Maßstab auf. Die Erschwinglichkeitsindizes der OECD und das Barwertmodell zeigen Überbewertungen an. Die absoluten und relativen internationalen Preisvergleiche zeigen jedoch, dass deutsche Wohnungspreise keinesfalls aus dem Rahmen fallen. In dieser Diskrepanz spiegelt sich wohl die weltweit sehr lockere Geldpolitik seit der Finanzkrise wider. Diese hat, mit dem Ziel die Inflation anzuhäufeln, vor allem die Preise für Anleihen und als Konsequenz auch für Immobilien massiv erhöht. Die 10-jährigen Bundrenditen lagen nach dem zweiten Weltkrieg bis zum Jahr 2000 bei durchschnittlich rund 7% pro Jahr. Der tiefe Fall der Renditen bis in den negativen Bereich dürfte erklären, warum die Barwertmodelle tendenziell an Bedeutung verloren haben und in den vergangenen Jahren internationale Vergleiche zielführender für eine Markteinschätzung waren. Wenn der deutsche Wohnungsmarkt gemäß Barwertmodell überbewertet ist und hier und da Blasentendenzen zu zeigen beginnt, gilt dies folglich auch für einen Großteil der globalen Wohnungs- und vermutlich in ähnlichem Maße für alle Kapitalmärkte. Sehr verkürzt können Investoren nur zwischen unterschiedlich überbewerteten Märkten wählen.

Da mit den hohen Inflationsraten nun die Zinsen tendenziell anziehen, könnten immobilienwirtschaftliche Modelle wie das Barwertmodell wieder an Bedeutung gewinnen. Eine volle Rückkehr zu früheren Zinsniveaus bleibt aber angesichts

¹⁵ Hinweis: Warum sind die anfänglichen Eigenkapitalrenditen positiv? Die jährlichen Tilgungen erhöhen das Eigenkapital, reduzieren aber den Cashflow.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

der sehr hohen Verschuldung von vielen Staaten und Unternehmen eher unwahrscheinlich. Die EZB hat erstens bereits angekündigt, zumindest bis zum Jahresende 2024 die Anleihebestände auf ihrer Bilanz konstant zu halten und somit fällig werdende Anleihen zu ersetzen. Zweitens wird sie auch asymmetrisch weiterhin Staatsanleihen kaufen, um einen zu kräftigen Zinsanstieg bzw. das Einpreisen von marktadäquaten Risikoprämien zu verhindern. Entsprechend dürfte der richtige Bewertungsmaßstab für Immobilien in der Zukunft eine Mischung aus internationalen Vergleichswerten und den Bewertungen gemäß eines Barwertmodells sein.

7.2 Wohnimmobilien schützen nur bedingt vor Inflation

Investitionen in Wohnimmobilien schützen vor allem dann vor Inflation, wenn die Hauspreise und Mieten mit der Inflation anziehen. Im aktuellen Marktumfeld mit einem weiterhin begrenzten Wohnungsangebot dürfte eine höhere Inflation die Hauspreise erhöhen. Aufgrund der restriktiven Mietenregulierung dürfte die Mieterhöhung als Inflationsschutz aber weitestgehend ausfallen. Gleichfalls kann eine höhere Kreditaufnahme und niedrige Realzinsen vor Inflation schützen. Aufgrund dieser Situation dürften die Realzinsen noch einige Zeit negativ bleiben. Mit Fremdkapital finanzierte Investitionen in Wohnimmobilien profitieren also weiterhin davon, dass sie weniger Kaufkraft zurückzahlen als sie sich geliehen haben. Grundsätzlich ist dieser Effekt umso größer, je mehr Fremdkapital aufgenommen wird. Die hohe Inflation könnte also auch zu dem jüngst kräftigen Anziehen des Kreditwachstums beigetragen haben. Jedoch spricht aus unserer Sicht nicht nur das erwartete Zyklusende gegen hohe Beleihungswerte, sondern auch das makroprudenzielle Umfeld. Auf die jüngst verkündete Anhebung von Kapital- und Systemrisikopuffer durch die Bafin könnten deshalb weitere regulatorische Schritte folgen. Die Finanzierungskosten insbesondere für riskante Projekte und Finanzierungen dürften sich deutlich verteuern. Eine Kreditausweitung als Inflationsschutz dürfte deshalb vor allem für konservativ finanzierte Projekte mit relativ niedrigen Beleihungswerten interessant sein. Diese Überlegungen haben wir in unserem Barwertmodell abgebildet, wobei reale und preislichen Effekte getrennt wurden. Unser Modell impliziert über das kräftige Preiswachstum deutliche nominale Bewertungsgewinne mit steigender Inflation. Unser Rückblick auf die 1970er Jahre, die letzte Dekade mit hoher Inflation, verdeutlicht aber auch die Risiken. Die hohe Inflation wurde Anfang der 1980er Jahre mit einem Zinsschock eingedämmt. In der Folge wurden die realen Bewertungsgewinne der 1970er Jahre in den 1980er Jahren wieder einkassiert. Bleibt die Inflation hoch, droht ein ähnliches Szenario erneut. Geht heute mit höheren Zinsen auch eine Neubewertung der erwarteten Renditen einher, könnten die Diskontierungsfaktoren in unserem Modell deutlich anziehen. Dann würden die fairen theoretischen Preise nach unserem Bewertungsmodell deutlich fallen, der Markt wäre massiv überbewertet.

