



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

Preisdehle und Zinsgipfel voraus. Langfristig deutlich höhere Preise wahrscheinlich. Sanierungskosten werden eingerechnet

18. April 2023

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

Der Boom ist zu Ende. Die Hauspreise fallen. Manche Indizes zeigen deutliche Preisrückgänge an, andere sehr verhaltene. Die Preisvorstellungen von potenziellen Käufern und Verkäufern divergieren. Die Transaktionszahl ist sehr gering.

Bei den aktuellen Finanzierungskosten müssten die Preise vom Hochpunkt wohl in etwa um 20% fallen, um wieder einen positiven Cash-Flow zu erzielen. Fünf wesentliche Argumente lassen uns aber nur eine Preisdehle erwarten. Negative Realzinsen, Inflationsschutz durch Immobilien, anziehendes Mietwachstum und am bedeutendsten eine hohe fundamentale Angebotsknappheit. Zudem fielen aufgrund der hohen Inflation die realen Hauspreise bereits sehr kräftig.

Bekannte Preisindizes senden wohl hauptsächlich wegen unterschiedlicher Methodiken (Monats- oder Jahresbasis, gleitende Durchschnitte und hedonische Indizes), unterschiedliche Signale. Die nicht hedonischen Preisindizes fallen stärker als die hedonischen. Offenbar wechseln in den letzten Monaten verstärkt sanierungsbedürftige Objekte den Eigentümer.

Wohnraum bleibt knapp. Der Zinsschock dämpft den Neubau. Die Flüchtlingswelle aus der Ukraine und der strukturell hohe Zuzug, der wie vor der Pandemie wieder bei über 300.000 Personen pro Jahr liegt, erhöhen die Nachfrage.

Fundamentale Angebotsknappheit in den elf Metropolen. Unsere Projektionen legen ein Ende der Engpässe in Bremen und Nürnberg nahe. Dort dürfte auch die Zinssensitivität relativ hoch sein. In Düsseldorf und Hamburg enden die Engpässe in den nächsten Jahren. Dagegen besteht sie in Berlin, Frankfurt, Hannover, Heidelberg, Köln, Leipzig, Stuttgart und München noch viele Jahre fort.

Die Geldpolitik wird derzeit von zwei Argumenten beeinflusst, die zumindest kurzfristig widersprüchliche Implikationen liefern. Eine anhaltende hohe Inflation, die Zinserhöhungen nahelegt, wodurch (kurzfristig) makroprudenzielle Risiken zunehmen. Wir erwarten den Zinsgipfel im Laufe des Jahres. Dies könnte der Startschuss für wieder höhere Preise sein.

Politisch und gesellschaftlich rücken die CO₂-Emissionen von Gebäuden immer stärker in den Fokus. In den letzten Quartalen divergieren bereits die Preise zwischen Objekten mit niedrigen und hohen Emissionen. Da das Angebot an energetisch sanierten Gebäuden knapp bleiben dürfte, die Nachfrage aber sowohl aufgrund regulatorischer Vorgaben als auch der zunehmenden gesellschaftlichen Bedeutung steigt, erwarten wir langfristig eine noch höhere Preisdivergenz.

Bisher spielen klimatische Standortfaktoren kaum eine Rolle. Die enorme Unsicherheit über Klimaveränderungen und ökonomischen Folgen macht Analysen schwierig. Jedoch gibt es zwischen den deutschen Regionen beachtenswerte Unterschiede, die in der Zukunft eine größere Rolle spielen könnten.



Inhaltsverzeichnis

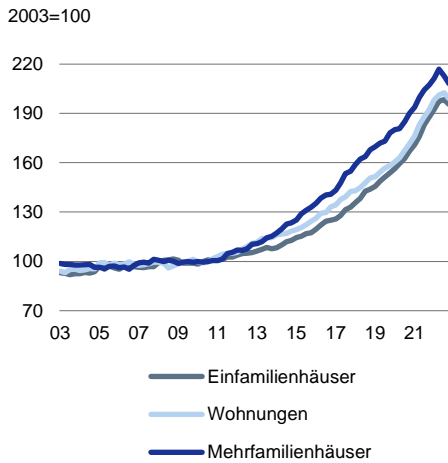
1.	Überblick über alle Analysen	3
2.	Historische und nationale, absolute und relative Preisvergleiche	3
2.1	Nationale Preisindizes mit uneinheitlichen Entwicklungen, methodische Unterschiede sind zu beachten.....	3
2.2	Internationaler Preis-, Mieten und Nebenkostenvergleich.....	5
2.3	Erschwinglichkeitsindizes fallen	8
3.	Fundamentale Angebotsknappheit in Deutschland und in unseren 126 Städten ist rückläufig	9
3.1	Hohe zusätzliche Nachfrage durch Zuwanderung	9
3.2	Projektion der fundamentalen Angebotsknappheit für 126 Städte bis 2030	10
3.3	In den meisten D-Städten ist die Angebotsknappheit eliminiert.....	11
4.	Zins- und Kreditausblick: Zinsen rauf, Kreditvolumen runter.....	12
4.1	EZB: Weitere Zinsschritte sehr wahrscheinlich	12
4.2	Basisszenario 2023: Kapitalmarktzinsen tendieren leicht nach oben ..	13
4.3	Negative reale Bundrenditen für einige Zeit wahrscheinlich	13
4.4	Wie können Investoren auf diese Entwicklungen reagieren?.....	14
4.5	Risikoszenario für 2023 und später: Strukturell hohe Inflation	14
5.	Der Einfluss der Klimapolitik auf den deutschen Wohnungsmarkt	15
5.1	Klimaziele erfordern Umbau des Gebäudebestandes.....	15
5.2	Ausbauziele von Fernwärme und Wärmepumpe erfordern massiven Umbau des Gebäudebestandes.....	16
5.3	Preisunterschiede zwischen Gebäuden mit niedrigen und hohen Emissionen	17
5.4	Frühe Sanierung könnte optimal sein.....	18
5.5	Auch Antisanierungsstrategie könnte wirtschaftlichen Erfolg versprechen	18
5.6	Klimatische Veränderungen und Auswirkungen auf den Wohnungsmarkt.....	19
6.	Zusammenfassung und Ausblick für Deutschland, Metropolen und Metropolregionen.....	20
6.1	Preistreiber und -dämpfer im Wettstreit.....	20
6.2	Quo vadis Preise? Bodenbildung ist nahe, wenn Zinsanstiege bald enden	21
6.3	Risikoszenario: Weiterer Zinsschock. Aus dem „whatever it takes“ der 2010er Jahre könnte ein „whatever it may cost“ der 2020er Jahre werden	21



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

vdp Wohnimmobilienindizes

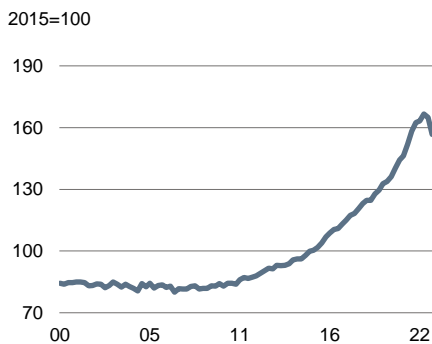
1



Quellen: Deutsche Bank Research, vdp

Häuserpreisindex

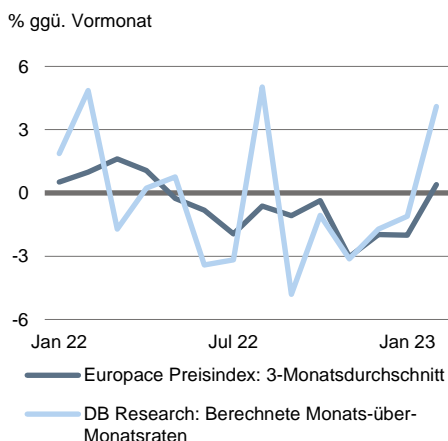
2



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Europace: Preiserhöhungen von Bestandshäusern

3



Quellen: Hypoport, Deutsche Bank Research

1. Überblick über alle Analysen

In diesem Jahresausblick diskutieren wir die aktuelle Hauspreisdelle. Hierzu analysieren wir wesentliche Preisindizes, vergleichen die Wohnungspreise, Mieten und Nebenkosten von deutschen Städten mit europäischen und globalen Städten. Zudem analysieren wir sowohl für den deutschen Wohnungsmarkt als auch für die deutschen Regionen die fundamentale Angebotsknappheit. Im Anschluss legen wir unseren Zinsausblick dar. Zu guter Letzt schauen wir auf die zunehmende Bedeutung der Klimapolitik und der CO₂-Emissionen.

2. Historische und nationale, absolute und relative Preisvergleiche

2.1 Nationale Preisindizes mit uneinheitlichen Entwicklungen, methodische Unterschiede sind zu beachten

Über den Boom zeigten alle Preisindizes in die gleiche Richtung. Seit dem Frühjahr 2022 jedoch sind deren Signale uneinheitlich. Durch den Preisknick im Jahr 2022 zeigten die Wachstumsraten gegenüber dem Vorjahr noch einige Zeit weitere Preisanstiege an. So vermeldeten die Pressemeldungen des Statistischen Bundesamtes bis zum dritten Quartal weitere Preissteigerungen, obwohl der Preisindex bereits seinen Höhepunkt überschritten hatte. Erst im vierten Quartal fiel der Preisindex des Statistischen Bundesamtes gegenüber dem Vorjahresquartal um 3,6% und gegenüber dem Vorquartal sogar um 5%. Auch die bulwiengesa-Daten zeigten einen weiteren Preisanstieg an, da die am 10. Dezember publizierten Jahresdaten Jahresdurchschnitte und die Quartalsdaten rollierende vier Quartalsdurchschnitte sind. Zudem fließen Transaktionen nur indirekt über die Analysten in die Zeitreihen ein. Höher frequente und auf Transaktionen beruhende Zeitreihen stehen daher stärker im Fokus. So fiel der monatlich publizierte Europace-Index bereits seit dem Frühjahr 2022. Vom Hoch- zum Tiefpunkt fielen die Preise für Bestandshäuser um rund 12%, der Index für Wohnungen sogar um 15%. Die Preise für neue Häuser liefen jedoch zunächst seitwärts und zogen dann jüngst wieder an. Im Februar 2023, dem jüngsten Datenpunkt, zogen die Preise für neue Häuser sogar kräftig um mehr als 2% gegenüber dem Vormonat an. Alle drei Preisindizes werden auch als hedonische Indizes veröffentlicht, welche Qualitätsunterschiede herausrechnen. Für neue Häuser verzeichnen diese seit dem Frühjahr 2022 ein Plus von fast 5%, für Bestandshäuser und Apartments ein Minus von mehr als 8%. Die hedonischen Preisindizes steigen also stärker bzw. fallen weniger. Offenbar sind die kräftigen Preisrückgänge der nicht-hedonischen Preisindizes auch darauf zurückzuführen, dass vor allem Objekte mit geringerer Qualität den Eigentümer wechseln. Die ausschließlich hedonisch berechneten vdp-Indizes bestätigen diese Aussage. Diese vierteljährlich veröffentlichten Indizes begannen erst im zweiten Halbjahr zu fallen. In den Metropolen (A-Städten) sind Wohnungen, Ein- und Mehrfamilienhäuser um rund 3% vom Hochpunkt im zweiten Quartal gefallen. Bundesweit verzeichneten die Preise für Einfamilienhäuser als auch für Eigentumswohnungen lediglich ein Minus von rund 1 ½%. Diese Indizes unterstützen damit auch unsere Erwartungen, dass die Preise nur etwas nachgeben werden.

Im Laufe des Jahres 2023 dürften die transaktionsbasierten Indizes von Europace und vdp im Fokus stehen. Für die Beurteilung der Entwicklung in den nächsten Monaten dürften die hedonischen Indizes die bessere Grundlage bieten. Bei den Europace-Indizes ist dabei ein weiteres methodisches Detail wichtig. Sie beruhen auf gleitenden Durchschnitten. Beispielsweise ist der Wert im März ein Durchschnitt von Transaktionen von Januar bis März. Rechnet man die einzelnen Monatswerte heraus, dann zeigen die einzelnen Zeitreihen kräftige Zick-Zack-Bewegungen, was die volatile Marktlage unterstreicht.



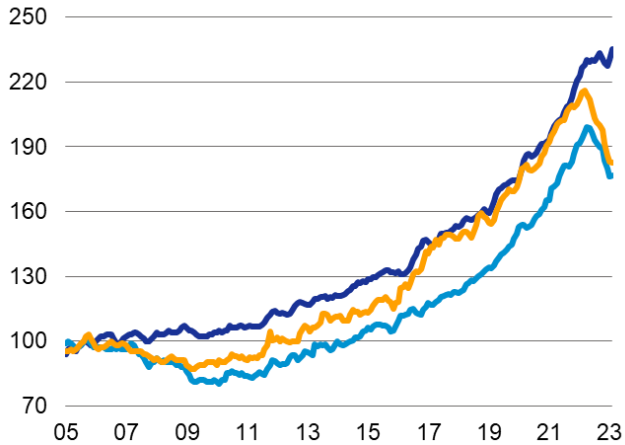
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

2005-2023: Hedonische und nicht hedonische Haus- und Wohnungspreisindizes von Europace

