



3. August 2022

Wohnungsmarkt

Eher Verschnaufpause als das Ende des Preiszyklus

Autor

Jochen Möbert

+49(69)910-31727

jochen.moebert@db.com

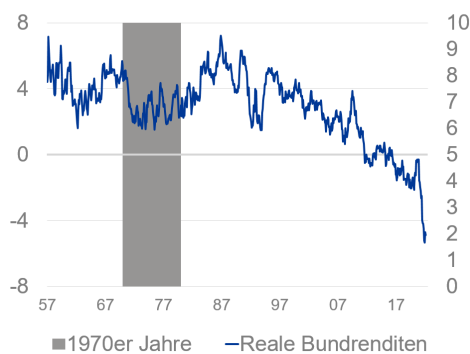
www.dbresearch.de

Deutsche Bank Research Management

Stefan Schneider

1957-2022: Inflationsbereinigte 10-jährige Bundrenditen

in % p.a.



Quellen: Deutsche Bank Research, IWF

Zinsanstieg und Baumaterialmangel führte in den letzten Monaten zu einem Unsicherheitsschock in der Immobilienbranche. Doch es gibt viele gegenläufige Effekte. Deshalb muss dies noch nicht das Ende des Hauspreiszyklus sein.

In den letzten Monaten waren die Immobilieninvestoren und die Baubranche mit einer massiven Kostenwelle konfrontiert. Die Bundrenditen erhöhten sich von Dezember von fast -0,4% auf über 1,7% im Juni. Auch die Hypothekenzinsen zogen deutlich an. Hinzu kam der Hickhack rund um die KfW-Förderung. Die Nachfrage der Häuslebauer und -käufer dämpfte dies wohl ebenso wie die der Investoren. Gleichzeitig erhöhte der Krieg in der Ukraine Energie- und Metallpreise und folglich auch die Baupreise. Zuvor hatten diese bereits durch Lieferengpässe kräftig zugelegt. So erreichten sie im Mai ein Plus von mehr als 17% ggü. Vorjahr, ein 50-Jahreshoch. Kurzum, nach 13 Jahren Boom kippte die gute Stimmung abrupt und wurde von einer Phase exorbitant hoher Unsicherheit abgelöst. Zudem realisierten wohl viele Investoren, wie außergewöhnlich der Boom seit der Finanzkrise war. Einige Investoren fanden es an der Zeit, Kasse zu machen. Es kam zu einer kleinen Verkaufswelle. Laut Hypoport fielen die Haus- und Wohnungspreise von Februar bis Juni 2022 um mehr als 2%.

Ökonomisch waren jedoch gegenläufige Entwicklungen am Werk. Der Zinschock stellte sicher den Hauptbremsklotz dar. Der Rückgang der Bautätigkeit aber reduziert das künftige Angebot und wirkt tendenziell preistreibend. Dies wirkt umso mehr als der Neubau im Jahr 2021 (Veröffentlichung im Mai 2022) entgegen unseren Erwartungen lahmte. So wurden nur rund 293.000 Wohnungen gebaut und damit in etwa 13.000 weniger als im Jahr 2020. Noch bedeutender für die fundamentale Angebotsknappheit ist die Flüchtlingswelle aus der Ukraine. Wir rechnen nun alleine deshalb mit einem Zuzug von aggregiert fast 1,6 Mio. Menschen im Jahr 2022 und 2023 (bisher: 1 Mio.). Hinzu kommt die hohe Zuwanderung aus anderen Ländern, die sich bereits in der zweiten Jahreshälfte 2021 wieder normalisierte. Im Gesamtjahr 2021 wanderten netto 329.000 Personen zu. Dieser Zustrom verschärft den Mangel an Wohnraum massiv. Unseren Berechnungen nach wird die fundamentalen Angebotsknappheit erst im Jahr 2025 (bisher laut unserem Wohnungsmarktausblick: 2023) abgebaut sein.

Eine weitere wesentliche Entwicklung haben viele Investoren, die Bauindustrie und eventuell auch Finanzierer womöglich zu wenig berücksichtigt. Zwar erlebten wir einen kleinen nominalen Zinsschock im Jahr 2022, die tatsächliche Belastung dürfte aber für viele Investoren geringer ausfallen als dies der Zinsanstieg nahelegt. Erstens sinkt die Tilgung eines klassischen Annuitäten-



Wohnungsmarkt

Tilgung und Hypothekenzinsen



Quellen: EZB, Dr. Klein, Deutsche Bank Research

darlehens. Laut Dr. Klein ist die jährliche durchschnittliche Tilgungsrate von annähernd 2,7% im Januar auf unter 2,3% im Juni gesunken. Zweitens, und noch wichtiger, fielen die realen Zinsen aufgrund der kräftigen Inflation auf ein Allzeittief von historischer Dimension, aktuell liegen die realen Bundrenditen bei in etwa -7%. Bleibt die Inflation strukturell hoch, wofür es aufgrund der lockeren Geld- und Fiskalpolitik, der Demografie und der Neuausrichtung der Geopolitik gute Gründe gibt, dann sinkt die reale Kreditbelastung. Unterstellt man eine strukturell hohe Inflation, dann ist die reale Tilgung angesichts einer durchschnittlichen jährlichen Tilgungsrate von 2,3% für viele Kreditnehmer bedeutender als die nominale. Dies gilt zumindest dann, wenn sich die Einnahmen des Kreditnehmers mit der Inflation erhöhen. Für den Hauslebauer könnte der Inflationsausgleich über die Löhne erfolgen. Für die Investoren über höhere Mieten, wenngleich die restriktive Regulierung dagegenspricht, oder über einen höheren Wiederverkaufspreis. Angesichts der großen Engpässe dürften die Verkäufer einen Inflationsausgleich durchsetzen können.

Die Zunahme der fundamentalen Angebotsknappheit wirkt preistreibend, genauso wie die hohe Inflation und das damit tendenziell kreditnehmerfreundliche Umfeld. Zu guter Letzt sind aufgrund der befürchteten Rezession die nominalen Bundrenditen vom Juni bis heute um rund 1%-Punkt gefallen. Es gibt also gute Gründe, warum sich die Preise in den kommenden Monaten stabilisieren und wieder anziehen könnten. Daher halten wir das Ende des Hauspreiszyklus noch nicht für ausgemacht. Der Unsicherheitsschock und die sehr volatile wirtschaftliche Lage insgesamt dürften aber in jedem Fall dazu führen, dass die Preisdynamik eher verhalten bleibt. Damit ist die 13-jährige Phase, in der fallende Zinsen und gleichzeitig der große Mangel an Wohnraum nahezu jegliche Immobilieninvestition erfolgreich machten, abgehakt. Falls angesichts der schlechten Stimmung die Preise tatsächlich weiter oder sogar massiv fallen, erwarten wir nur einen temporären Preisrückgang. Der massive Wohnraummangel und negative Realzinsen dürften die Preise anschließend wieder erhöhen.



Wohnungsmarkt

© 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.