Pandemie und Flüchtlingswelle mit gegenläufigen Effekten auf die fundamentale Angebotsknappheit

Die Pandemie hat die Zuwanderung reduziert. Gleichzeitig wurde in den Pandemie-jahren der Neubau kräftig ausgeweitet. Folglich war die fundamentale Angebotsknappheit rückläufig. Unsere Berechnungen implizieren sogar einen Überschuss für das Jahr 2021. Die Flüchtlingswelle führt gemäß unseren Annahmen erneut zu temporären Engpässen im Jahr 2022. Gemäß unserer Projektion sind diese aber rasch wieder abgebaut. Dabei unterstellen wir in unseren Projektionen eine relativ kräftige Nettozuwanderung von mehr als 300.000 Personen pro Jahr. Die fundamentale Angebotsknappheit könnte also trotz einer hohen Zuwanderung in den kommenden Jahren dauerhaft überwunden werden.



Anvisierte Klimapolitik reduziert Bewertungen und Eigenkapitalrenditen

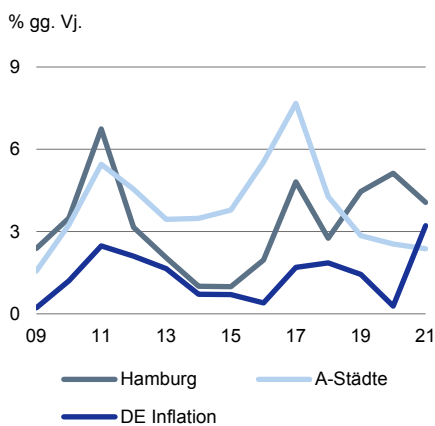
Unseren Berechnungen nach haben energetische Sanierungen die Bewertungen erhöht. Die Neuausrichtung der Klimapolitik dürfte die Anreize jedoch reduzieren. So könnte eine weitere Absenkung der Modernisierungskostenumlage energetische Sanierungen aus Investorensicht unattraktiv machen. Zudem werden Vermieter wohl einen Beitrag zum Klimaschutz leisten müssen. Faire theoretische Bewertungen gemäß unseres Barwertmodells könnten um einige hundert Euro fallen. Zudem reduzieren diese Kosten die anfänglichen Eigenkapitalrenditen. Die Klimapolitik macht den deutschen Wohnungsmarkt also tendenziell weniger attraktiv, ein weiterer Baustein zum Ende des Preiszyklus.

Fazit: Die große Botschaft lautet erneut: Der Zyklus wird sehr wahrscheinlich in dieser Dekade enden. Das Jahr 2024 halten wir weiterhin für plausibel

Unsere verschiedenen Preismodelle legen tendenziell ein baldiges Zyklusende nahe. Die Flüchtlingswelle und eine potenzielle höhere Inflation in den nächsten Jahren sind Faktoren, die das Zyklusende tendenziell aufschieben. Eine verschärfte Klimapolitik und geringere finanzielle Anreize zur energetischen Sanierung implizieren eher ein frühes Zyklusende. In der Summe dürfte sich die Lage gegenüber unserer Analyse im Wohnungsmarktausblick 2021 nicht verändert haben. Zudem ist unser subjektiver Eindruck, dass sich das Jahr 2024 als potenzielles Zyklusende verselbständigt hat. Viele Marktteilnehmer scheinen sich auf unsere Analyse aus dem Jahr 2021 zu beziehen. Wenn wir alle Faktoren also gegeneinander abwägen, dann könnte ein vorsichtiges Fazit erneut lauten: der Zyklus endet im Jahr 2024. Was für uns sehr wahrscheinlich ist, ist dass der Zyklus in dieser Dekade endet. Deshalb sehen wir, wie mehrfach betont, risikante Finanzierungen kritisch.