4

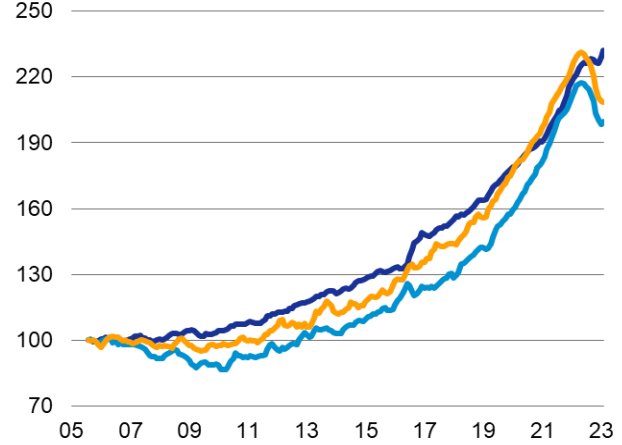
Nicht hedonische Indizes

2005=100



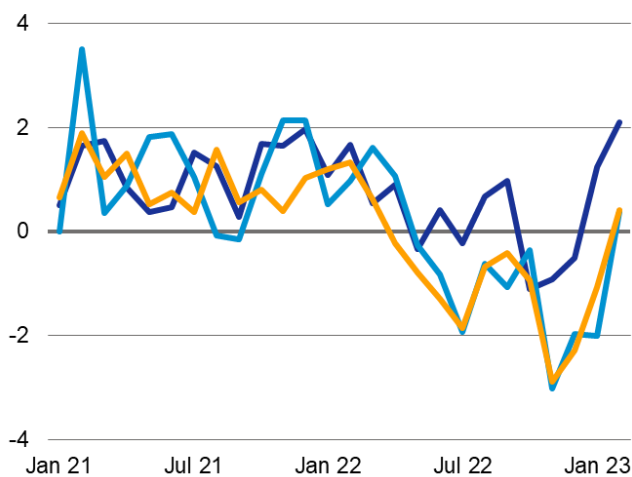
Hedonische Indizes

2005=100



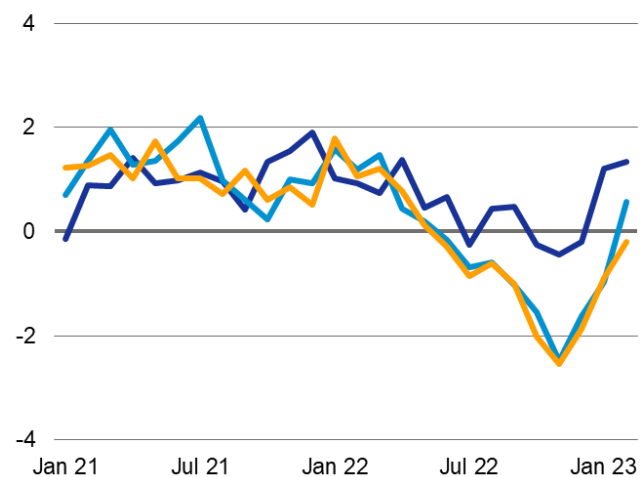
Nicht hedonische Indizes

% ggü. Vormonat



Hedonische Indizes

% ggü. Vormonat



— Neue Häuser

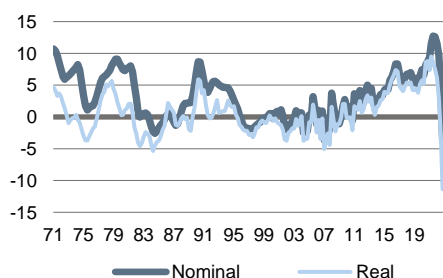
— Häuser, Bestand

— Wohnungen

Quellen: Deutsche Bank Research, Hypoport

Deutschland: Hauspreise

% ggü. Vorjahr



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

5

Historisch gab es eine Reihe von Marktkorrekturen, insbesondere nach langen Aufschwungsphasen. So fielen die nominalen Hauspreise laut OECD, die Daten des Statistischen Bundesamts verwendet, nach den Boomjahren der 1970er Jahre vom Hoch- zum Tiefpunkt um fast 4%. Nach dem Wiedervereinigungsboom am Wohnungsmarkt vom Jahr 1995 bis 2007 war ein Minus von 8% zu verzeichnen. Die aktuelle Marktkorrektur von 3,6% ist also nicht ungewöhnlich. Diese Aussage gilt jedoch nicht für die realen Hauspreise. Die sehr hohe Inflation im Jahr 2022 ließ die Hauspreise um mehr als 11% ggü. Vorjahr einbrechen, der kräftigste reale Preisrückgang der gesamten Zeitreihe. Die Hauspreise fielen auch deutlich kräftiger als die Reallöhne, die um 3,1% im Jahr 2022 nachgaben.

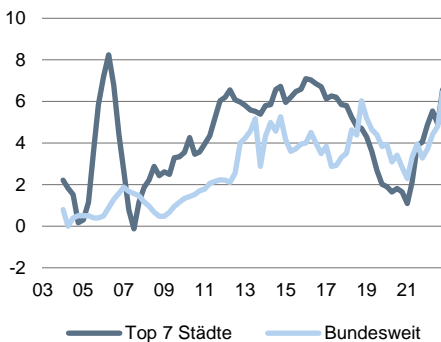


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

Mieten von Mehrfamilienhäusern

6

in % ggü. Vorjahr



Quellen: Deutsche Bank Research, vdp

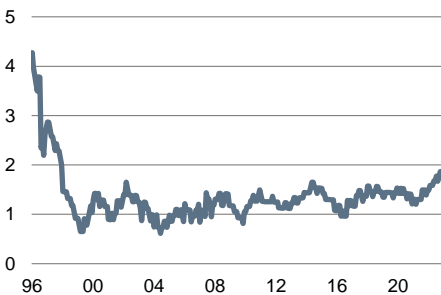
Mieten könnten trotz des strikten regulatorischen Umfelds kräftig zulegen

Der Mietwohnungsmarkt hat sowohl über eine höhere Einwohnerzahl als auch durch die Umlenkung von potenziellen Käufern in den Mietermarkt zusätzliche Nachfrageimpulse erhalten. Laut vdp erhöhten sich die Neuvertragsmieten von Mehrfamilienhäusern sowohl in den Metropolen als auch bundesweit im vierten Quartal um rund 6 ½% ggü. Vorjahr, der höchste Anstieg seit dem Beginn der Reihe im Jahr 2004. Auch die Bestandsmieten könnten künftig eine höhere Dynamik aufweisen als in der Vergangenheit. So vergrößerte sich in den Boom-Jahren die Differenz zwischen Neuvermietung und Bestandsmieten, was den Druck erhöhen könnte. Zudem stiegen aufgrund der hohen Inflation die Mieten bei Indexmietverträgen automatisch. Deren Anteil an allen Mietverträgen dürfte klein sein, aufgrund der unten analysierten Engpässe dürften Vermieter diese aber vermehrt durchsetzen können. Die Politik diskutiert eine Deckelung der Indexmieten. Diese Diskussion ist aber erst jüngst aufgeflammt, im Koalitionsvertrag findet sich dazu keine Absprache. Laut Verbraucherpreisstatistiken legten die Bestandsmieten im März 2023 bereits um 2,0% ggü. Vorjahr zu, dies ist der höchste Wert seit dem Jahr 1998 (Median der Zeitreihe: 1,3%). Zudem erhöht sich der Anteil der Kurzzeitmiete und von möblierten Wohnungen, die nicht von Mietpreisbremsen und -deckeln reguliert werden, wodurch die Mieten kräftiger steigen können. Daher halten wir es für wahrscheinlich, dass die Bestandsmieten dauerhaft kräftig zulegen, zumindest dann, wenn die Inflation strukturell hoch bleibt.

Verbraucherpreise: Wohnungsmieten

7

% ggü. Vorjahr



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

2.2 Internationaler Preis-, Mieten und Nebenkostenvergleich

Laut Daten von Numbeo Doo war München im Februar 2023 mit rund EUR 9.300 abermals Deutschlands teuerste Stadt, gemessen an Quadratmeterpreisen außerhalb der Innenstadt, und die viertteuerste Stadt Europas. Dies ist gegenüber Dezember 2021 ein Minus von rund EUR 400 pro Quadratmeter. München fällt auch im globalen Rang etwas ab. Nach Rang sieben liegt München nun auf Rang neun nach Hongkong, Genf, Zürich, Seoul, Lausanne, Tel Aviv-Jaffa, San Francisco und Singapur. Die zweitteuerste deutsche Stadt Frankfurt am Main liegt in Europa auf Rang neun und global auf Rang 33. Düsseldorf, Berlin, Stuttgart, Hamburg, Berlin, Heidelberg und Nürnberg liegen in Europa auf Rang 15 bis 27, global auf Rang 38 bis 60. Damit nehmen diese Städte ähnliche Ränge ein wie im Dezember 2021. Einige weitere deutsche Städte sind aktuell nicht in der Datenbank gelistet, waren es aber im Jahr 2022. Erlangen, Hannover, Karlsruhe lagen in Europa nahe des 40. Rangs, global nahe des 80. Rangs. Nürnberg und Mannheim lagen um Rang 50 platziert und waren global noch unter den Top 100 zu finden. Dresden, Aachen und Leipzig waren in Europa in etwa auf Rang 90, global rund um Rang 150. Da die durchschnittlichen Preise sich sowohl global als auch in Deutschland nur etwas veränderten, wären diese Städte heute wohl ähnlich platziert.

Deutsche Mieten im internationalen Vergleich eher niedrig, Nebenkosten hoch

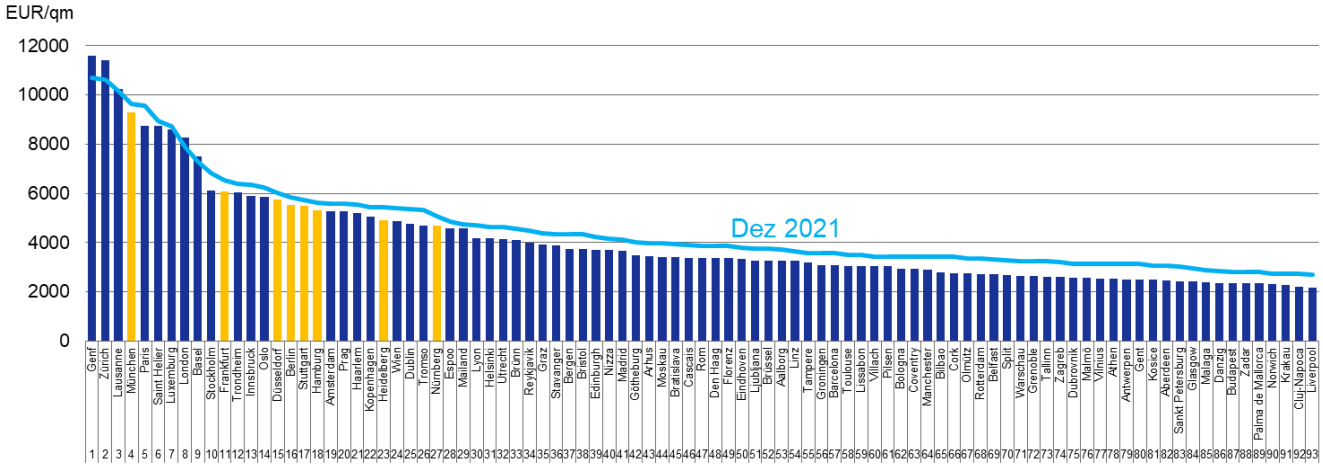
In der globalen Rangfolge der 90 Städte mit den höchsten Mieten findet man nur München, auf Rang 75. Dort muss man für ein 3-Zimmer-Apartment außerhalb der Innenstadt fast EUR 2.000 pro Monat zahlen. Dies entspricht in etwa Neuvertragsmieten in anderen Datenbanken. Teurere Städte liegen vor allem in angelsächsischen Ländern, in denen Mieten oftmals wenig oder unreguliert sind. Es finden sich aber auch ein paar Ausnahmen in Kontinentaleuropa, zum Beispiel eine Reihe von Schweizer Städten wie Genf, Zug, Zürich, Lausanne,



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

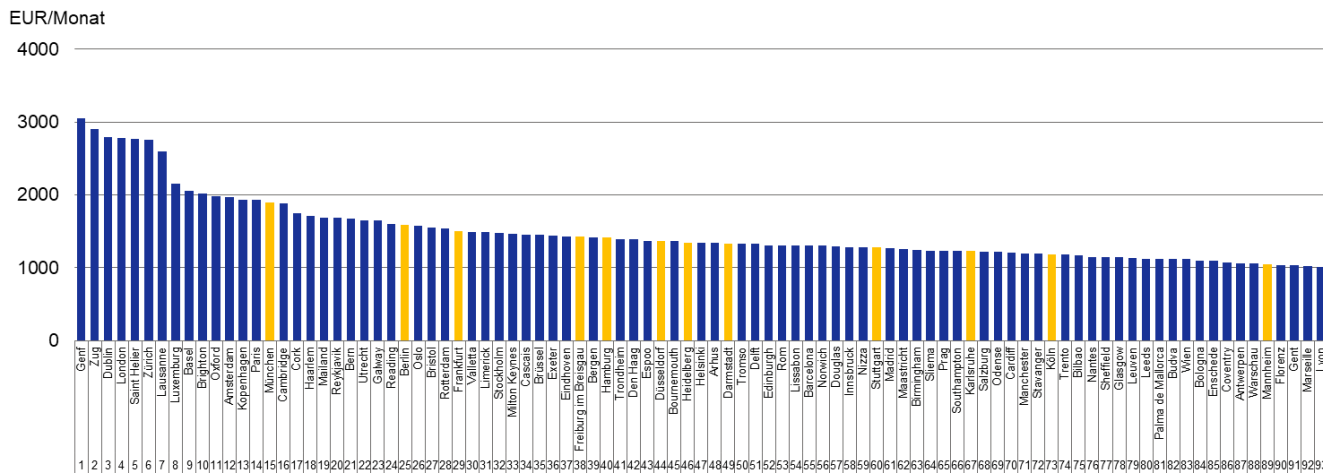
Teuerste 93 Städte in Europa: Apartmentpreise außerhalb der Innenstadt

8



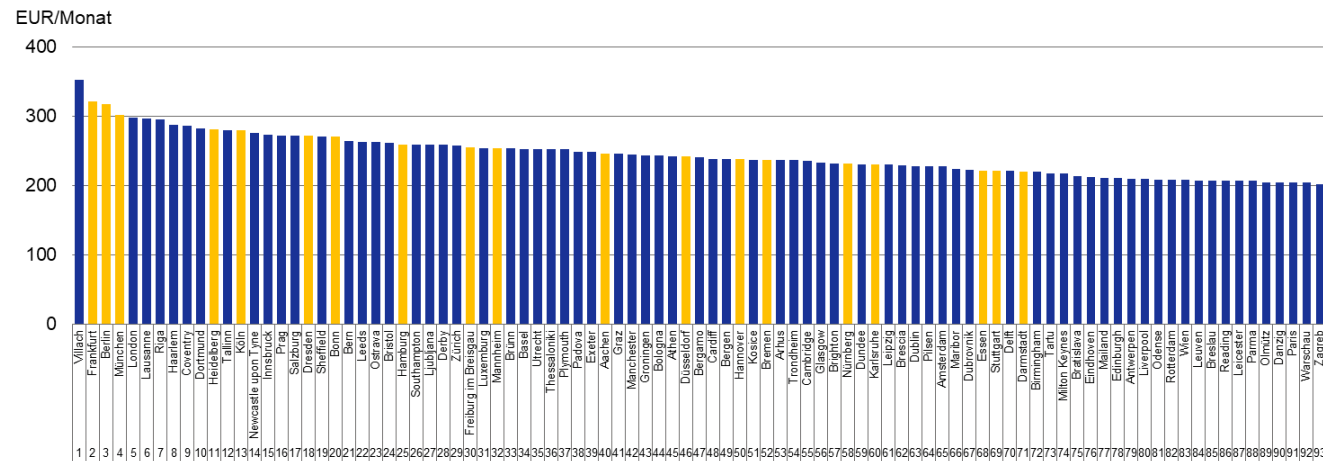
Teuerste 93 Städte Europa: Mieten eines 3-Zimmer-Apartments außerhalb der Innenstadt

