



26. April 2022

# Deutscher Immobilienmarkt

## Zinsschock könnte Inflationsschutz auffressen

Autor

Jochen Möbert

+49(69)910-31727

jochen.moebert@db.com

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

Deutsche Bank Research Management

Stefan Schneider

Oftmals wird das aktuelle Wirtschaftsumfeld mit den 1970er Jahren verglichen. Es gibt viele Parallelen: Hohe Rohstoffpreise, lockere Fiskalpolitik, eine lockere Geldpolitik und Kriege. Damals konnte die hohe Inflation – in Deutschland von durchschnittlich 5% pro Jahr – erst mit dem Zinsschock Anfang der 1980er Jahre eingefangen werden. Auch jetzt könnte die in Aussicht gestellte Geldpolitik, die die Zinsen wohl nur leicht über ihr neutrales Niveau bringen dürfte, eventuell nicht ausreichen, die Inflation unter Kontrolle zu bringen. Für Kapitalanleger drohen damit deutlich höhere Zinsen und eine Neubewertung.

Die Inflation kennt im aktuellen Umfeld nur eine Richtung. Preisindizes, die die Einkaufskosten der Unternehmen messen, zeigen hohe Preissprünge an, teilweise von bis zu 30% gegenüber Vorjahr. Produktivitätsgewinne dürften den Preisdruck nur etwas abfedern, zumal die Unternehmen zuversichtlich sind, die höheren Preise weitergeben zu können. Folglich verteuern sich aktuell die Vor- und Zwischenprodukte über die gesamte Lieferkette und schließlich auch die Konsumgüter.

Die Immobilienpreise dürften mit der Inflation tendenziell weiter anziehen. Allerdings dürfte der Inflationsschutz auch stark von den Märkten und künftigen Entwicklungen abhängen. So dürften Gewerbeimmobilien einen höheren Inflationsschutz bieten als Wohnimmobilien, da hier Mieterhöhungen leichter durchzusetzen sind. Zudem dürfte ein besonders hoher Schutz in Assetklassen und Regionen bestehen, in denen das Angebot knapp ist. Zumindest im Wohnungsmarkt dürften die Angebotsknappheit und damit auch der Inflationsschutz in den kommenden Jahren aber nachlassen.

Wichtig ist es, hierbei auch das Zusammenspiel von Inflation und Zinsen im Auge zu behalten. Die EZB dürfte angesichts einer aktuellen Inflation von über 7% in den kommenden Monaten die Leitzinsen anheben. Zudem steigen die Kapitalmarktrenditen. Aufgrund des anvisierten Endes der Ausweitung der Anleihekäufe steuern die 10-jährigen Bundrenditen aktuell auf 1% zu. Angesichts der rekordtiefen inflationsbereinigten Renditen haben sie durchaus noch Luft nach oben. Bis Anfang 2023 erwarten wir einen weiteren Anstieg auf über 1,7%. Die langfristigen Hypothekenzinsen sehen wir bis zum Jahresende 2023 sogar auf fast 3% anziehen.

Höhere Zinsen verteuern die Refinanzierungskosten und reduzieren Erträge. Die Auswirkungen dürften bei den bisher relativ verhaltenen Zinsanstiegen begrenzt sein. Die Immobilienpreise werden unseres Erachtens aktuell mehr

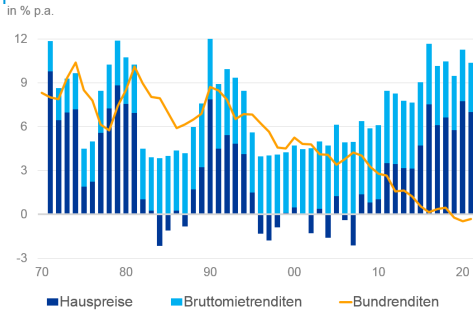




## Deutscher Immobilienmarkt

von der Inflation angekurbelt als von den Zinserhöhungen gebremst. Jedoch tauchen mit dem jüngsten Zinsanstieg neue Risiken am Horizont auf. Bleibt die Inflation über der 2%-Zielmarke und sind die Inflationserwartungen nicht mehr fest verankert – was angesichts des historischen Preisschubs durchaus passieren könnte – dann drohen noch kräftigere Zinserhöhungen, die eine fundamentale Neubewertung der Immobilienmärkte auslösen könnten.