Inflation vs. Wiedervermietungsmieten in Hamburg und A-Städten

60



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

7.3 Sehr unterschiedliche fundamentale Markt- und Bewertungslagen in den jeweiligen Metropolen und Metropolregionen

Die fundamentale Angebotsknappheit endete in vielen Städten bereits. In den nächsten Jahren werden weitere dazukommen. Die Flüchtlingskrise wird unseren Abschätzungen nach nur temporär die Engpässe erhöhen. Dort wo es bereits einen Angebotsüberschuss gibt, dürfte die Zinssensitivität hoch sein. Folglich könnten die Preise dort früher aufgrund von Zinserhöhungen fallen. Unsere Projektionen legen nahe, dass dies unter den Metropolen vor allem Städte wie Bremen, Düsseldorf, Hamburg und Nürnberg sind. In Hamburg sind in den letzten beiden Jahren die Mieten kräftig gestiegen. Wir vermuten, dass das Mietwachstum sich wieder abschwächt. In den Metropolregionen ohne Berücksichtigung der Metropole gilt dies für die Städte in Rhein-Main und Rhein-Neckar. Lange bestehende Engpässe implizieren unsere Projektionen für Berlin, Köln, Hannover, Leipzig und Stuttgart.

Wenngleich unsere Berechnungen auch für München und Heidelberg ein Ende der Engpässe anzeigen, spiegelt dies wohl die Grenzen unserer Methodik wider. Der Münchner Markt dürfte sehr eng bleiben. Jedoch machen die hohen absoluten und relativen Marktpreise München zunehmend weniger attraktiv. Insbesondere internationale Investoren dürften aus unserer Sicht das Risiko höher einschätzen als die Renditechance. Die angezeigten Angebotsüberschüsse in Heidelberg könnten womöglich nur eine Momentaufnahme sein. Der Einbruch der Einwohnerzahl in einer Studentenstadt ist wohl Corona-bedingt und temporär. Eine erneute fundamentale Angebotsknappheit in Heidelberg wäre keine Überraschung.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Weiterhin gehen wir von besonders langen Zyklen für Berlin und Leipzig aus. Berlin ist mittlerweile ein europäischer Spitzenforschungs- und erstklassiger Unternehmensstandort und wir sehen Berlin weiterhin auf dem Weg zu einer globalen Metropole. Auch Leipzig profitiert von der immer stärker werdenden Berliner Wirtschaft. Zudem ist Leipzig von vielen Dörfern und kleinen Städten umgeben, die sehr infrastrukturschwach sind. Wir erwarten, dass der Wegzug dort weiterhin die Einwohnerzahl in Leipzig erhöht. Entsprechend dürfte die Wohnungsnachfrage in Leipzig strukturell hoch bleiben und den Zyklus über Jahre ankurbeln.

Unsere Analyse hat gezeigt, dass auch Städte innerhalb einer Metropolregion sehr unterschiedliche Wohnungsmärkte aufweisen. Für eine Markteinschätzung bedarf es daher oftmals eines individuellen Blicks auf die jeweilige Stadt. Trotz dieser Heterogenität besteht das Risiko, dass sobald der Zyklus in den ersten Städten bricht, dies Signalwirkung für den Gesamtmarkt hat. Der Zyklus endet auch in den Städten, in denen aufgrund der fundamentalen Marktlage und der Bewertungssituation noch höhere Preise gerechtfertigt wären.

8. Preisfad nach Zyklusende: Wohl eher verhaltene als massive Korrektur

Hier schätzen wir ab, wie sich die Hauspreise nach Erreichen des Gipfels entwickeln könnten. Basierend auf den OECD-Daten vergleichen wir dazu historische Verläufe der von uns oben identifizierten längsten internationalen Hauspreiszyklen. Wir berücksichtigen nur 20 Zyklen, da die restlichen zehn noch andauern. Dabei analysieren wir folgende Variablen: reale Hauspreise, Preis-zu-Einkommen, Preis-zu-Miete, langfristige Kapitalmarktzinsen, öffentliche und private Schulden, reales BIP und Inflation. Die Grafiken 62 und 63 zeigen sowohl den Median als auch Quintile. Im Jahr 2007 und 2008 endet ein Großteil der Zyklen. Dabei fallen in vielen Ländern nicht nur die Hauspreise, sondern auch das BIP. Zudem kollabierten eine Reihe von Unternehmen in der Finanzindustrie. Diese Systemkrisen unterscheiden sich massiv von isolierten immobilien-spezifischen Zyklusenden. Zu diesen Systemkrisen zählen wir auch die japanische Immobilienblase, welche im Jahr 1991 platzt. Sie war eine der größten Fehlallokationen der Wirtschaftsgeschichte und belastet die japanische Wirtschaft über mehr als ein Jahrzehnt. Insgesamt umfasst diese Gruppe, die wir „Systemkrise“ nennen, 13 Zyklen und die „Rest“-Gruppe folglich sieben Zyklen.