9



Teuerste 93 Städte Europa: Warme Nebenkosten außerhalb der Innenstadt

10

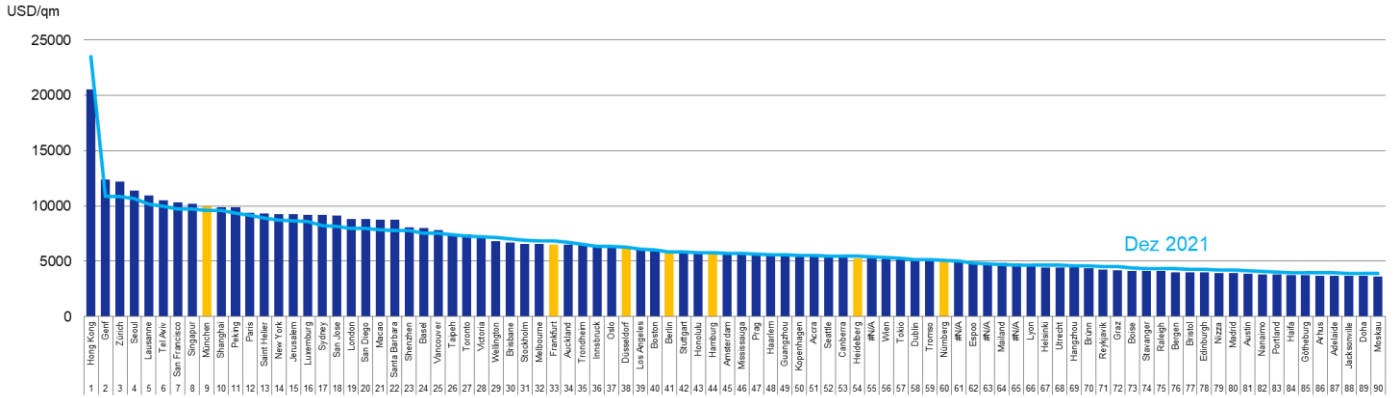




Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

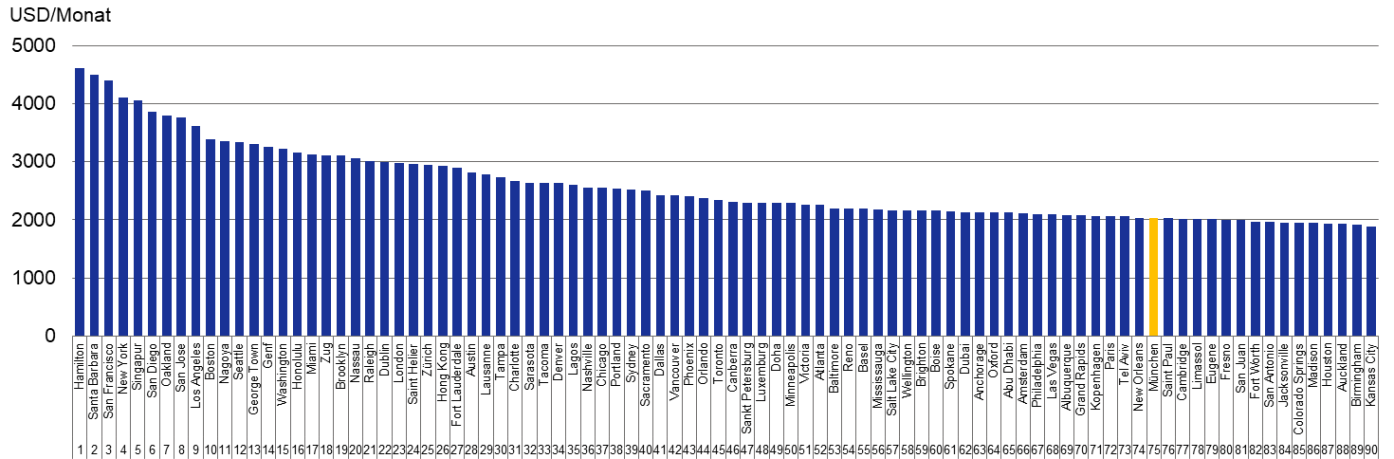
Teuerste 90 Städte global: Apartmentpreise außerhalb der Innenstadt

11



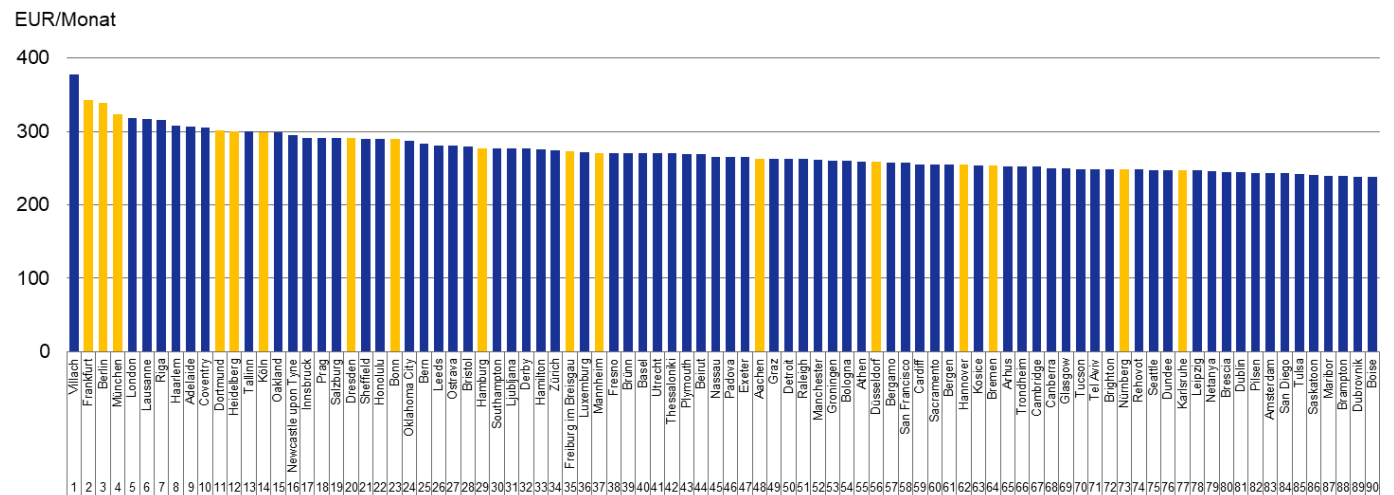
Teuerste 90 Städte global: Mieten eines 3-Zimmer-Apartments außerhalb der Innenstadt

12



Teuerste 90 Städte global: Warme Nebenkosten außerhalb der Innenstadt

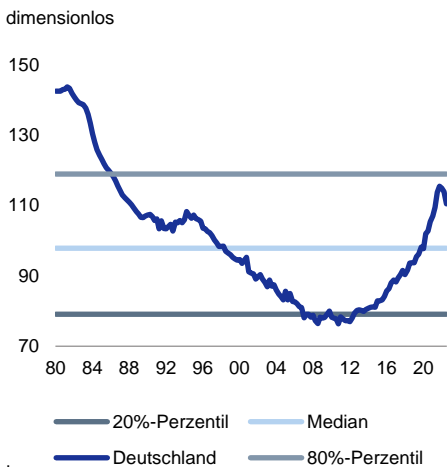
13





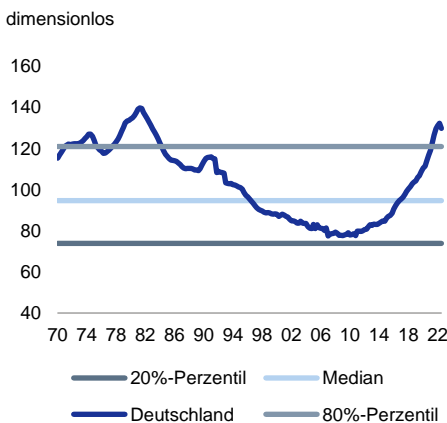
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

1980-2022 Preis-zu-Einkommen-Perzentil basierend auf OECD-Ländern **14**



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1970-2022 Preis-zu-Miete-Perzentil basierend auf OECD-Ländern **15**



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

Basel, aber auch Luxemburg mit Mieten bis zu EUR 3.000 und ebenso Amsterdam, Kopenhagen und Paris mit ebenfalls rund EUR 2.000 pro Monat. In deutschen Städten wie Berlin, Frankfurt, Freiburg, Hamburg, Düsseldorf, Heidelberg und Darmstadt müssen rund EUR 1.400 pro Monat gezahlt werden. In Stuttgart, Karlsruhe, Köln und Mannheim rund EUR 1.200 pro Monat. Insgesamt kann man die deutschen Mieten im europäischen Vergleich eher als niedrig einordnen. Dagegen sind die Nebenkosten für Strom, Wärme, Kühlung, Wasser und Müll eher hoch. Für eine Wohnung mit 85 Quadratmetern müssen in Frankfurt, Berlin und München rund EUR 300 pro Monat gezahlt werden, was laut Numbeo Doo nur von Villach in Österreich übertroffen wird. In vielen anderen europäischen Städten sind die Nebenkosten deutlich geringer.

2.3 Erschwinglichkeitsindizes fallen

Im Folgenden vergleichen wir das Preis-zu-Einkommen-Verhältnis Deutschlands mit dem 21 anderer Länder der OECD vom Jahr 1980 bis 2022. Deutschlands so ermittelter Erschwinglichkeitsindikator steht aktuell bei 110 Indexpunkten, wobei der langfristige Durchschnitt auf 100 normiert ist. Der Hochpunkt wurde am Jahresende 2021 bei 115 Indexpunkten erreicht. Das Preis-zu-Mieten-Verhältnis liegt aktuell bei 131 Indexpunkten und damit ebenfalls etwas unter dem Hochpunkt von 133 Indexpunkten. In den vergangenen Wohnungsmarktausblick haben wir das Erreichen des 80%-Perzentils, welches bei beiden Indizes bei ungefähr 120 Indexpunkten liegt, als Orientierungspunkt für ein potenzielles Ende des Hauspreiszyklus definiert. Grundsätzlich hat sich diese Daumenregel als hilfreich erwiesen. Die OECD-Datenbank erlaubt auch die Berechnung der Länge von Hauspreiszyklen.¹ Auf der Basis inflationsbereinigter Preisindizes dauerte der Zyklus 53 Quartale vom zweiten Quartal 2009 bis zum zweiten Quartal 2022. Inflationsbereinigt legten die deutschen Hauspreise um 62% und nominal um 103% zu. Der deutsche Zyklus war gemäß unserer Methodik der neuntlängste Zyklus in der OECD-Datenbank.

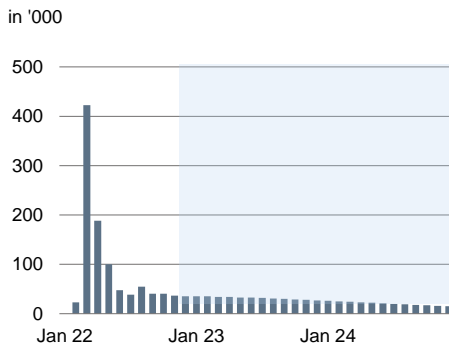
¹ Die Methodik haben wir im Wohnungsmarktausblick 2022 beschrieben.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

2022-2024 Flüchtlingszuzug pro Monat aus der Ukraine

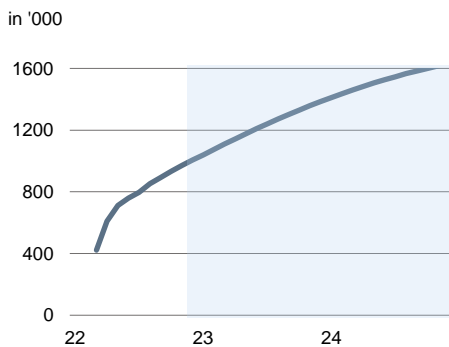
16



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

2022-2024 Flüchtlingszuzug aus der Ukraine kumuliert

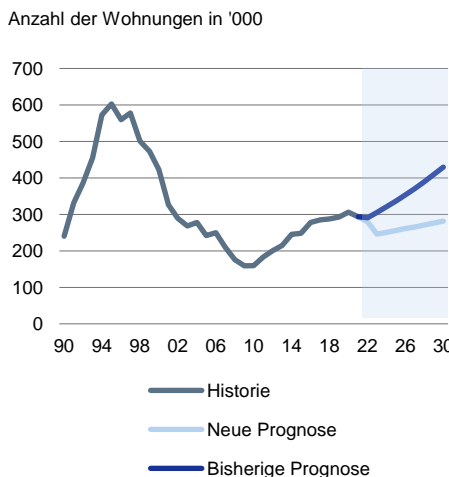
17



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

1990-2030 Baufertigstellungen

18



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

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

3.1 Hohe zusätzliche Nachfrage durch Zuwanderung

Der Zuzug durch die Kriegsflüchtlinge erhöhte die Einwohnerzahl Deutschlands auf 84,3 Millionen. Die Ukrainer sind sehr heimatverbunden. Trotzdem halten wir einen hohen dauerhaften Zuzug für wahrscheinlich. Die Grenzen dürften selbst bei einem baldigen Kriegsende offen bleiben, das ukrainische BIP brach laut IWF im Jahr 2022 um 35% ein, dieses Jahr dürfte es erneut schrumpfen und das Einkommensgefälle pro Kopf zwischen der Ukraine und Deutschland betrug bereits vor dem Krieg etwa eins zu zehn. Neben diesen Push- dürften auch Pull-Faktoren wirken. So steht eine EU-Mitgliedschaft der Ukraine oder eine nähere Anbindung an die EU zur Diskussion. Deutsche Unternehmer dürften tatkräftig versuchen, die Arbeitskräfte hier zu halten oder neue anzuwerben. Die Anreize in Deutschland zu bleiben oder zumindest immer wieder hierher zurückzukehren, sind für ukrainische Flüchtlinge entsprechend groß. Laut Statistischem Bundesamt wanderten bis zum Jahresende 2022 1,01 Mio. Ukrainer ein, deutlich weniger als die von uns erwarteten 1,3 Millionen. Wir unterstellen aber weiterhin eine Zuwanderung von 1,6 Millionen Flüchtlingen und erwarten für das Jahr 2023 einen Zuzug von 380.000 Personen und für das Jahr 2024 ein Plus von 258.000 Personen. Hinzu kommt die reguläre Zuwanderung aus anderen Ländern. Sie lag im Jahr 2021 bei 329.000 Personen und unseren Berechnungen nach bei 316.000 Personen im Jahr 2022. Bleiben 1,6 Millionen Ukrainer dauerhaft hier und liegt die Zuwanderung dauerhaft über 300.000 Personen pro Jahr, dann wird die Einwohnerzahl im Jahr 2030 bei fast 86 Millionen liegen. Dabei haben wir ein negatives natürliches Bevölkerungswachstum wie im Jahr 2021 von 220.000 Personen pro Jahr unterstellt.

