



10.05.2022 • LBBW Makro- & Strategy-Research
Martin Güth, CQF, Senior Economist

LBBW
Bereit für Neues

Wohnimmobilien vor der Zeitenwende

Auswirkungen des gegenwärtigen Zins- und Inflationsanstiegs
sowie des Kriegs in der Ukraine

Management Summary

- Die Rahmenbedingungen am Immobilienmarkt ändern sich derzeit auf vielfältige Weise. Der Zinsanstieg belastet. Gleichzeitig verbessern sich die fundamentalen Faktoren.
- Ein zyklischer Inflationsanstieg ist nur ein schwaches Argument für steigende Hauspreise. Nachhaltiger preistreibend wirken steigende Baukosten und anziehende Mieten.
- Der Anstieg der Hypothekenzinsen wird einen Teil der Kaufinteressenten aus dem Markt drängen. Wir rechnen derweil auch für die kommenden Jahre mit negativen Realzinsen.
- Beruhigt sich der Zinsanstieg wie von uns erwartet, dürfte die Hauspreisentwicklung im laufenden Jahr noch positiv bleiben und dann in eine Seitwärtsbewegung übergehen.
- Die Risiken für den Wohnimmobilienmarkt haben zwar zuletzt zugenommen. Wir erachten Immobilien aber weiterhin als eine interessante Anlageform.

Weiter steigende Hauspreise: Pro und Contra



- Hohe Materialkosten und Materialknappheit beeinträchtigen die Bautätigkeit; die Baukosten steigen
- Flüchtlinge aus der Ukraine erhöhen die Nachfrage nach Wohnraum
- Hohe Inflation
- Unsicherheit erhöht unter Kapitalanlegern das Interesse nach vergleichsweise krisenfesten Anlagen
- Positives Sentiment