Massive Unterschiede zwischen Zyklusenden mit Systemkrise und ohne

Nach dem Gipfel fallen die realen Preise auf dem mittleren Preisfad. Nach einer Systemkrise ist ein Minus von 19% zu verzeichnen, dagegen fallen die Preise bei den anderen Zyklen nur um wenige Prozent. Ganz ähnliche Aussagen gelten auch für das Preis-zu-Einkommens- und das Preis-zu-Mieten-Verhältnis. Ebenso unterscheiden sich die langfristigen Kapitalmarktzinsen zwischen beiden Gruppen deutlich. Während der Systemkrisen halbieren sich die langfristigen Zinsen und fallen von 4,4% am Gipfel des Hauspreiszyklus auf 2,2% nach 5 Jahren. In der Restgruppe sinken die Zinsen lediglich von 5,5% auf 3,5% nach 2 ½ Jahren und im Anschluss erholen sie sich kräftig. Das Wirtschaftswachstum wächst in der Restgruppe weniger dynamisch als vor dem Gipfel. Es bleibt jedoch positiv. Dagegen fallen die Länder nach einer Systemkrise in eine Rezession. Nach fünf Quartalen wird der Tiefpunkt erreicht und die Wirtschaftskraft schrumpft um mehr als 3%. Die anschließende Erholung verläuft auf einem deutlich niedrigeren Wachstumspfad als vor dem Preisgipfel. Die Inflation verläuft in beiden Gruppen über die ersten vier Quartale ähnlich. Dann schlägt sich wohl die höhere Wirtschaftsdynamik in der Restgruppe auch in einem höheren Inflationpfad relativ zu den „Systemkrisen“ nieder. Sowohl die

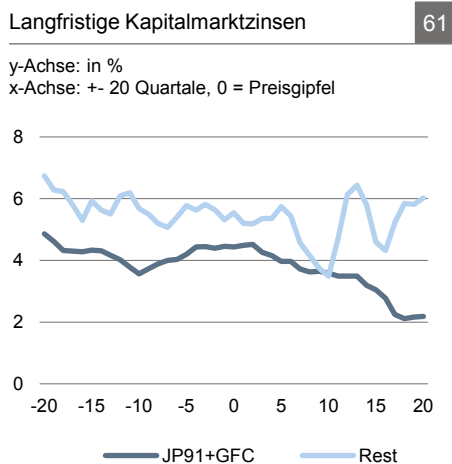


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Staats- als auch die Verschuldung der privaten Haushalte, jeweils gemessen relativ zum BIP, steigen nach dem Zyklusende kräftig an. Aufgrund der wirtschaftlichen Probleme nach einer Systemkrise vergrößern sich beide Schuldenvariablen in dieser Gruppe deutlich stärker.

Basisszenario für den deutschen Wohnungsmarkt: Isoliertes Zyklusende

Diese Analyse lässt sich gut auf das von uns avisierte Ende des deutschen Hauspreiszyklus übertragen. Unterstellt man ein Zyklusende im Jahr 2024 und weitere durchschnittliche jährliche Preiserhöhungen wie über den gesamten Zyklus, dann werden die deutschen Hauspreise im internationalen Vergleich teuer sein, aber nicht völlig aus dem Rahmen fallen. Zudem erwarten wir im Basisszenario keine Systemkrise. So könnte der Anpassungspfad eher der Restgruppe ähneln und die Preise lediglich um wenige Prozent nachgeben. Angesichts dieser historischen Vergleichsdaten halten wir unsere Einschätzung aus dem Wohnungsmarktausblick 2021 weiterhin für gerechtfertigt. Dort hatte unsere Kurzanalyse einen realen Preiserückgang von 8% über drei Jahre nahegelegt. Unterstellt man eine Inflation von 2% pro Jahr, dann wäre vom Jahr 2024 bis 2026 lediglich ein nominaler Preiserückgang um 2% zu verkraften. Bei hohen Inflationsraten dürfte der Preiserückgang tendenziell geringer sein. Unterstellt man im Jahr 2022 und 2023 ein Plus von erneut 7% pro Jahr und im Anschluss an die Korrekturphase das durchschnittliche nominale Preiswachstum vom Jahr 1970 bis 2008 von 2,5% pro Jahr, dann werden die Hauspreise im Jahr 2030 kumuliert um 24% höher liegen als im Jahr 2021. Auch diese Aussage trafen wir bereits im Wohnungsmarktausblick 2021.



Risikoszenario: Zyklusende plus weiteres Krisenelement

Unsere Analyse legt auch nahe, dass es aus historischer Perspektive bei massiv einbrechenden Hauspreisen typischerweise eine Krise in mehreren Wirtschaftssektoren gab. In Risikoszenarien kann man womöglich den Verlust der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Automobilbranche im Zuge des Trends zur E-Mobilität und zum autonomen Fahren oder massive Probleme bei der Energiewende diskutieren. Ebenso kann man eine Abwanderungswelle als Folge der kräftigen Zuwanderung in der Vergangenheit diskutieren. Wie wir bereits mehrfach betont haben, könnte es auch bei einer dauerhaft hohen Inflation kräftiger Zinserhöhungen bedürfen, um die Inflation wieder einzufangen. Auch dies könnte die Hauspreise deutlich stärker reduzieren, als wir dies in unserem Basisszenario annehmen.