2022 und 2023: Angebotsrückgang, wir erwarten nur eine mäßige Erholung

Durch den Zinsschock legten Entwickler und Häuslebauer Bauprojekte auf Eis oder stornierten sie. Laut ifo lag im Februar 2023 der Anteil der Baufirmen, welche von Stornierungen betroffen waren, bei über 14% und damit zwar unter dem Hochpunkt im Jahr 2022 von fast 16%, aber weiterhin auf einem hohen Niveau. Für den Wohnungsbau prognostizieren wir einen Rückgang der Zahl der Baugenehmigungen und Fertigstellungen im Jahr 2023. Die Zahl der Genehmigungen dürfte auf 303.200 fallen und für die Zahl der fertiggestellten Wohnungen erwarten wir nur noch 246.000. Die Materialkosten dürften im Jahr 2023 fallen, jedoch dürften die Lohnkosten und dadurch auch die Baukosten insgesamt weiter zulegen. Diese Aussagen gelten unseren Modellen nach sowohl für den Roh- als auch den Ausbau. Zudem erwarten wir einen moderaten Zinsanstieg. Bauen bleibt somit sehr teuer. Wir erwarten eine sehr verhaltene Erholung des Neubaus. Ein Plus von 5.000 fertiggestellten Wohnungen pro Jahr halten wir für möglich, wodurch auch im Jahr 2030 nur 281.000 Wohnungen fertiggestellt würden. Diese Einschätzung ist nicht modellbasiert, sehr unsicher und hängt entscheidend von dem Zinsniveau, den regulatorischen Vorgaben und potenziellen künftigen Abschreibungs-, Steuererleichterungen und Subventionen ab. In den letzten zehn Jahren betrug das zusätzliche Wohnungsangebot pro Jahr in etwa 93% der Zahl der fertiggestellten Wohnungen. Die Differenz entfällt auf Abrisse und statistische Korrekturen. Unter diesen Annahmen erhöht sich der Bestand der Wohnungen von 43,1 Millionen im Jahr 2021 auf 45,3 Millionen im Jahr 2030. Folglich würde die durchschnittliche Haushaltsgröße von 1,94 auf 1,90 Personen pro Wohnung schrumpfen.



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

Simple Methodik für die Abschätzung der fundamentalen Angebotsknappheit für 126 Städte mit mehr als 30 Mio. Einwohnern

19

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 und des Wohnungsbestandes im Zuge des Zensus 2011 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

- Für jede Stadt prozentualer Anstieg der Einwohnerzahl gemäß dem prognostizierten bundesweiten Einwohnerwachstum auf 86 Mio. Personen und unter der Annahme, dass 41% des Einwohnerwachstums auf die 126 Städte entfällt.
- Vom Jahr 2011 bis zum jeweiligen Jahr Aufsummieren der gestiegenen Einwohnerzahl.

Berechnung des kumulierten Angebots für jede der 126 Städte

- Für jede Stadt prozentualer Anstieg der Fertigstellungen gemäß den prognostizierten bundesweiten Fertigstellungszahlen und unter der Annahme, dass der Anteil der A-, B-, C- und D-Städte an den bundesweiten Fertigstellungen weiterhin wie im Jahr 2021 konstant bei 35,6% liegt.
- 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

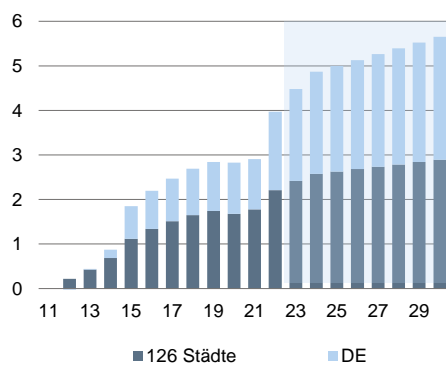
Negatives Ergebnis = Angebotsknappheit, **Positives Ergebnis** = Angebotsüberschuss

Quelle: Deutsche Bank Research

2011-2030: Kumulierter Anstieg der Einwohnerzahl

20

in Mio.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

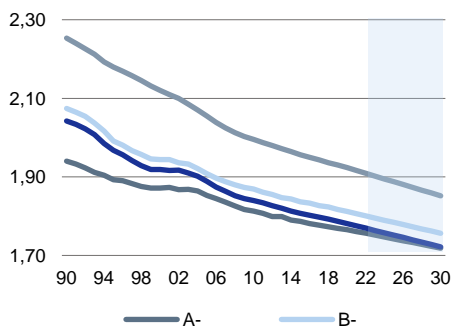
3.2 Projektion der fundamentalen Angebotsknappheit für 126 Städte bis 2030

Hier verwenden wir eine einfache Methodik, um die fundamentale Angebotsknappheit über die nächsten Jahre abzuschätzen. Hierzu vergleichen wir kumuliert seit dem Jahr 2011 die Entwicklung der Fertigstellungen mit dem Einwohnerwachstum unter Berücksichtigung der Haushaltsgröße (für Details siehe Grafik 19). Gerne würden wir weitere Faktoren wie beispielsweise Leerstände und Abrisse berücksichtigen. Diese Daten liegen uns jedoch disaggregiert nicht vor. Wie wir für den deutschen Wohnungsbestand insgesamt gezeigt haben, sind die Abrisse für Deutschland vernachlässigbar. Leerstandsdaten vereinfachen es Marktgleichgewichte zu definieren. Als Ersatz nehmen wir an, dass im Jahr 2011 ein Gleichgewicht vorlag. 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 Zeitpunkt für die Festlegung eines Gleichgewichtes ist der Zyklusbeginn im Jahr 2009. Aufgrund der kräftigen Korrektur der Einwohnerzahl durch den Zensus 2011 wählen wir aber das Jahr 2011 als Startpunkt.

1990-2030 Haushaltsgröße

21

Personen pro Haushalt



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Die bundesweite Einwohnerzahl hat seit dem Jahr 2011 um rund 4 Mio. zugenommen. Etwas mehr als die Hälfte dieses Zuwachses entfiel auf die 126 Städte, die regelmäßig im Fokus stehen. Weiterhin dürften diese Städte über Zu- und Binnenwanderung wachsen. Angesichts des knappen Wohnraums dürfte der Anteil am bundesweiten Einwohnerwachstum aber in Zukunft niedriger ausfallen. So unterstellen wir nur noch einen Anteil von etwas über 40%. Als Folge wird die Einwohnerzahl in den 126 Städten von rund 30 Mio. im Jahr 2021 auf über 31 Mio. im Jahr 2030 zulegen.

Die Zahl der fertiggestellten Wohnungen in den 126 Städten erhöhte sich im Zeitraum 2011 bis 2021 auf über 1 Mio. Bis zum Jahr 2030 erwarten wir einen weiteren Zuwachs um 850.000 Wohnungen, im Jahr also ein Plus von rund 94.000 Wohnungen. Diese Schätzung steht im Einklang mit unserer bundesweiten Prognose. Hierzu haben wir den Anteil der 126 Städte am bundesweiten Neubau, der in der Vergangenheit bei etwas mehr als einem Drittel lag, bis zum Jahr 2030 fortgeschrieben.

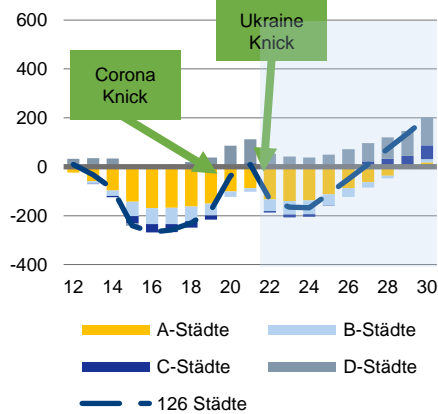


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

2012-2030 Wohnungsmarkt:
Angebot minus Nachfrage

22

Anzahl von Wohnungen in '000

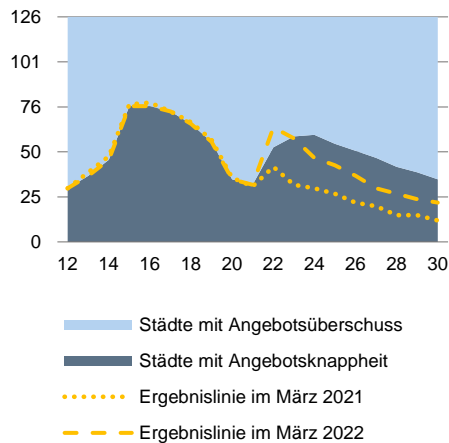


Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research, Bundesamt

2012-2030 Vergleich von Wohnungsangebot und -nachfrage

23

Anzahl der Städte



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Die Anzahl der Personen pro Haushalt betrug im Jahr 2011 bevölkerungsgewichtet über unsere 126 Städte 1,86. Sehr gleichmäßig nahm die Zahl auf 1,80 Personen im Jahr 2021 ab. Diesen Trend schreiben wir fort, wodurch die durchschnittliche Haushaltsgröße auf 1,75 Personen im Jahr 2030 fällt. Besonders niedrig ist die Quote in A- und C- Städten. Dort liegt sie bei 1,72 Personen. Ebenso ist sie in Ostdeutschland mit 1,8 deutlich niedriger als im Westen mit 2,3. Dies ist wohl hauptsächlich auf die relativ hohen Leerstände in vielen ostdeutschen Städten zurückzuführen.

Die aus diesen drei Variablen (Fertigstellungen, Einwohnerzahl, Haushaltsgröße) abgeleitete fundamentale Angebotsknappheit lag im Jahr 2022 bei 133.800 Wohnungen. Sie wird bis zum Jahr 2024 auf 167.500 zunehmen und anschließend sukzessiv abgebaut. Ab dem Jahr 2027 ist die Angebotsknappheit in den 126 Städten beseitigt. Bis zum Jahr 2030 nimmt der kumulierte Wohnungsüberschuss weiter zu, aber auch im Jahr 2030 herrscht unseren Berechnungen nach noch in 35 Städten eine Angebotsknappheit vor. In unseren Wohnungsmarktausblicken 2021 und 2022 traf dies auf nur 12 bzw. 22 Städte zu. Die hohe Angebotsknappheit in diesen 35 Städten dürfte damit über die gesamte Dekade die politische und gesellschaftliche Debatte beeinflussen, was wohl auch auf Landes- und Bundesebene Einfluss haben dürfte.

Auch künftig werden neue Entwicklungen unsere Berechnungen verändern. Insbesondere die Veröffentlichung der Daten des Zensus 2022 könnte unsere Einschätzung beeinflussen. So wird es spannend sein, inwiefern erneut eine kräftige Korrektur der Einwohnerzahlen oder des Wohnungsbestandes wie im Jahr 2011 erfolgt. Insbesondere könnte es aufgrund der hohen Zahl von Flüchtlingen zu Korrekturen kommen. Der Um- und Wegzug dieser Einwohner erfolgte in der Vergangenheit oft ohne amtliche Abmeldung.

3.3 In den meisten D-Städten ist die Angebotsknappheit eliminiert

Die fundamentale Angebotsknappheit aggregiert über unsere 126 Städte endet gemäß unserer neuen Projektion im Jahr 2027. Regional gibt es dabei jedoch große Unterschiede, insbesondere zwischen großen und kleinen Städten. Ein kumulierter Angebotsüberschuss in den A-Städten besteht bis zum Jahr 2030 fort, in den B-Städten bis zum Jahr 2029 und in den C-Städten bis zum Jahr 2026. In den 83 D-Städten besteht nach unserer Methodik aggregiert schon in den letzten Jahren keine Wohnraumknappheit mehr, der Überschuss sinkt aber von fast 100.000 im Jahr 2021 auf unter 40.000 im Jahr 2024. Jedoch gibt es auch in dieser Gruppe im Jahr 2023 32 Städte mit Wohnraumknappheit. In den

2023: Vergleich von Wohnungsangebot und -nachfrage in elf Metropolregionen

24

Metropole	Angebotsengpässe beseitigt im Jahr	Metropolregion inklusive Metropole	Angebotsengpässe beseitigt im Jahr	Metropolregion exklusive Metropole	Angebotsengpässe beseitigt im Jahr
Berlin	2030	Berlin/Brandenburg	2030	Berlin/Brandenburg	2011
Bremen	2019	Nordwest	2018	Nordwest	2015
Düsseldorf/Köln	2030	Rhein-Ruhr	2030	Rhein-Ruhr	2027
Frankfurt	2030	Rhein-Main	2026	Rhein-Main	2025
Hamburg	2025	Hamburg	2025	Hamburg	2019
Hannover	2030	HBGW	2027	HBGW	2019
Heidelberg	2028	Rhein-Neckar	2028	Rhein-Neckar	2028
Leipzig	2030	Mitteldeutschland	2030	Mitteldeutschland	2016
München	2025	München	2020	München	2020
Nürnberg	2020	Nürnberg	2019	Nürnberg	2019
Stuttgart	2030	Stuttgart	2030	Stuttgart	2020

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

Quelle: Deutsche Bank Research



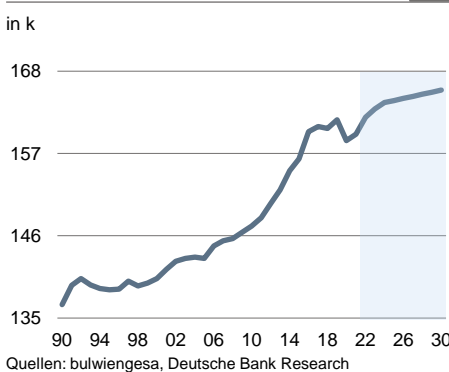
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

übrigen 51 D-Städten ist schon heute der Wohnungsmarkt relativ käufer- und mieterfreundlich, insbesondere relativ zu den Metropolen und größeren Städten.