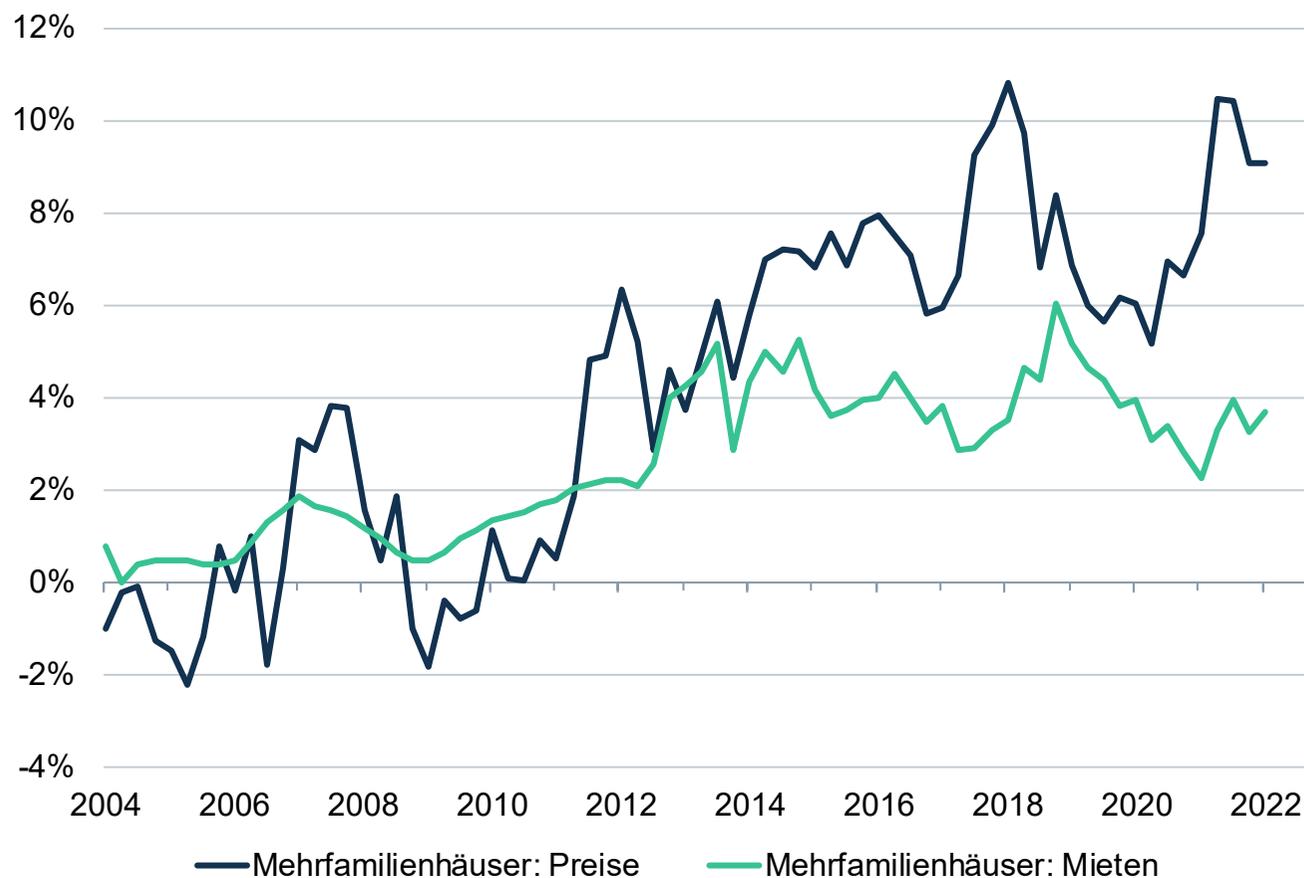


- Abrupter und kräftiger Zinsanstieg
- Überbewertung des Immobilienmarktes
- Energetische Sanierung von Gebäuden und Aufteilung von CO₂-Kosten zwischen Mietern und Vermietern lassen die Kosten steigen und mindern für Mietwohnungen die Rendite

Umfeld für Wohnimmobilien ändert sich

Anstieg von Preisen und Neuvertragsmieten gegenüber Vorjahr

Quartalsdaten bis einschließlich Q1 2022



- Seit vielen Jahren steigen die Preise von Wohnimmobilien deutlich stärker als die Mieten. Dies gilt selbst dann, wenn man – wie in der Grafik – die Neuvertragsmieten betrachtet.
- Das Bewertungsniveau der Immobilien ist mithin gestiegen. Fallende Zinsen und rückläufige Leerstände haben die Entwicklung getragen.
- Die Rahmenbedingungen für Immobilien haben sich in den vergangenen Monaten in vielfältiger Weise geändert. Der zurückliegende Boom erfährt nun eine ernsthafte Bewährungsprobe, auch wenn die Daten zum ersten Quartal 2022 noch weitgehend ungetrübt blieben.
- Für die kommenden Jahre halten wir Phasen, in denen die Preise den Mieten hinterherhinken oder auch etwas fallen, für wahrscheinlich.