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

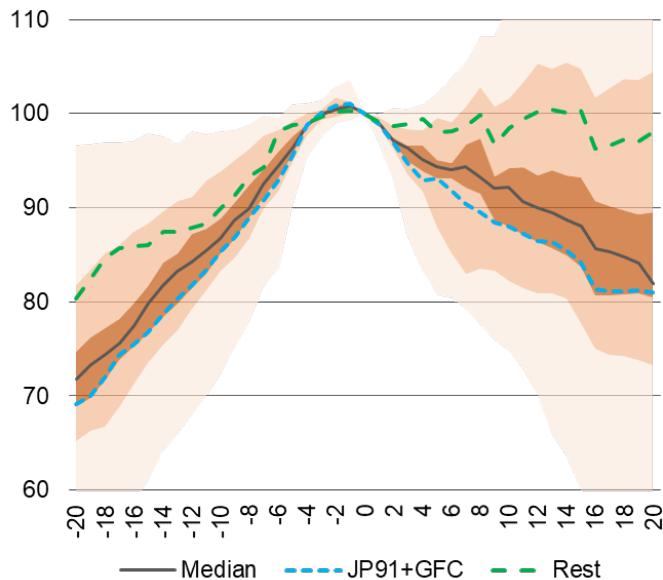


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Analyse der längsten, bereits geendeten 20 Zyklen in der OECD-Datenbank: Perzentil verschiedener Variablen rund um den jeweiligen Hochpunkt 62