### Renditen im Wohnungsmarkt vs Bundrenditen



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Damit wäre der Boom der vergangenen 13 Jahre zu Ende. Die Nachfrage nach deutschen Immobilien hat seit der Finanzkrise stetig zugenommen. Die marginalen Investoren im Immobilienmarkt waren oftmals Kapitalsammelstellen. Für sie waren Immobilien ein Ausgleich für den Mangel an rentierlichen Anleihen. Doch der Anleihemarkt bleibt regelmäßig das traditionelle Kerngeschäft von Pensionsfonds und Versicherungen. Daher dürften sie ab einem gewissen Zinsniveau Anleihen wieder gegenüber Immobilien präferieren. Sinkt folglich die Nachfrage nach Immobilien, dann dürfte auch der Preisdruck abebben, wodurch Anleihen gegenüber Wohnimmobilien zusätzlich an Attraktivität gewinnen. Diesen Kipppunkt zu definieren, ist schwierig. Aber angesichts von Bruttomietrenditen im deutschen Wohnungsmarkt von unter 4% und nur etwas höheren Renditen im Büromarkt dürfte dieser Punkt vermutlich bei nominalen Bundrenditen im Intervall von 2-4% liegen. Da viele institutionelle Investoren vor allem ein nominales Renditeversprechen abgegeben haben, könnte dies selbst dann gelten, wenn die inflationsbereinigten Bundrenditen niedrig und womöglich sogar negativ sind.

Wird dieser Kipppunkt erreicht, dann lassen uns die folgenden drei Punkte eher eine Preisdelle als einen massiven Abverkauf erwarten. Erstens geraten bei höheren Zinsen nicht nur Immobilien-, sondern auch Anleihe- und Aktienmärkte unter Druck. Damit dürften Kapitalrenditen allgemein mau ausfallen und mangels Anlagealternativen ein massiver Abverkauf am Immobilienmarkt ausbleiben. Zweitens lehrt uns die Geschichte, dass Hauspreiszyklen nur dann mit kräftigen Preisrückgängen einhergehen, wenn weitere Sektoren oder ganze Volkswirtschaften kriseln. Wir erwarten grundsätzlich jedoch ein isoliertes Ende des Hauspreiszyklus. Drittens wird die EZB ihre Anleihekäufe zwar bald nicht mehr ausweiten, auslaufende Anleihen aber noch für einige Zeit ersetzen. Zudem hat die EZB, um die Risikoprämie auf südeuropäische Staatsanleihen nicht ausufern zu lassen, angedeutet, ggf. auch weiterhin asymmetrisch Anleihen zu kaufen. Reinvestitionen wie niedrige Risikoprämien dürften auch die Bundrenditen dämpfen, weshalb Renditen jenseits des 2-4%-Intervalls wohl unwahrscheinlich sind, zumindest kurzfristig.

Eine Wiederholung des Zinsschocks wie zu Beginn der 1980er Jahre droht wohl nur dann, wenn trotz höherer Renditen die Inflation mehrere Jahre deutlich überschießt. Einige strukturelle Faktoren wie Geo- und Klimapolitik sowie ein hoher Lohndruck aufgrund der weiteren Verschärfung des Arbeits- und Fachkräftemangels durch die bevorstehende Rentenwelle der Babyboomer sprechen für eine hohe Inflation. Zudem peilt der europäische Arbeitsmarkt womöglich zum ersten Mal in seiner Geschichte Vollbeschäftigung an. Daher kann man Bundrenditen jenseits von 4% und auch einen Zinsschock wie zu Beginn der 1980er Jahre zumindest langfristig nicht ausschließen. Im Anschluss an den Zinsschock fielen die inflationsbereinigten Hauspreise in Deutschland bis zum Ende der 1980er Jahre in etwa so stark wie sie in den 1970er Jahren zulegten.



## Deutscher Immobilienmarkt

---

Das Fazit aus der Historie und unseren Überlegungen könnte daher lauten, dass Immobilien vor allem kurzfristig einen Inflationsschutz bieten – und Gewerbeimmobilien stärker als Wohnimmobilien. Im Wohnungsmarkt reduziert zudem die von uns erwartete sinkende Angebotsknappheit in den kommenden Jahren den Inflationsschutz. Höhere Zinsen dämpfen die Preise oder zumindest das Preiswachstum und langfristig könnten kräftige Zinserhöhungen zuvor erzielte inflationsbedingte Bewertungsgewinne wieder auffressen.



## Deutscher Immobilienmarkt

---

© 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.