Schwierige Zeiten für Kaufinteressenten

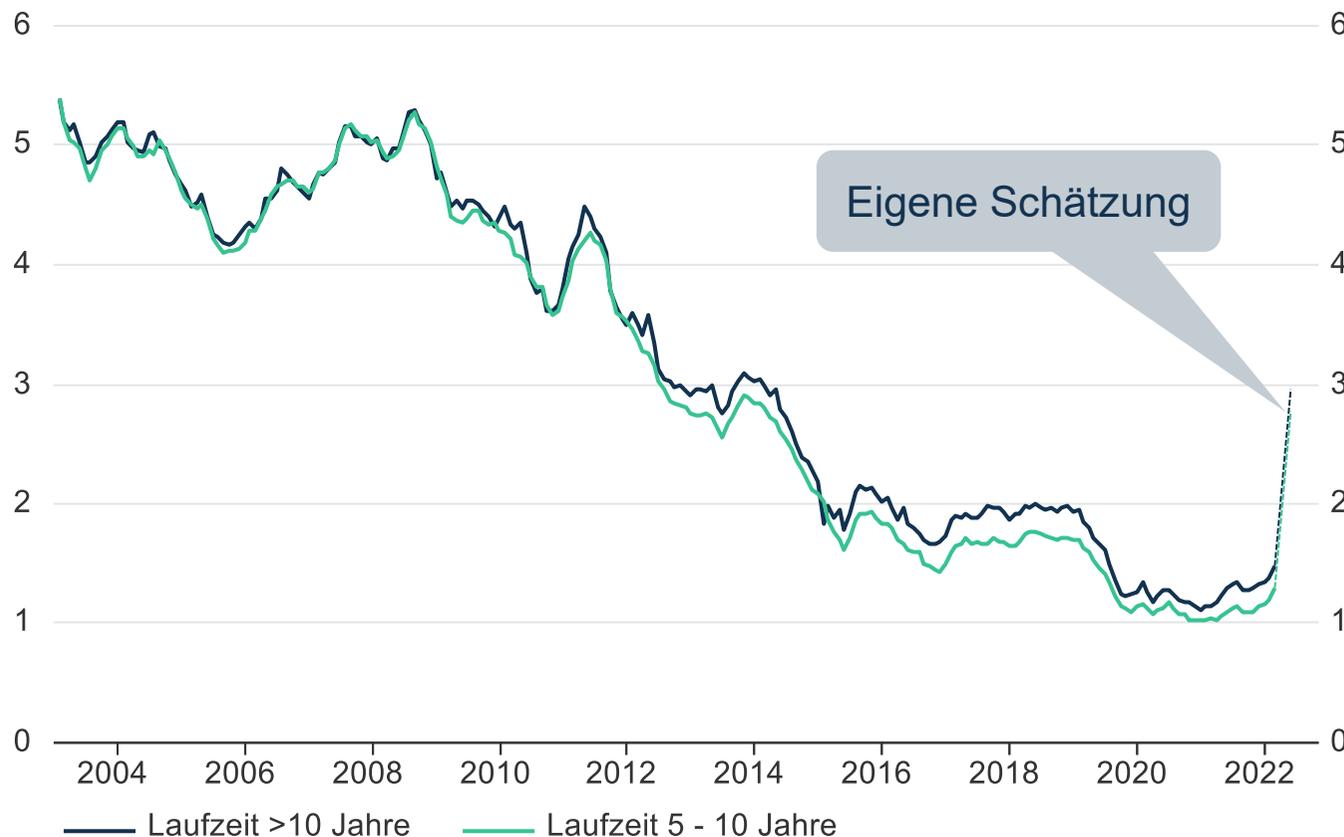
Schon in den vergangenen Jahren war der Immobilienmarkt für Privathaushalte, die ein Objekt zu kaufen suchten, kein Spaß. Nun droht sich die Situation gleich von zwei Seiten weiter zu verschärfen. Zum Ersten **droht Wohnraum angesichts von Zuwanderung und Bauproblemen noch knapper zu werden**. Zum Zweiten erschwert ein Zinsanstieg die **Finanzierung**, so dass der Kauf einer Immobilie für immer mehr Haushalte **kaum noch finanziell zu stemmen** sein dürfte.

Zusätzlich müssen Käufer im Blick behalten, ob für eine fragliche Immobilie in den kommenden Jahren eine **energetische Sanierung** ansteht, welche dann weitere Ausgaben nach sich ziehen würde. Gleichzeitig könnten gerade solche Immobilien auch diejenigen sein, die noch am ehesten auf den Markt kommen, wenn nämlich der bisherige Eigentümer den Sanierungsaufwand scheut.

Zinsen für Wohnungsbaukredite massiv gestiegen

Effektive Zinssätze für Wohnungsbaukredite in Deutschland

in %, volumengewichteter Durchschnittssatz, Datenquelle: Deutsche Bundesbank



- Die hier dargestellten Daten zu den Zinssätzen von Wohnungsbaukrediten der Bundesbank reichen bis zum Februar.
- Wir schätzen, dass die Zinssätze für Hypothekendarlehen mittlerer und längerer Laufzeit seit Ende 2021 um gut 1,5 Prozentpunkte gestiegen sind. Sie hätten sich damit mehr als verdoppelt auf den höchsten Stand seit dem Jahr 2014.
- Immer mehr Kaufinteressierte werden dadurch aus dem Markt gedrängt, da sie den monatlichen Schuldendienst nicht mehr stemmen könnten. Dies gilt umso mehr, da gestiegene Lebenshaltungskosten zusätzlich am Budget nagen.