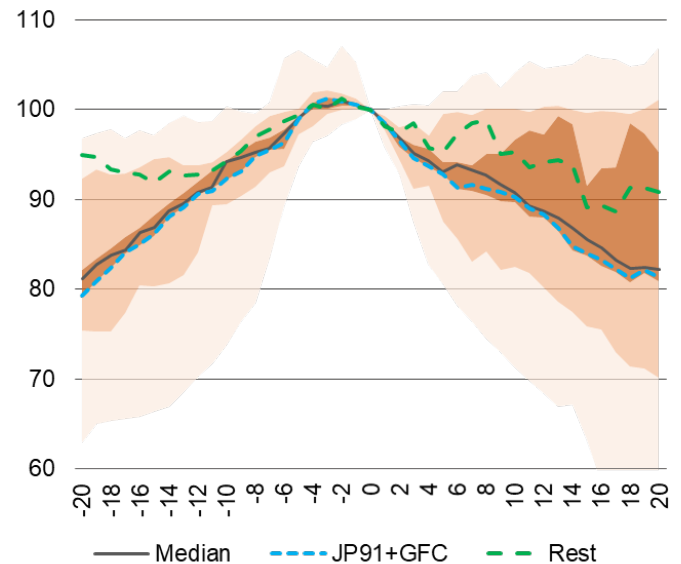
Reale Hauspreise

y-Achse: Preisindex, Hochpunkt = 100
x-Achse: +-20 Quartale



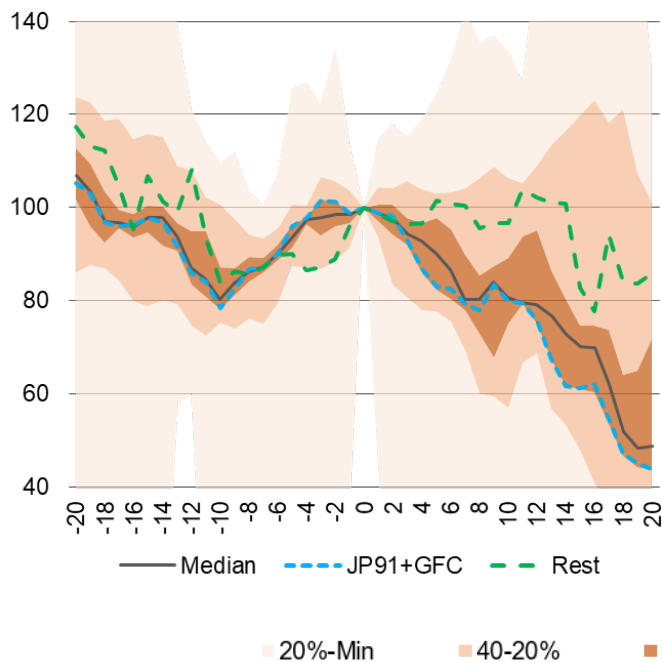
Preis-zu-Einkommen

y-Achse: Hochpunkt = 100
x-Achse: +-20 Quartale



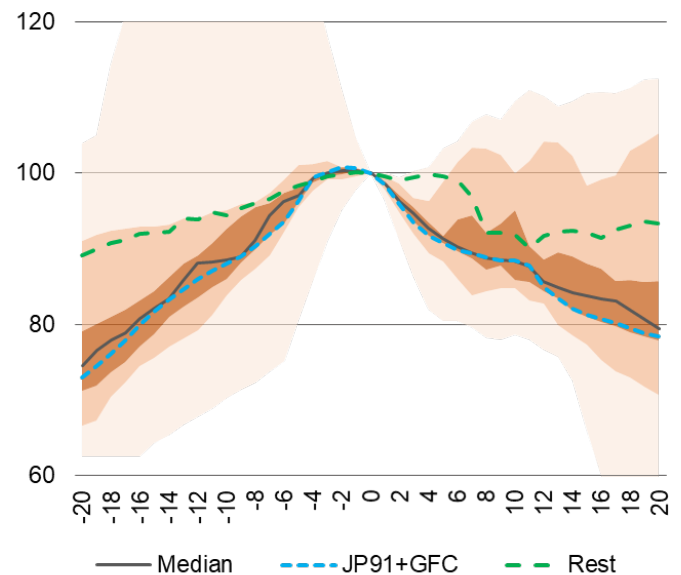
Langfristiger Kapitalmarktzins

y-Achse: Hochpunkt = 100
x-Achse: +-20 Quartale



Preis-zu-Miete

y-Achse: Hochpunkt = 100
x-Achse: +-20 Quartale



Anmerkung: Median = Median über alle 20 Länder, JP91+GFC = Median der Zyklen vor/nach der Finanzkrise und japanische Blase, welche im Jahr 1991 endete, Rest = Median aller anderen Zyklen. Nicht für jedes Quartal sind Daten verfügbar. Einerseits sind Daten weit in der Vergangenheit in wenigen Fällen nicht verfügbar, andererseits enden einige Zyklen in den letzten Jahren, sodass einige der 20 Quartale in der Zukunft liegen und daher keine Daten verfügbar sind. Deshalb schwanken die Zeitreihen in der „Rest“-Gruppe insbesondere bei den Quartalen 10 bis 20.

Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

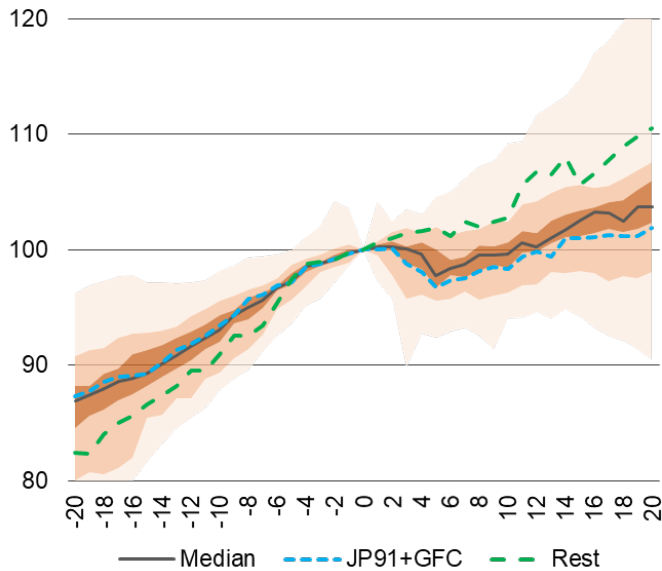


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

Analyse der längsten, bereits geendeten 20 Zyklen in der OECD-Datenbank: Perzentil verschiedener Variablen rund um den jeweiligen Hochpunkt 63