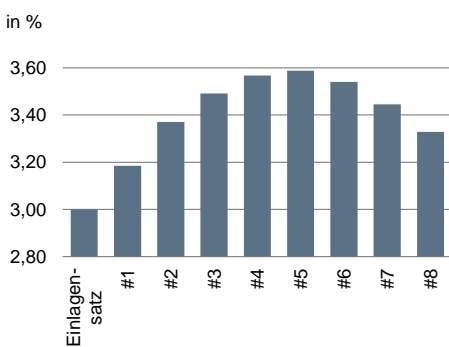
Auch über die deutschen Metropolregionen hinweg existieren große Unterschiede. So dürfte die Angebotsknappheit in den Metropolen Berlin, Köln, Frankfurt, Hannover, Leipzig und Stuttgart erst nach dem Jahr 2030 enden, in Heidelberg im Jahr 2028 und in Düsseldorf, Hamburg und München im Jahr 2025. Keine Knappheit existiert dagegen in Bremen und Nürnberg. Für Städte wie München, die im Jahr 2011 bereits eine sehr niedrige Leerstandsrate aufwiesen, impliziert dies unseren Berechnungen nach im Jahr 2025 bestenfalls eine graduelle Marktentspannung. Dagegen hatten Städte wie Bremen und Nürnberg damals deutlich höhere Leerstandsrate, Mieter und Käufer dürften dort oftmals zwischen mehreren Angeboten wählen können.

Um unsere Projektionen richtig einzuordnen, hilft auch ein Blick auf die Stadt Heidelberg. Dort gab es pandemiebedingt eine Achterbahnfahrt der Einwohnerzahl. Hierfür ist wohl die große Zahl der Studenten und der Unimitarbeiter verantwortlich, die während der Pandemie von Heidelberg weggezogen. So schrumpfte die Zahl der Einwohner im Jahr 2020 um rund 1,8% von 161.500 auf nur noch 158.700 Personen. Ab dem Jahr 2021 zog die Einwohnerzahl wieder an und erreicht unseren Berechnungen nach im Jahr 2022 ein neues Allzeithoch. Als Folge erwarteten wir sowohl im aktuellen als auch im Wohnungsmarktausblick 2021 das Ende der Engpässe für das Jahr 2028. Zwischenzeitlich im Jahr 2022 zeigte unsere Methodik keine Engpässe an. Wir zogen aber ein rasches Wiederaufleben der Knappheiten nach der Pandemie in Betracht, was sich jetzt bestätigt.

1990-2030: Einwohnerzahl in Heidelberg 25



Zinserwartung der Finanzmärkte für die nächsten acht EZB-Ratssitzungen 26



4. Zins- und Kreditausblick: Zinsen rauf, Kreditvolumen runter

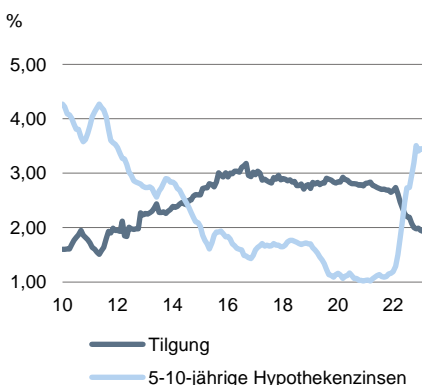
4.1 EZB: Weitere Zinsschritte sehr wahrscheinlich

Aktuell liegt der Einlagensatz bei 3,0%. Weitere Zinsschritte dürften folgen. Unserer Prognose nach erreicht der Einlagensatz nach drei Erhöhungen um 25 Basispunkte im Mai, Juni und Juli 3,75%. Im Jahr 2023 erwarten wir keine Zinssenkung. Dies dürfte erst auf die Tagesordnung rücken, wenn die Inflation wieder unter 2% fällt. Die Märkte preisen aber teilweise weniger Zinsschritte und frühere Zinsrückgänge ein.

Kreditrisiken für die Banken wohl überschaubar

Laut Bundesbank lag der Anteil des Neukreditgeschäfts mit einer Zinsbindung von weniger als einem Jahr in den letzten Jahren bei etwa 10%. Der Anteil der Kredite mit einer Zinsbindung von einem bis fünf Jahren betrug weitere 10%. Mit den immer weiter fallenden Zinsen gingen beide Anteile in den letzten Jahren zurück, da die Kreditnehmer dazu tendierten, sich die niedrigen Zinsen langfristig zu sichern. Der unseres Wissens nicht erfasste Anteil der variablen Finanzierungen mit zusätzlicher Zinssicherung dürfte beachtlich sein. Auch die Tilgungsraten erhöhten sich substantziell in der letzten Dekade von rund 1,5% pro Jahr am Anfang des Zyklus auf bis zu 3% pro Jahr. Insgesamt dürften die Risiken für den Finanzsektor sowohl aus den kurzlaufenden Krediten (Zinsänderungsrisiko) als auch insgesamt (Einkommensrisiko) überschaubar sein. Dies gilt umso mehr als der Arbeitsmarkt äußerst robust ist. Die Kreditausfälle dürften daher wohl allenfalls leicht zulegen. Einzelne Institute mit einem großen Risikoappetit und einem hohen Anteil von 100%- und 110%-Finanzierungen müssen aber womöglich die eine oder andere Abschreibung verkräften.

Tilgung und Hypothekenzinsen 27

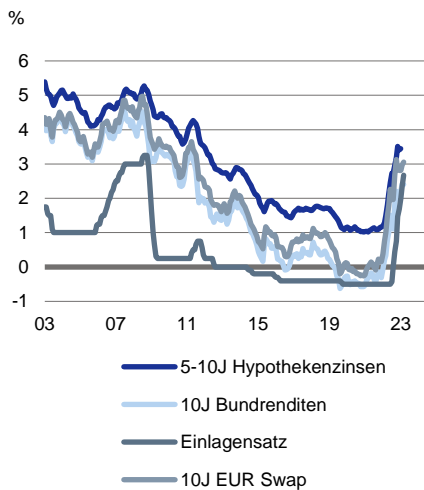




Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

Zinsumfeld für 5-10-jährige Hypothekenzinsen

28

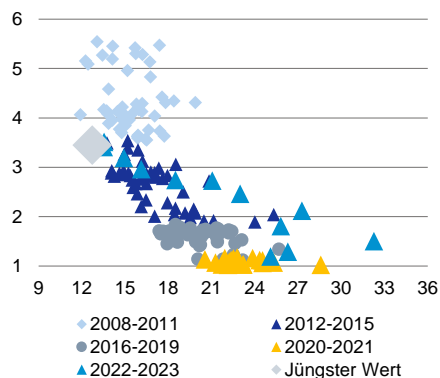


Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Zinsen vs. Neukreditvolumen

29

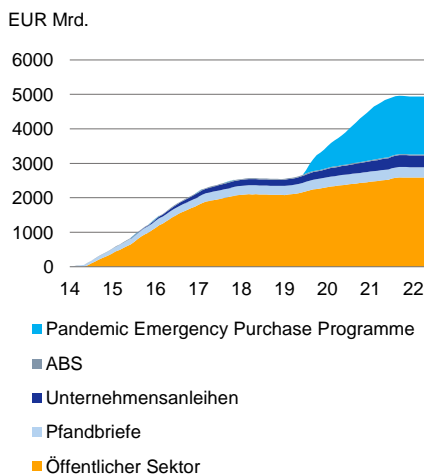
y-Achse: Hypothekenzinsen in %, x-Achse: Neue Wohnbaukredite in EUR Mrd. pro Monat



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

EZB-Anleihekäufe

30



Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics LP

4.2 Basisszenario 2023: Kapitalmarktzinsen tendieren leicht nach oben

80% der deutschen Wohnimmobilien sind mit Kreditlaufzeiten von mehr als fünf Jahren finanziert. Entsprechend sind für die Hypothekenkredite auch die langfristigen Benchmark-Zinsen wie 10-jährige Bundrenditen relevant. Im Laufe des Jahres 2023, wenn weitere Angebotsschocks ausbleiben, haben die hohen Energie- und Rohstoffpreise des Jahres 2022 einen immer geringeren Einfluss auf die Inflation. Deshalb dürfte der Preisdruck abebben. Die Inflation wird aber wohl noch einige Zeit über dem 2%-Ziel bleiben. Daher begann die EZB ab März 2023 mit dem Abbau ihrer fast EUR 5.000 Mrd. großen Anleihebestände. Zunächst dürfte dies die Kapitalmarktzinsen aber nur etwas erhöhen, da die Bestände von März bis Juni nur um EUR 15 Mrd. je Monat reduziert werden. Die EZB agiert also sehr vorsichtig. Der Druck auf die Bundrenditen ist in unserem Basisszenario folglich relativ gering. Wir erwarten im Laufe des Jahres den Renditegipfel der Bundrenditen von 2,85% und am Jahresende 2,65%. Folglich dürften auch die Hypothekenzinsen noch etwas anziehen. Sobald der Zinsgipfel absehbar ist, dürfte die Unsicherheit und die Risikoprämie fallen. Vom Jahr 2003 bis zum Jahr 2014 betrug der Spread zwischen 10-jährigen Bundrenditen und 5-10-jährigen Hypothekenzinsen durchschnittlich 105 Basispunkte. Solange die EZB Anleihen kaufte und deren Renditen fielen, erhöhten sich die Spreads (Risikoaufschlag). In den Jahren 2015 bis 2022 lag der Spread bei fast 140 Basispunkten. Vermutlich wurden in dieser Phase Prämien für künftige Zinserhöhungen einkalkuliert. Es wird auch darüber diskutiert, ob der sektorale Systemrisikopuffer für Wohnimmobilien, der die Eigenkapitalkosten der Banken erhöht, wieder wegfallen könnte. Dieser wurde in der Boomphase eingeführt, um eine Überhitzung zu vermeiden, verteuert nun die Kreditvergabe und reduziert den Neubau. Aufgrund der etwas höheren Zinsen, aber gleichzeitig sinkender Risikoaufschläge erwarten wir keinen weiteren Anstieg der 5-10-jährigen Hypothekenzinsen. Im Februar 2023 lag das Zinsniveau bei 3,6% und dies ist auch unsere Prognose für das Jahresende 2023. Die hohe Volatilität bei den Bundrenditen in den letzten Monaten dürfte aber bestehen bleiben und könnte sich künftig auch auf die Hypothekenzinsen übertragen. Wir erwarten ein Niveau von 3,8% am Jahresende 2024.

Hypothekenkredite: Neugeschäft mit nur mäßiger Erholung

Das Neukreditgeschäft betrug im Jahr 2022 rund EUR 260 Mrd., wobei die beiden Halbjahre sehr unterschiedlich verliefen. Im ersten wurden etwas mehr als EUR 160 Mrd., nach dem Zinsschock im zweiten Halbjahr aber weniger als EUR 100 Mrd. vergeben. Unser Schätzmodell führt diesen Rückgang nahezu komplett auf den Zinsanstieg zurück. Folglich hatte die hohe wirtschaftliche und politische Unsicherheit im Jahr 2023 kaum einen Effekt. Basierend auf unserer Zinsprognose erwarten wir für das Jahr 2023 ein Neukreditgeschäft in Höhe von EUR 180 Mrd. Dies wäre ein Minus von rund 30% gegenüber Vorjahr und der niedrigste Wert seit dem Jahr 2008.

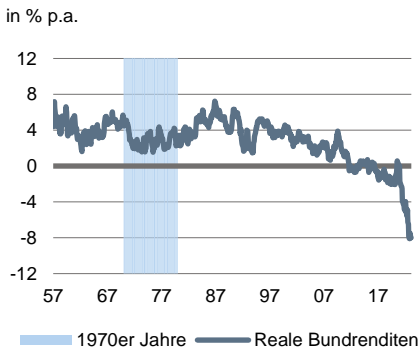
4.3 Negative reale Bundrenditen für einige Zeit wahrscheinlich

Relativ unabhängig von den Nominalzinsen erwarten wir auf absehbare Zeit negative reale Bundrenditen. Sie waren im Zuge der Eurokrise und der umfassenden Anleihekäufen der EZB negativ. Die Pandemie und dann noch stärker der Inflationsschock in den Jahren 2021 und 2022 ließen sie weiter sinken. So rutschten sie im Jahr 2022 auf nahezu -8%, in unserer Grafik der niedrigste Wert seit dem Jahr 1957 und vermutlich der niedrigste Wert seit der Hyperinflation im Jahr 1923. Wenngleich im Laufe des Jahres 2023 die Realzinsen deutlich höher notieren sollten, dürften sie negativ bleiben.



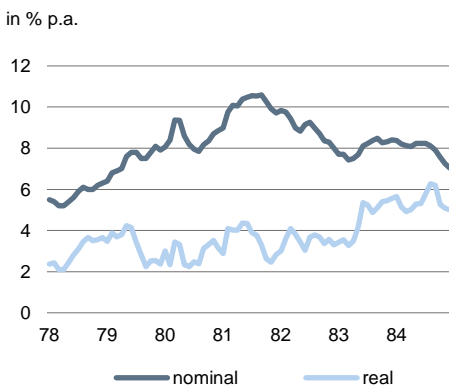
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

1957-2023: Inflationsbereinigte
Bundrenditen (mit der akt. Inflationsrate) 31



Quellen: Deutsche Bank Research, IWF

1978-1985 Bundrenditen vor, während
und nach dem Volcker-Schock 32



Quellen: Deutsche Bank Research, IWF

4.4 Wie können Investoren auf diese Entwicklungen reagieren?

Folgende Konsequenzen dürfte ein Umfeld mit einer strukturell hohen Inflation, tendenziell etwas höheren Nominalzinsen und negativen Realzinsen haben. Erstens blieben die Preise wohl bis zum Ende der Zinsanstiege unter Druck. Zweitens sind auf Kante genährte Finanzierungen deutlich riskanter als in der vergangenen Dekade, was risikofreudige Investoren bremsen sollte. Risikoaversen, langfristig orientierten Investoren würde dieses Szenario also weiterhin ermöglichen, ordentliche Renditen zu erzielen.