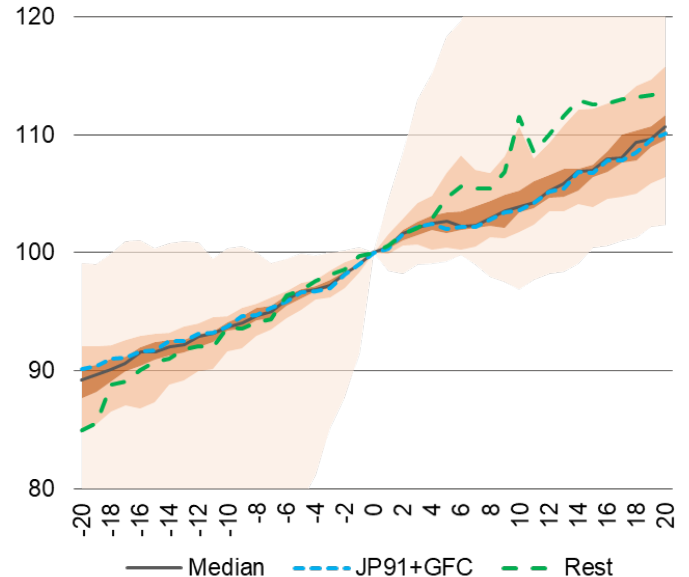
Reales BIP

y-Achse: Hochpunkt = 100
x-Achse: +-20 Quartale



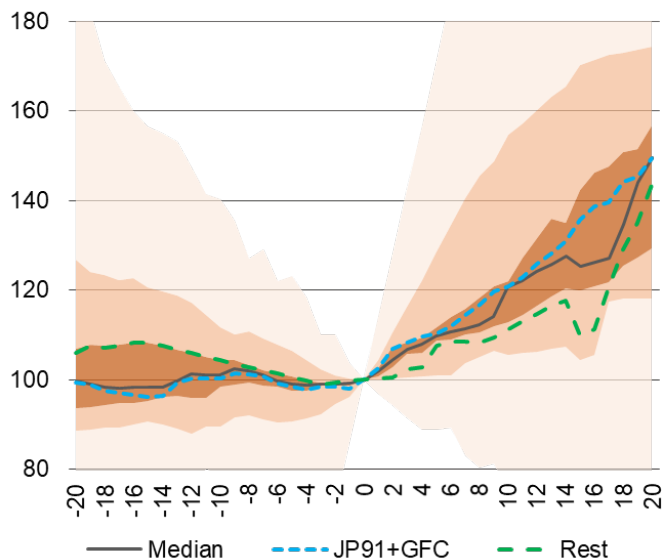
Inflation

y-Achse: Hochpunkt = 100
x-Achse: +-20 Quartale



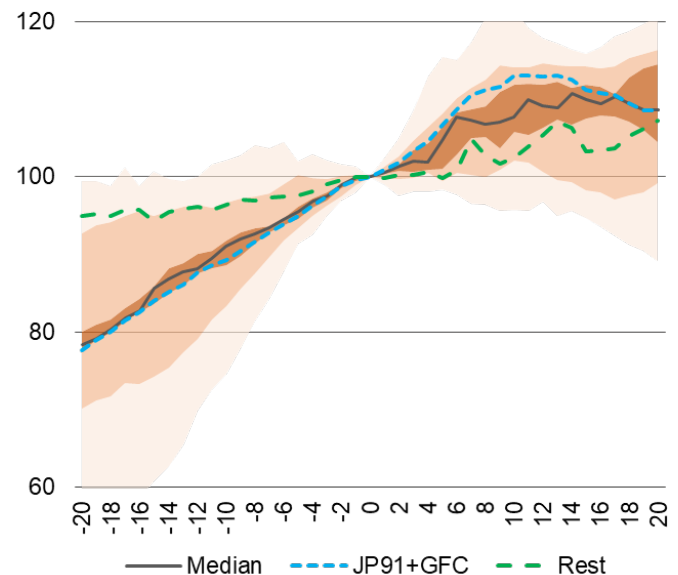
Staatsverschuldung

y-Achse: Hochpunkt = 100
x-Achse: +-20 Quartale



Verschuldung privater Haushalte

y-Achse: Hochpunkt = 100
x-Achse: +-20 Quartale



20%-Min 40-20% 60-40% 80-60% Max-80%

Anmerkung: Median = Median über alle 20 Länder, JP91+GFC = Median der Zyklen vor/nach der Finanzkrise und japanische Blase, welche im Jahr 1991 endete, Rest = Median aller anderen Zyklen. Nicht für jedes Quartal sind Daten verfügbar. Einerseits sind Daten weit in der Vergangenheit in wenigen Fällen nicht verfügbar, andererseits enden einige Zyklen in den letzten Jahren, sodass einige der 20 Quartale in der Zukunft liegen und daher keine Daten verfügbar sind. Deshalb schwanken die Zeitreihen in der „Rest“-Gruppe insbesondere bei den Quartalen 10 bis 20.

Quellen: Deutsche Bank Research, OECD



Anhang: Alle Formeln des Barwertmodells

Modell für den Erwerb einer Eigentumswohnung in einem Mehrfamilienhaus

64

Abkürzungen: qm = Quadratmeter, MFH = Mehrfamilienhaus

Einheiten: Zinssatz, Tilgungssatz, Abschreibungssatz und Steuersatz sowie Miet- und Preiswachstum in % pro Jahr. Wiedervermietungsrenten in Euro pro qm pro Monat.

Kaufpreis der Wohnung im Jahr 2021 (t=0)

$$\text{Nettokaufpreis} = \text{Preis pro qm} * 75 \text{ qm}$$

$$\text{Bruttokaufpreis} = \text{Nettokaufpreis} * (1 + \text{Erwerbsnebenkosten in \%})$$

Kreditformeln

$$\text{Kreditbetrag}_{t=0} = \text{Bruttokaufpreis} * (1 - \text{Eigenkapitalanteil in \%})$$

$$\text{Zinsen}_t = \text{Kreditbetrag}_{t-1} * \text{Zinssatz}$$

$$\text{Tilgung}_t = \text{Kreditbetrag}_{t-1} * \text{Tilgungssatz}$$

$$\text{Kreditbetrag}_t = \text{Kreditbetrag}_{t-1} - \text{Tilgung}_t$$

Mieteinnahmen

$$\text{Mieteinnahmen}_t = \text{Wiedervermietungsrenten}_{t=0} * (1 + \text{Mietwachstum})^t * 12 * 75 \text{ qm}$$

$$\text{Nettomieteinnahmen}_t$$

$$= \text{Mieteinnahmen}_t * (1 - \text{Verwaltungs/Betriebskosten in \%} - \text{Mietausfälle in \%} - \text{Instandhaltungskosten in \%})$$

Cashflow

$$\text{Cashflow}_t = \text{Nettomieteinnahmen}_t - \text{Zinsen}_t - \text{Tilgung}_t - \text{Steuer}_t$$

Verkauf in 51 Jahren

$$\text{Nettoverkaufspreis}_{t=51} = \text{Nettokaufpreis}_{t=0} * (1 + \text{Preiswachstum})^{51}$$

$$\text{Fairer Wert} = \sum_{t=1}^{50} \frac{\text{Cash Flow}_t}{(1 + \text{Bundrendite} + \text{Risikoprämie})^t} - \frac{\text{Nettoverkaufspreis}_{t=51}}{\text{abgezinst auf heute}}$$

Eigenkapitalrendite

$$\text{Eigenkapital} = \text{Bruttokaufpreis} * \text{Eigenkapitalanteil in \%}$$

$$\text{Eigenkapitalrendite}_t = \frac{\text{Cash Flow}_t + \text{Tilgung}_t}{\text{Eigenkapital}_{t=0}}$$

Berechnung der steuerlichen Abschreibungen

$$\text{Nettokaufpreis MFH} = \text{Preis pro qm} * 675 \text{ qm}$$

$$\text{Nettokaufpreis Grundstück} = \text{Preis pro qm} * 600 \text{ qm}$$

$$\text{Buchwert Wohnung}_{t=0} = \frac{\text{Nettokaufpreis MFH} - \text{Nettokaufpreis Grundstück}}{9 \text{ Wohnungen}}$$

$$\text{steuerliche Abschreibung}_t = \text{Buchwert Wohnung}_{t-1} * (1 - \text{Abschreibungssatz})$$

$$\text{Buchwert Wohnung}_t = \text{Buchwert Wohnung}_{t-1} - \text{Abschreibung}_t$$

Berechnung der Steuer

$$\text{Steuer}_t = \text{Einnahmen vor Steuer}_t * \text{Steuersatz}$$

$$\text{Einnahmen vor Steuer}_t = \text{Nettomieteinnahmen}_t - \text{steuerliche Abschreibung}_t - \text{Zinsen}_t$$

Quelle: Deutsche Bank Research



Anhang: Korrektur der Angebotsknappheit in unseren 126 Städten

Hier legen wir hier dar, warum sich die Angebotsknappheit im Jahr 2016 nach unseren aktuellen Berechnungen auf fast 270.000 Wohnungen erhöht hat. Im Wohnungsmarktausblick 2021 berechneten wir lediglich rund 250.000 Wohnungen.

- Für München flossen unbeabsichtigt Daten aus den Jahren 2009 und 2010 in die Berechnungen der kumulierten Fertigstellung ein. Hierdurch erhöhte sich die Zahl der fertiggestellten Wohnungen um mehr als 8.000 in jedem Jahr von 2011 bis 2030.
- In Berlin fehlten nach unseren alten Berechnungen im Jahr 2016 rund 88.000 Wohnungen, nun sind es rund 96.000. Ursächlich hierfür sind fehlerhafte Berechnungen der Personen pro Haushalt. Letztes Jahr rechneten wir mit einer durchschnittlichen Haushaltsgröße von 1,8, richtig sind 1,7. Hierdurch fehlten im Jahr 2016 mehr Wohnungen.
- In unserer Datenbank liegen sowohl Daten für die Stadt Aachen als auch die Städtereion Aachen vor. Nun beziehen sich alle Werte auf die Stadt Aachen. Hierdurch reduziert sich der Angebotsüberschuss um 1.500 Wohnungen.

Die Veränderung der Angebotsknappheit im Jahr 2019 und 2020 beruht auf folgenden Ursachen.

- Daten-Update der Einwohnerzahl im Jahr 2019 und 2020 für 126 Städte. Hierdurch reduzierte sich die Einwohnerzahl im Jahr 2020 von 30,1 Mio. auf nur noch 29,9 Mio.
- Daten-Update der Zahl der Haushalte im Jahr 2018 für 13 Städte sowie für die Jahre 2019 und 2020 für 126 Städte. Hierdurch reduzierte sich die Zahl der Haushalte im Jahr 2020 von 16,55 Mio. auf 16,46 Mio.

© Copyright 2022. 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