4.5 Risikoszenario für 2023 und später: Strukturell hohe Inflation

Es gibt zwei wesentliche Gründe, warum die Inflation weiterhin nach oben überraschen könnte. Erstens sprudeln bei hohen Inflationsraten die Steuereinnahmen. Dies ermöglicht eine sehr lockere Fiskalpolitik, wodurch fiskalische Handlungsspielräume entstehen, diese oft auch genutzt werden, was wiederum die Inflation ankurbelt. Zweitens erhöhen ein Arbeitsmarkt in Vollbeschäftigung und ein akuter Arbeits- und Fachkräftemangel die Löhne. Dies gilt insbesondere aufgrund der bevorstehenden Verrentungswelle, wodurch sich die Nachfrage nach Arbeitnehmern zuspitzen dürfte. Kräftige Zinsanstiege erhöhen das Rezessionsrisiko und die Risiken für die Finanzmarktstabilität. Daher könnten Zentralbanken dazu tendieren, die Zinsen nur zaghaft anzuheben. Die Historie aus den 1970er Jahren und dem Zinsschock Anfang der 1980er Jahre lehrt aber, dass bei einer strukturell hohen Inflation diese Risiken irgendwann in Kauf genommen werden, um die Inflation wieder in den Griff zu bekommen. Die Bundrenditen erhöhten sich von 5,2% im Jahr 1978 auf 10,6% im September 1981, anschließend fielen sie wieder, blieben aber bis zum Jahr 1985 bei über 7%. Auf den ersten Zinsschock von Dezember 2021 bis heute könnte also bei anhaltend hoher Inflation langfristig ein zweiter folgen. Die Haus- und Wohnungspreise könnten folglich kräftig fallen. Riskante Finanzierungen kämen in diesem Szenario erneut unter die Räder. Zinsen über langlaufende Kredite oder über Absicherungen festzuschreiben, wäre ein probates Mittel, um eine solche Marktphase unbeschadet zu überstehen.



5. Der Einfluss der Klimapolitik auf den deutschen Wohnungsmarkt

5.1 Klimaziele erfordern Umbau des Gebäudebestandes

Die CO₂-Emissionen im Gebäudesektor liegen mehrere Jahre über dem Zielpfad. Zudem legt der Trend der letzten Jahre eine deutliche Zielverfehlung für das Jahr 2030 nahe. So fielen die CO₂-Emissionen im Gebäudesektor vom Jahr 2011 bis 2021 um 9%. Nun sollen sie bis zum Jahr 2030 um 42% zurückgehen. Der Gesetzgeber steht unter Handlungsdruck. Mitte März verabschiedete das europäische Parlament einen Gesetzentwurf zur Richtlinie über die Gesamtenergieeffizienz von Gebäuden, mit dem Ziel, die Renovierungsquote zu erhöhen und Energieverbrauch und Emissionen zu senken. Der Gesetzentwurf enthält eine Flut von Vorschriften und Regelungen. Beispielsweise sollen Neubauten ab dem Jahr 2028 emissionsfrei sein und eine Photovoltaikanlage haben. Zudem sollen für Neubauten die Emissionen über den Lebenszyklus errechnet werden. Bei Renovierungen sollen Photovoltaikanlagen ab dem Jahr 2032 Pflicht sein. Bei größeren Renovierungen sollen Öl- und Gasheizungen ausgetauscht werden.

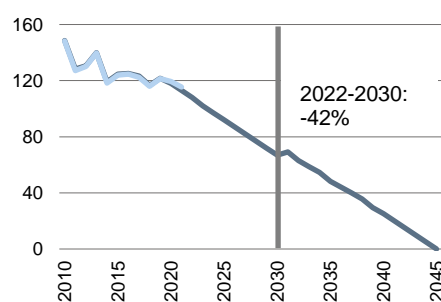
Der jüngst vorgelegte nationale Gesetzentwurf zur Novellierung des Gebäudeenergiegesetzes verfolgt ähnliche Ziele. Ab dem Jahr 2024 sollen bei Neubauten und Renovierungen Heizungen auf der Basis von 65% erneuerbaren Energien betrieben werden. Zudem sieht die Bundesregierung eine Austauschpflicht von 30 Jahre alten Heizungen vor. Eine ähnliche Regelung enthielt bereits die Energieeinsparverordnung 2014. Seit dem Jahr 2015 besteht eine Austauschpflicht für Konstanttemperaturheizkessel. Die modernen Heizkessel verringerten den Verbrauch deutlich, wodurch sich Investitionen oft rechnet. Bei dem nun geforderten Austausch zugunsten einer Wärmepumpe oder eines Fernanschlusses, dürfte eine schnelle Amortisation schwierig sein. Eine Austauschpflicht ohne großzügige staatliche Unterstützung dürfte auf erhebliche Widerstände treffen.

Oft wenig Beachtung finden aber die zahlreichen Ausnahmen sowohl im europäischen als auch im nationalen Gesetzesentwurf. Der europäische Text erlaubt Ausnahmen für denkmalgeschützte Gebäude, ebenso können nationale Regierungen Ausnahmen bei der Pflicht zur Photovoltaikanlage vornehmen. Zudem findet man mehrmals Formulierungen wie „sofern dies technisch und wirtschaftlich machbar ist“. Der nationale Gesetzesentwurf enthält das Wort „möglichst“². Es dürfte also Ausnahmen geben. Über 80-jährige Eigentümer können beim Heizungstausch an fossilen Heizungen festhalten. Zudem sieht der Gesetzgeber Härtefallregelungen und Fördermöglichkeiten vor. Diese Details zeigen, dass sich der Gesetzgeber der enormen Herausforderung bewusst ist. Das Ende März verabschiedete „Modernisierungspaket für Klimaschutz und Planungsbeschleunigung“ trägt dem ebenfalls Rechnung. Es wurde eine größere Technologieoffenheit vereinbart. So sollen nicht nur Wärmepumpen erlaubt sein, sondern auch Infrarot- und Hybridheizungen, zum Beispiel eine bivalente Wärmepumpe mit Gasbrennwertkessel. Hiermit bleibt langfristig auch Wasserstoff eine Option. So sollen die CO₂-Emissionen nun aggregiert über alle Sektoren stärker berücksichtigt werden. Da die Emissionsreduktion im Bausektor relativ teuer ist, dürfte hier eine Zielverfehlung eher akzeptiert werden als in anderen Sektoren. Laut des Modernisierungspakets bleiben die Sektorziele aber bestehen. Das langfristige Ziel eines klimaneutralen Gebäudebestandes im Jahr 2045 wurde ebenfalls bestätigt. Es dürfen also nur temporär zu hohe CO₂-Emissionen akzeptiert werden. Der Sanierungsdruck bleibt folglich bestehen.

2010-2045 Treibhausgasemissionen:
Ist und Ziele im Gebäudesektor

33

in Mio. Tonnen CO₂-Äquivalent



Quelle: Umweltbundesamt

² „... dass von 2024 an möglichst jede neu eingebaute Heizung zu 65% mit erneuerbaren Energien betrieben werden soll“



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

5.2 Ausbauziele von Fernwärme und Wärmepumpe erfordern massiven Umbau des Gebäudebestandes

Die von der Regierung in Auftrag gegebene im Jahr 2022 veröffentlichte Studie „Gebäudestrategie Klimaneutralität 2045“ beschreibt die nötigen Schritte zur Erreichung der Klimaziele. Demnach erfordert ein klimaneutraler Gebäudebestand eine Erhöhung der Zahl der Fernwärmeanschlüsse in Wohngebäuden von über 6 Mio. im Jahr 2020 auf rund 9 Mio. im Jahr 2030. Grob erhöhte sich vom Jahr 2015 bis 2020 die Anzahl der Anschlüsse um jährlich 100.000. Es bedarf also in etwa einer Verdreifachung der jährlichen Leistung, die vor allem auf den Tiefbau entfällt. Dort gibt es einen großen Arbeits- und Fachkräftemangel. Die Vakanzzeit offener Stellen verdoppelte sich vom Jahr 2015 bis zum Jahr 2022 auf rund 200 Arbeitstage. Da diese Technologie über Jahrzehnte erprobt ist, könnte das Ziel dennoch gelingen. Die geringe Zahl an Arbeitstagen, um Gebäude an das Fernwärmenetz anzuschließen, stimmt ebenso optimistisch. So werden für Einfamilienhäuser typischerweise vier und für Mehrfamilienhäuser sechs Arbeitstage benötigt. Der hohe politische und gesellschaftliche Druck auf die Städte und Kommunen, das Fernwärmeziel zu erreichen, dürfte auch viele Ressourcen in diesen Bereich umlenken.

Arbeitsaufwand zum Einbau von Heizungen

34

Arbeitstage	EFH	MFH
Luft-Wasser-WP	14,5	27,8
Sole-Wasser-WP	18,3	34,1
Gas	5,0	6,9
Biomasse	8,0	12,4
Fernwärme	4,0	6,2

EFH=Ein-, MFH=Mehrfamilienhaus, WP=Wärmepumpe

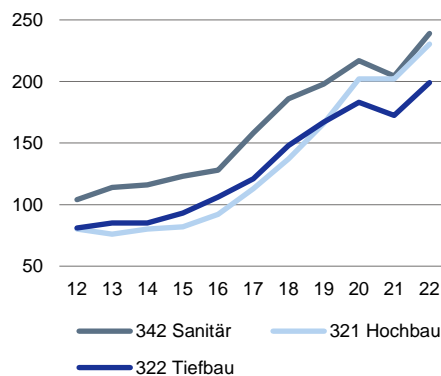
Quellen: ITG, Klimaneutraler Gebäudebestand 2045

Die Zahl der Wärmepumpen soll sich sogar vervierfachen, von aktuell rund 1,5 Mio. auf rund 6 Mio. bis zum Jahr 2030. Dies ist auch besonders ambitioniert, weil beim Einbau einer Wärmepumpe in ein Einfamilienhaus aktuell typischerweise zwei Wochen Arbeitszeit angesetzt werden. Laut den in der Studie gemachten Einschätzungen erfordert das Erreichen der Wärmepumpenziele die Arbeitszeit von rund 50.000 Vollzeitäquivalenten. Im Jahr 2022 gab es laut der Berufsklassifikation 2010 der Arbeitsagentur rund 190.000 sozialversicherungspflichtig Beschäftigte, die in der Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnikbranche arbeiten. Fast alle arbeiten Vollzeit und 180.000 sind Fachkräfte. Die Zahl der Fachkräfte nur im Heizungssektor ist über die Berufsklassifikation nicht ermittelbar. Unterstellt man 100.000 Fachkräfte im Heizungssektor, müssten künftig in etwa die Hälfte der Beschäftigten Wärmepumpen einbauen. Jeden zweiten Beschäftigten auf eine neue Technologie umzuschulen, wäre zweifellos herausfordernd.

Arbeitsmarkt: Arbeitskräfte sind rar

35

Besetzungsdauer vakanter Stellen in Tagen



Quelle: Bundesagentur für Arbeit

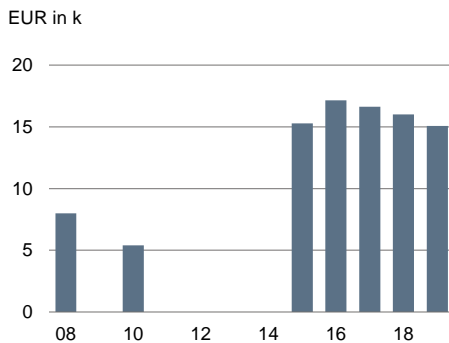
Gegen die Erreichung des 6-Millionen-Ziels spricht, dass nicht jeder umgeschult werden kann und will. Insbesondere unter Arbeitnehmern über 55 Jahren, deren Anteil laut Berufsklassifikation rund 19% beträgt, könnte die Bereitschaft begrenzt sein. Ebenso kann in etwa ein Sechstel der 180.000 Fachkräfte keine Ausbildung vorweisen. Auch in dieser Gruppe könnten Umschulungen kein Selbstläufer sein. Zudem ist der schon heute hohe Fachkräftemangel zu berücksichtigen. So sind vom Jahr 2012 bis zum Jahr 2022 die Vakanzzeiten von offenen Stellen in den Sanitär-, Heizungs- und Klimatechnikberufen von rund 100 Tagen auf fast 240 Tage angestiegen. Die anstehende Verrentungswelle dürfte die Lage weiter verschärfen. Ebenso kann es für den Einbau der Wärmepumpe bauliche Hindernisse geben. Es gibt aber auch eine Reihe von Pro-Argumenten. So dürfte die Lernkurve bei der neuen Technologie steil sein. Die Zahl der Arbeitstage zur Installation einer Wärmepumpe könnte fallen. Ebenso könnten die Hersteller die Effizienz der Wärmepumpen verbessern. Der hohe politische Wille, die hohe und langfristig wachsende Nachfrage und die Bereitstellung von Fördermilliarden gibt den Herstellern Planungssicherheit und macht auch die Forschung und Weiterentwicklung attraktiv. So könnte die Jahresarbeitszahl, welche das Verhältnis von thermischer Energie zu elektrischer Energie misst, deutlich zunehmen. In der Praxis weisen viele Wärmepumpen aktuell eine Jahresarbeitszahl von rund 3 auf. In der Zukunft könnten moderne Wärmepumpen deutlich höhere Werte aufweisen. Des Weiteren werden der Fachkräftemangel und zahlreiche Gegenmaßnahmen in der Studie „Gebäudestrategie Klimaneutralität 2045“ intensiv diskutiert. Diese reichen von der Aus- und Fortbildung bis zur Erhöhung der Frauenquote, die aktuell bei weniger als 1% liegt, bis hin zur



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

Marktpreise für Luft-Wasser-Wärmepumpe bis 10 kW

36



Quellen: Deutsche Bank Research, MAP-Förderfälle; BAFA

gezielten Zuwanderung. Das geplante Einwanderungsgesetz nach kanadischem Vorbild könnte hier ein wichtiger Baustein sein. Zudem startete im April 2023 ein Förderprogramm des Bundes. Über 30 Monate sollen mehr als 40.000 Handwerker und Energieberater lernen, die neue Technologie zu meistern. Hierfür werden mehrere hundert Euro pro Schulung oder Coaching und maximal EUR 5.000 pro Antragsteller bereitgestellt. Darüber hinaus hält der Bundesverband Wärmepumpe die Ziele für umsetzbar, was insbesondere aufgrund seiner zu vorsichtigen Absatzprognosen in der Vergangenheit positiv stimmt.

Angesichts der zahlreichen Pro- und Kontra-Argumente und der dürtigen Datenlage bleibt aus analytischer Sicht unklar, ob das 6-Millionenziel im Jahr 2030 erreicht wird. Dabei könnten nicht nur Angebotsengpässe, sondern auch eine zu geringe Nachfrage der Zielerreichung im Wege stehen. Die Einführung und Durchsetzung von Ordnungsrecht sind politisch brisant. Zudem wird man durch eine simple Förderung eine potenzielle Nachfragerücke kaum schließen. Die Preise für Luft-Wasser-Wärmepumpen haben sich in den letzten 15 Jahren grob verdoppelt. Die staatliche Förderung floss also wohl vor allem den Herstellern von Wärmepumpen und nicht den Immobilieneigentümern zu.

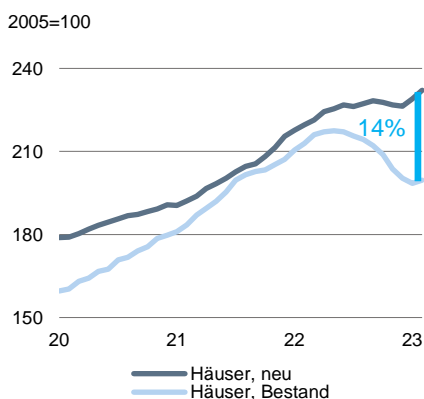
Neben dem Austausch der Heizungen steht die Gebäudehülle im Fokus. Das Gebäudeenergiegesetz sieht zwar Vorschriften für den Wärmedurchgangskoeffizient vor, der die Wärmeabgabe eines Gebäudes nach außen misst, jedoch spiegeln diese typischerweise den aktuellen Technikstandard der Bauteile wider. Damit sind die gesetzlichen Vorgaben deutlich weniger herausfordernd als das Wärmepumpenziel.

5.3 Preisunterschiede zwischen Gebäuden mit niedrigen und hohen Emissionen

Emissionsarme Gebäude erzielen wohl schon heute Preisaufläge. So waren im Sommer 2021 die Preisindizes für Bestands- und neue Häuser ähnlich hoch. Im Februar 2023 dagegen gab es eine Differenz von 14%. Das Berücksichtigen von energetischen Sanierungskosten bei Bestandsimmobilien dürfte die Divergenz erklären. In den Boomjahren spielte der Sanierungszustand und der Energieausweis eine deutlich geringere Rolle. Heute werden un- oder geringfügig sanierte Objekte wohl regelmäßig mit Abschlägen gehandelt. Langfristig dürften sich diese erhöhen. Auf der Angebotsseite verschärft sich wohl über die gesamte Dekade der Arbeits- und Fachkräftemangel. Folglich sind die hochgesteckten Neubau- und Sanierungsziele schwer erreichbar. Auf der Nachfrageseite dürfte es über die Verteuerung von Energie und die Berücksichtigung der Kosten des Klimawandels zur Umlenkung weg von Gebäuden mit hohen Emissionen und hin zu emissionsarmen Gebäuden kommen. Bereits heute verteuert die CO₂-Steuer die Energiekosten. In den nächsten Jahren verpflichtet die EU-Taxonomie größere Unternehmen und institutionelle Investoren, ihren ESG-Fußabdruck jährlich zu publizieren. Die Art und Weise wie Unternehmen Gewinne erwirtschaften, rückt somit in den Fokus. Verbraucher und die Öffentlichkeit können dann gezielter mit den Füßen abstimmen und Fehlverhalten bzw. dauerhafte Minderleistungen anprangern, was wiederum Einfluss auf den Unternehmenserfolg haben dürfte. Zum Beispiel muss die Green-Asset-Ratio, der Anteil der nachhaltigen an allen Investitionen, veröffentlicht werden. Geraten Immobilienunternehmen aufgrund einer niedrigen Green-Asset-Ratio unter Druck, dürfte das Unternehmen reagieren und die Nachfrage nach emissionsarmen Objekten erhöhen. Weitere regulatorische Vorgaben wie der geplante Klimazoll dürften die Energiekosten perspektivisch weiter verteuern. Werden die Klimaziele im Gebäudesektor über die gesamte Dekade deutlich verfehlt, könnte das Ordnungsrecht, zum Beispiel über einen Höchstwert bei der Green-Asset-Ratio, geschärft werden. Zudem dürfte es auch deshalb zu einer weiteren Preisdifferenzierung kommen, weil viele Menschen den Wunsch hegen, etwas aktiv gegen die Klimakrise zu unternehmen. Ein knappes Angebot und eine

Hedonische Hauspreisindizes

37



Quellen: Deutsche Bank Research, Hypoport



tendenziell steigende Nachfrage nach emissionsarmen Gebäuden dürften die Preisaufschläge gegenüber den Gebäuden mit hohen Emissionen in den kommenden Jahren weiter erhöhen.

5.4 Frühe Sanierung könnte optimal sein

Neben höheren Preisen kann man wohl auch höhere Mieten für emissionsarme Gebäude erwarten. Vor allem Haushalte mit relativ hohen Einkommen dürften eine emissionsarme Mietwohnung in Betracht ziehen. Hier dürften Mieterhöhungen dann auch leichter durchsetzbar sein. Inwieweit höhere Preise und Mieten die Neubau- oder Sanierungskosten decken, ist unklar. Soll die Wärmewende aber gelingen, dürfte der Staat hier in der Zukunft wieder vermehrt Anreize setzen. Sowohl im Entwurf zur Novellierung des Gebäudeenergiegesetzes als auch im Modernisierungspaket werden Förderungen in Aussicht gestellt. Ein optimaler Sanierungszeitpunkt könnte daher bestehen, sobald die Förderkulisse sich aufhellt und die Bundesregierung neue Förderprogramme auflegt. Die aktuelle Baurezession und wieder fallende Materialkosten bieten womöglich ebenfalls eine Gelegenheit, Aufträge zu vergeben. Auch aufgrund vermutlich deutlich höherer Löhne als Folge des sich verschärfenden Arbeits- und Fachkräftemangels empfiehlt sich eine frühe Sanierung. Zudem erwarten wir, wie beschrieben, dass die Nachfrage das Angebot an sanierten Objekten noch viele Jahre übertreffen wird. Die Vorreiter dürften also nicht nur niedrigere Sanierungskosten, sondern auch höhere Preise und Mieten und damit insgesamt höhere Renditen erzielen. Zudem empfiehlt es sich, eine Sanierungsstrategie zu entwickeln. Vermutlich sind hierbei einfach zu sanierende Objekte der bessere Startpunkt als die Gebäude mit hohen Emissionen, bei denen die Emissionsreduktion oft unverhältnismäßig teuer ist. Besonders im Fokus dürften serielle Sanierungen stehen. Sobald mit der neuen Methode positive Erfahrungen gesammelt wurden, könnten Skalenvorteile die Kosten kräftig senken. Anstatt über Sanierungen können die durchschnittlichen CO₂-Emissionen in einem Portfolio auch über Zukäufe emissionsarmer Objekte und Verkäufe von Gebäuden mit hohen Emissionen gesenkt werden. Aufgrund der hohen aktuellen Unsicherheit im Wohnungsmarkt könnte es für beides aktuell Opportunitäten geben.

Nachfrageverschiebung innerhalb der Gruppe von emissionsarmen Gebäuden?

38

Auch innerhalb emissionsarmer Gebäude könnten die Preise zwischen strombasierten Heizungen und schlecht gedämmten Gebäuden einerseits und Alternativen wie Pellets-, Biomasse-Heizungen und Fernwärme und gut gedämmten Gebäuden andererseits divergieren. Dies gilt zumindest dann, wenn die Strompreise in Folge einer hohen Nachfrage aufgrund der Elektrifizierung der Mobilität und der Raumwärme auf ein immer größeres, aber womöglich unstabiles Angebot von Sonne und Wind trifft.

Quelle: Deutsche Bank Research

5.5 Auch Antisanierungsstrategie könnte wirtschaftlichen Erfolg versprechen

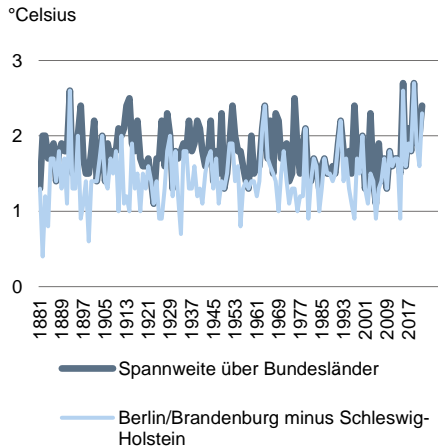
Vor allem für kleinere Unternehmen, Kleinvermieter und Investoren, für die die Taxonomie gilt, diese aber trotzdem relativ geringe Auswirkungen mit sich bringt, bietet das neue regulatorische Umfeld womöglich auch Chancen. Denn der massive Arbeits- und Fachkräftemangel dürfte die gesetzlichen Austausch- und Sanierungspflichten teilweise unterminieren. Kommt es trotzdem aufgrund der medialen Berichterstattung und des gesellschaftlichen und politischen Drucks vermehrt zu Verkäufen von Gebäuden mit hohen Emissionen, dann könnten diese günstig erworben werden und Sanierungen bewusst unterbleiben. Kurzfristig dürfte es so möglich sein, Überrenditen zu erzielen. Wir vermuten, dass der Gesetzgeber über die nächsten Jahre von einem Wohnverbot und den daraus resultierenden „Stranded assets“, absieht, solange der Wohnraum knapp ist. Ebenso dürfte die Rechtsprechung aufgrund der normativen Kraft des Faktischen – der fehlenden Arbeitskräfte – wohl sehr zurückhaltend agieren. Sehr langfristig hängt der Erfolg dieser Strategie dann vor allem von der Entwicklung der Sanierungskosten ab. Im ungünstigen Fall steigen die Kosten überproportional, weil der Arbeits- und Fachkräftemangel sich immer weiter verschärft. Im günstigen Fall sind die Sanierungskosten aufgrund von Skaleneffekten und technologischem Fortschritt in der nächsten Dekade geringer als heute. Angesichts der generell großen Bedeutung des Wohnungsmarktes und der großen Verdienstmöglichkeiten für erfolgreiche Sanierer sollten hier entscheidende Fortschritte möglich sein. Zu guter Letzt könnte diese Strategie auch aus



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

Temperaturdifferenz im Sommer zwischen Berlin/Brandenburg und Schleswig-Holstein

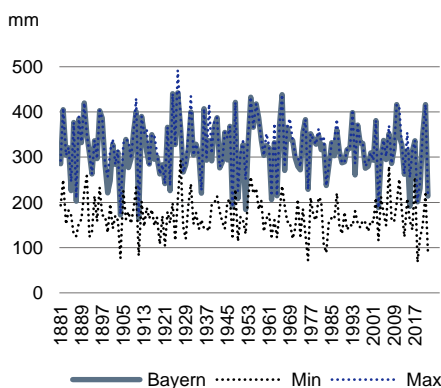
39



Quellen: Deutsche Bank Research, DWD

Niederschlag im Sommer in Bayern, relativ zu anderen Bundesländern

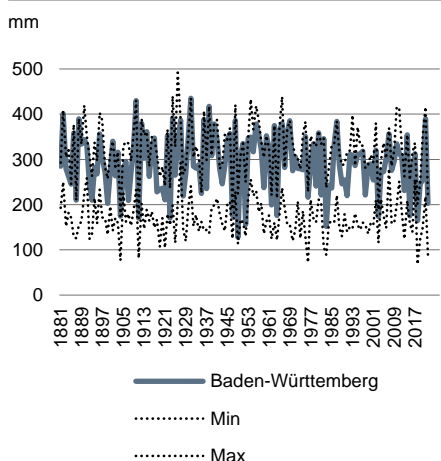
40



Quellen: Deutsche Bank Research, DWD

Niederschlag im Sommer in Baden-Württemberg, relativ zu anderen Bundesländern

41



Quellen: Deutsche Bank Research, DWD

klimapolitischer Sicht sinnvoll sein, da der optimale Sanierungszeitpunkt, definiert als die minimale Summe aller CO₂-Emissionen eines Gebäudes, jenseits dieses Jahrzehntes liegen könnte, zumindest wenn man deutliche Skaleneffekte und Effizienzgewinne unterstellt.

5.6 Klimatische Veränderungen und Auswirkungen auf den Wohnungsmarkt

Bisher spielen klimatische Standortfaktoren für Investoren kaum eine Rolle. Dies könnte sich mit der Verschärfung der Klimakrise ändern, wobei es sowohl direkte als auch indirekte Effekte auf die Wohnungsnachfrage geben könnte. In Regionen, die eine höhere Wahrscheinlichkeit von Extremwetterereignissen aufweisen, reduziert sich die Wohnnachfrage durch eine niedrigere Lebensqualität. Zum Beispiel könnte es einen direkten negativen Einfluss durch die Rationierung von Wasser zum Gießen des Gartens oder Auffüllen des Schwimmbads in den eher trockenen Regionen geben. Dort dürften auch Brände wahrscheinlicher sein und tendenziell zunehmen. Stark geschädigte Wälder oder Felder dämpfen wohl auch die Nachfrage nach Wohnraum, insbesondere dann, wenn solche Ereignisse häufiger auftreten und die Natur sich nicht mehr völlig regeneriert. Die Nachfrage dürfte ebenfalls in den Regionen sinken, die vermehrt von Hochwasser und Überschwemmungen betroffen sind. Noch bedeutender könnten die indirekten Effekte auf die Nachfrage nach Wohnraum sein. So könnten ganze Wertschöpfungsketten gebrochen und Geschäftsmodelle unrentabel werden, wenn die Infrastruktur durch Hitzeschäden, ausgetrocknete Flüsse oder Brände geschädigt wird. Da langfristig die Preise und Mieten mit den Einkommen zulegen, könnten die Mieten in den betroffenen Regionen weniger stark steigen oder fallen. Regionen, die künftig weniger von Extremwetterereignissen betroffen sein werden, könnten dagegen eine höhere Nachfrage, höhere Preise und Mieten aufweisen.

Viele Informationen fehlen, um abschätzen zu können, welche Regionen eher zu den Gewinnern und Verlierern zählen. So sind die Auswirkungen der Klimakrise auf Deutschlands Regionen unklar. Aber ebenso bleibt es fraglich, inwieweit es gelingen kann, Klimaschäden durch Verhaltensänderung, bauliche Maßnahmen, Vorsorge und gutes Krisenmanagement einzudämmen oder sogar zu verhindern. Erste Anhaltspunkte liefern die umfangreichen Daten des Deutschen Wetterdienstes. So weist Schleswig-Holstein eher niedrige und Berlin/Brandenburg tendenziell eher hohe Durchschnittstemperaturen im Sommer auf. Historisch beträgt die Differenz zwischen beiden Regionen im Mittel etwa 1,5°C, die letzten Jahre betrug sie sogar rund 2°C. Bayern und Baden-Württemberg haben tendenziell, vermutlich aufgrund der höheren Zahl an Sonnenstunden, höhere Temperaturen als Schleswig-Holstein. Jedoch gibt es dort typischerweise auch höhere Niederschläge, was Brände und potenzielle Wasserrationierungen weniger wahrscheinlich macht. Zudem erhöht es den Ertrag von Photovoltaikanlagen, was wiederum die Nebenkosten senken könnte. Generell dürfte dabei auch gelten, dass Mittel- und Hochgebirge tendenziell aufgrund geringerer Verdunstung eine höhere Bodenfeuchte aufweisen. Dagegen ist Berlin/Brandenburg eine eher trockene Region mit eher hoher Waldbrandgefahr. Schleswig-Holstein wiederum könnte am stärksten vom steigenden Meeresspiegel oder den Kosten für höhere Dämme betroffen sein. Angesichts der vielen Einflussfaktoren und der unklaren regionalen Auswirkungen des Klimawandels wird es wohl noch einige Jahre dauern, bis sich diese spürbar in den Renditeüberlegungen von Investoren niederschlagen.



6. Zusammenfassung und Ausblick für Deutschland, Metropolen und Metropolregionen

6.1 Preistreiber und -dämpfer im Wettstreit

Der Zinsschock hat den Boom beendet. Die hohen Preisanstiege und Eigenkapitalrenditen sind passé. Die Preise fallen seit dem Frühjahr 2022. Wie lange diese Phase anhält, ist analytisch herausfordernd. Viele Faktoren, die zum Teil gegensätzlich wirken, sind für eine solide Analyse zu berücksichtigen. Die deutlich höheren Finanzierungskosten legen noch kräftigere Preisrückgänge nahe. Bei den un- und geringfügig sanierten Gebäuden wirkt auch das Einpreisen von Sanierungskosten preisdämpfend. Dies gilt umso mehr als der Gesetzgeber laut über eine Verschärfung von Austausch- und Sanierungspflichten nachdenkt.

Der Hauptpreistreiber ist die fundamentale Angebotsknappheit. Im Jahr 2023 weisen unseren Berechnungen nach 59 der 126 Städte eine höhere Nachfrage als Angebot auf. Die Situation verbessert sich über die Dekade nach unseren Projektionen nur langsam. Im Jahr 2030 weisen immer noch 35 Städte eine Angebotsknappheit auf. Dabei handelt es sich vor allem um die Städte mit hohen Einwohnerzahlen. Die Knappheiten dürften auch auf deren Nachbarstädte und ganze Regionen abstrahlen. Hierbei gibt es aber bedeutende Unterschiede. Zu den Metropolen mit einer hohen Angebotsknappheit über die gesamte Dekade zählen wir Berlin, Frankfurt, Hannover, Heidelberg, Köln, Leipzig, Stuttgart und München. Die Angebotsknappheit endet unseren Berechnungen nach in Düsseldorf und Hamburg im Jahr 2025. In Bremen und Nürnberg hat sich der Markt entspannt. Seit vielen Jahren haben wir in unseren Wohnungsmarktausblickten darauf hingewiesen, dass diese Städte eine höhere Zinssensitivität aufweisen dürften. Nun steht der Lackmустest an.

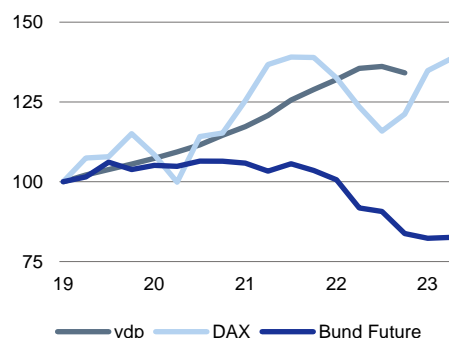
Neben der fundamentalen Angebotsknappheit gibt es eine Reihe von weiteren Faktoren, die die Preise tendenziell erhöhen. So war inflationsbereinigt der Preisrückgang im Jahr 2022 bereits sehr kräftig. Zudem sind aktuell die sehr negativen Realzinsen ein Investitionsanreiz. Angesichts der hohen Schuldenstände in vielen Euroländern dürften sie strukturell niedrig, wahrscheinlich negativ bleiben. Kreditnehmer können in diesem Fall die Inflation für sich arbeiten lassen, wodurch sie weniger Kaufkraft zurückzahlen müssen als sie aufgenommen haben. Ein weiterer Faktor ist der Inflationsschutz. In Phasen mit hohen Inflationsraten erhöhten sich die Haus- und Wohnungspreise schneller als die Inflation. Dies dürfte auch diesmal gelten, insbesondere vor dem Hintergrund der hohen Angebotsknappheit. Zu guter Letzt beginnen die Mieten anzuziehen. Zwar spricht das strikte regulatorische Umfeld gegen kräftige Mieterhöhungen. Aber die Zunahme von Kurzzeitvermietung, möblierter Vermietung und der wohl kräftig steigende Anteil der Indexmieten deutet auf ein höheres Mietwachstum hin.

Auch die relative Risikoposition macht den deutschen Wohnungsmarkt attraktiv. So fallen aktuell zwar die Preise, aber die Rückgänge sind im Vergleich zum Aktien- und Anleihemarkt gering. Da historisch die Haus- und Wohnungspreise mit der Inflation zulegen, dürfte der Wohnimmobilienmarkt langfristig auch für institutionelle Investoren attraktiver sein als der Anleihemarkt, der womöglich einen höheren Cash-Flow abwirft, aber in der Regel keinen Inflationsschutz bietet. Des Weiteren dürfte auch diesmal der Wohnimmobilienmarkt im Vergleich zum Gewerbeimmobilienmarkt eine deutlich geringere Konjunktur- und Zinsreagibilität aufweisen. Zu guter Letzt ist der deutsche Wohnungsmarkt, gemessen am Einkommen und den Mieten laut den OECD-Indizes, weniger überbewertet als viele andere Wohnungsmärkte. Angesichts des relativ geringeren Risikos im deutschen Wohnungsmarkt im Vergleich zu anderen Kapitalanlagen dürften Investoren eine relativ hohe Bereitschaft haben, in den deutschen

Deutsche Indizes für wichtige Kapitalanlagen

42

Q1 2019 = 100



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



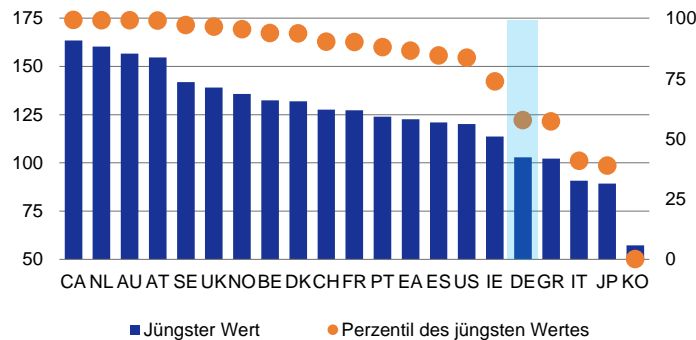
Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

Wohnimmobilienmarkt zu investieren. Womöglich akzeptieren sie anfänglich auch einen negativen Cash-Flow, um dann langfristig am Inflationsschutz und dem relativ geringen Risiko partizipieren zu können.

2022 Preise zu Einkommen

43

linke y-Achse: Historischer Durchschnitt für jedes Land = 100
rechte y-Achse: Perzentile über 21 Länder von 1960 bis 2022

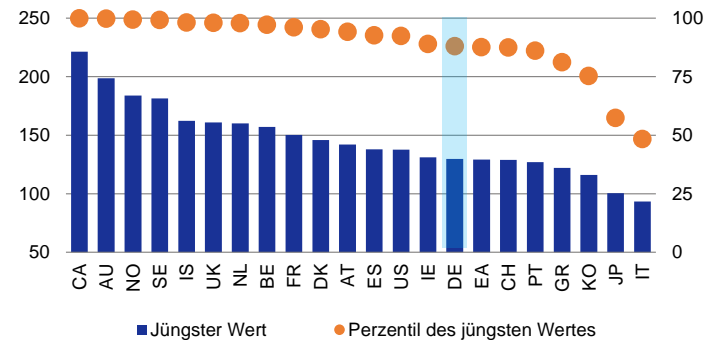


Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

2022 Preise zu Miete

44

links: Historischer Durchschnitt je Land = 100, rechts: Perzentile über 22 Länder 1960- 2022



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

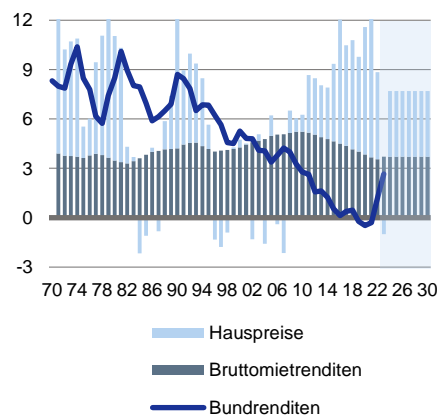
6.2 Quo vadis Preise? Bodenbildung ist nahe, wenn Zinsanstiege bald enden

Wir unterstellen einen weiteren Preisrückgang im ersten Quartal von 2% ggü. Vorquartal. Im Anschluss sollten die Preise wieder leicht anziehen. Der Startschuss hierfür könnten eine vorsichtigere Kommunikation der EZB im Hinblick auf weitere Zinsanhebungen sowie ein weiterhin vorsichtiges Vorgehen bei der Reduktion der Anleihekäufe sein. In der Folge dürften auch die Hypothekenzinsen wieder fallen, die Unsicherheit bei den Investoren spürbar abnehmen und die positiven Preistreiber das Kommando übernehmen. Das historische Vorbild für aktuellen Entwicklungen sind in vielerlei Hinsicht die 1970er Jahre. Auch damals gab es Energiekrisen, hohe Lohnabschlüsse, eine lockere Fiskalpolitik und Kriege. In dieser Dekade legten die durchschnittliche Inflation jährlich um 5% und die Hauspreise um 6% zu. Würden bis zum Jahr 2030 die Hauspreise wieder mit 1%-Punkt über der Inflation zulegen und unterstellt man eine durchschnittliche Inflationsrate von jährlich 3%, dann würden die Hauspreise jährlich um 4% zulegen. Das Mietwachstum dürfte ähnlich hoch liegen, sodass die anfänglichen Mietrenditen auf den heutigen Niveaus seitwärts laufen. Die Mietrenditen verharren in diesem Szenario bei aktuell 3,7%. Der Wohnungsmarkt bliebe in diesem Szenario attraktiv, jedoch müssten von den Renditen neben den höheren Finanzierungskosten, auch Sanierungskosten, CO₂-Abgaben und ähnliches finanziert werden. Die teilweise exorbitanten Renditen der Boom-Phase von der Finanzkrise bis zum Jahresanfang 2022 erwarten wir nicht mehr.

1970-2030: Renditen im Wohnungsmarkt vs. Bundrenditen

45

in % p.a.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

6.3 Risikoszenario: Weiterer Zinsschock. Aus dem „whatever it takes“ der 2010er Jahre könnte ein „whatever it may cost“ der 2020er Jahre werden

Unser hier beschriebenes Basisszenario „Preisdelte am deutschen Wohnungsmarkt“, welches wir erstmals im März 2021 im Wohnungsmarktausblick darlegten, wurde des Öfteren als optimistisch bezeichnet. Dieser besteht aber nur fort, wenn die hohe Inflation wieder nachlässt und unter das 2%-Ziel fällt. Andernfalls droht eine weitere Straffung der Zinsen. Kurzfristig dürften die aktuelle hohe Unsicherheit und Finanzstabilitätsrisiken das Zinsanhebungspotenzial begrenzen. Der Blick auf die 1970er Jahre lehrt jedoch, dass die Zentralbanken letztlich die Inflation in den Griff bekommen, auch wenn dies mit enormen Kosten einhergeht. So endete die Inflation in den 1970er Jahren mit dem Volcker-Schock und massiven Zinserhöhungen. Diese führten nicht nur zu einer schweren



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023

Rezession, sondern auch zur Lateinamerika-Krise. Sollte die Inflation also strukturell hoch bleiben, dann werden die Zinsen früher oder später noch einmal kräftig steigen. Die Hauspreise könnten dann erneut unter Druck geraten. Immerhin dürften in diesem Szenario nahezu alle Kapitalanlagen an Wert einbüßen, Investitionen im deutschen Wohnungsmarkt könnten dann in Relation zu anderen Assetklassen noch relativ gut abschneiden.

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



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023



Deutschland-Monitor

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

- ▶ **Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2023:**
Preisdelle und Zinsgipfel voraus 18. April 2023
- ▶ **Digitaler Aufbruch für Deutschland:**
Digitalstrategie der Bundesregierung 2022-2025 25. Oktober 2022
- ▶ **Deutschem Arbeitsmarkt droht schwieriger Winter** ... 13. Oktober 2022
- ▶ **Energiekrise trifft Industrie bis ins Mark** 5. Oktober 2022
- ▶ **2022: Rekordzuzug seit 1990. 2030: Fast 86 Mio. Einwohner.**
Wohnraumknappheit verschärft sich 2. August 2022
- ▶ **Ein außergewöhnlicher Halbleiterzyklus: Sonderfaktoren**
sowie zyklische und geopolitische Effekte 30. Mai 2022
- ▶ **Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.** 1. April 2022
- ▶ **Deutsche Energieversorgung an einem**
historischen Wendepunkt 30. März 2022
- ▶ **Die Bedeutung systemischer Komplexität und Kritikalität**
für volkswirtschaftliche Prognosen 22. Dezember 2021
- ▶ **Wirtschaftlich-technologische Revolution durch Quantum 2.0:**
Neue Supertechnologien kommen in Reichweite ... 9. Dezember 2021
- ▶ **Wachstumspotenzial bedroht,**
schnelles Handeln notwendig 14. Oktober 2021

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

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

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

© Copyright 2023. 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