Historischer Einfluss der Zinsentwicklung in Deutschland

Hauspreisindex und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen

Index bzw. in %

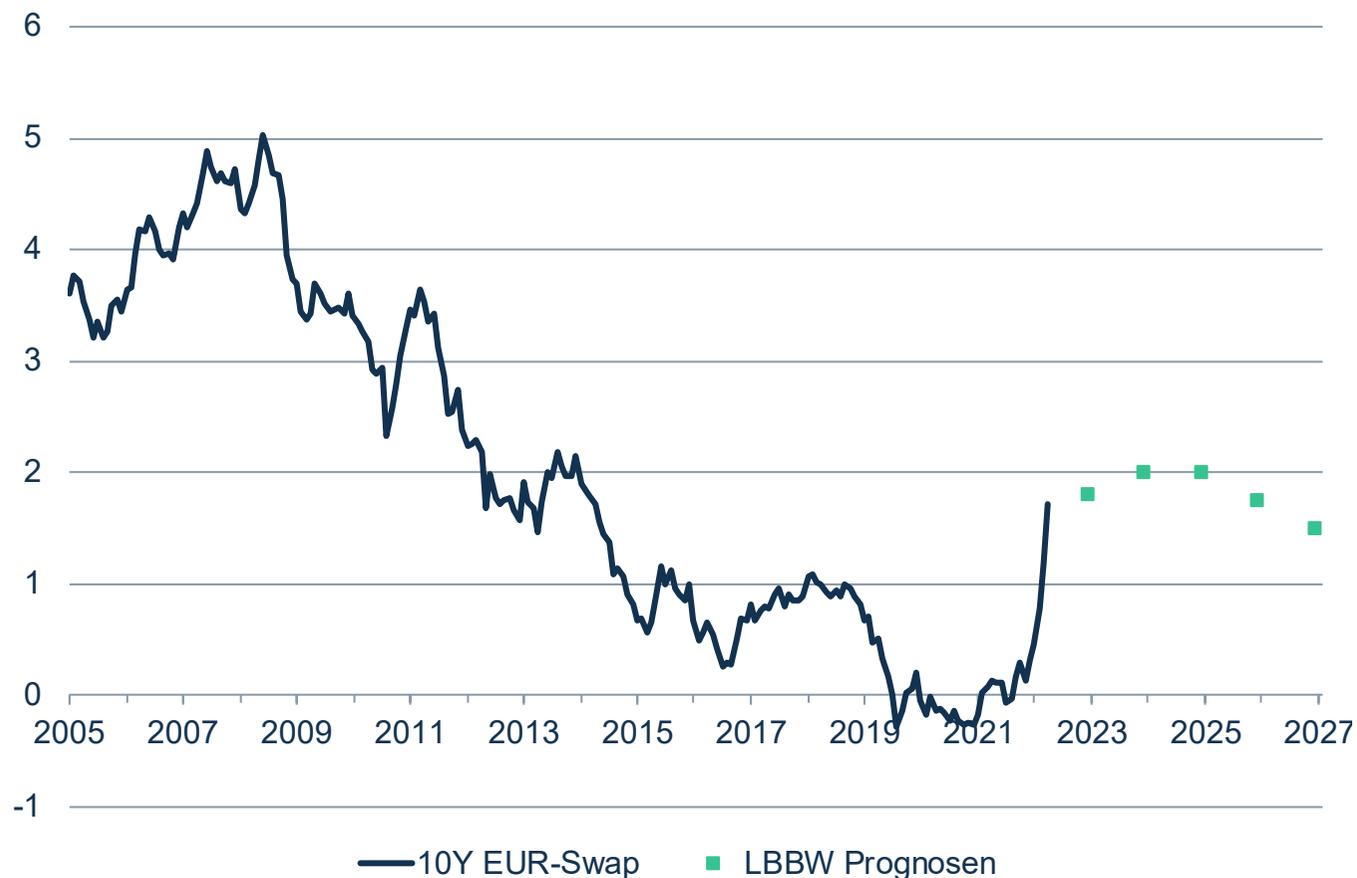


- Über weite Strecken zeigte sich in Deutschland nicht, dass sinkende Zinsen zu steigenden Hauspreisen geführt hätten (z.B. 1982-1987, 1995-2010), oder dass steigende Zinsen einen Preisanstieg verhindert hätten (z.B. 1978-1981, 1987-1991).
- Der Preisanstieg der vergangenen zwölf Jahre wurde u.E. vor allem durch eine zunehmende fundamentale Knappheit an Wohnraum ausgelöst, Folge eines Bevölkerungswachstums.
- Seit 2015 – und insbesondere in den vergangenen zwei Jahren – war der Einfluss des Zinsniveaus auf die Preise u.E. demgegenüber erheblich.
- Das Thema „Verwarentgelte“ für Girokonten verstärkte dies. Das Thema ist zwar weiter aktuell, dürfte mit Zinserhöhungen der EZB aber verschwinden.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Zinsanstieg dürfte an Dynamik verlieren

Euro-Swapsatz mit Laufzeit zehn Jahre in Prozent

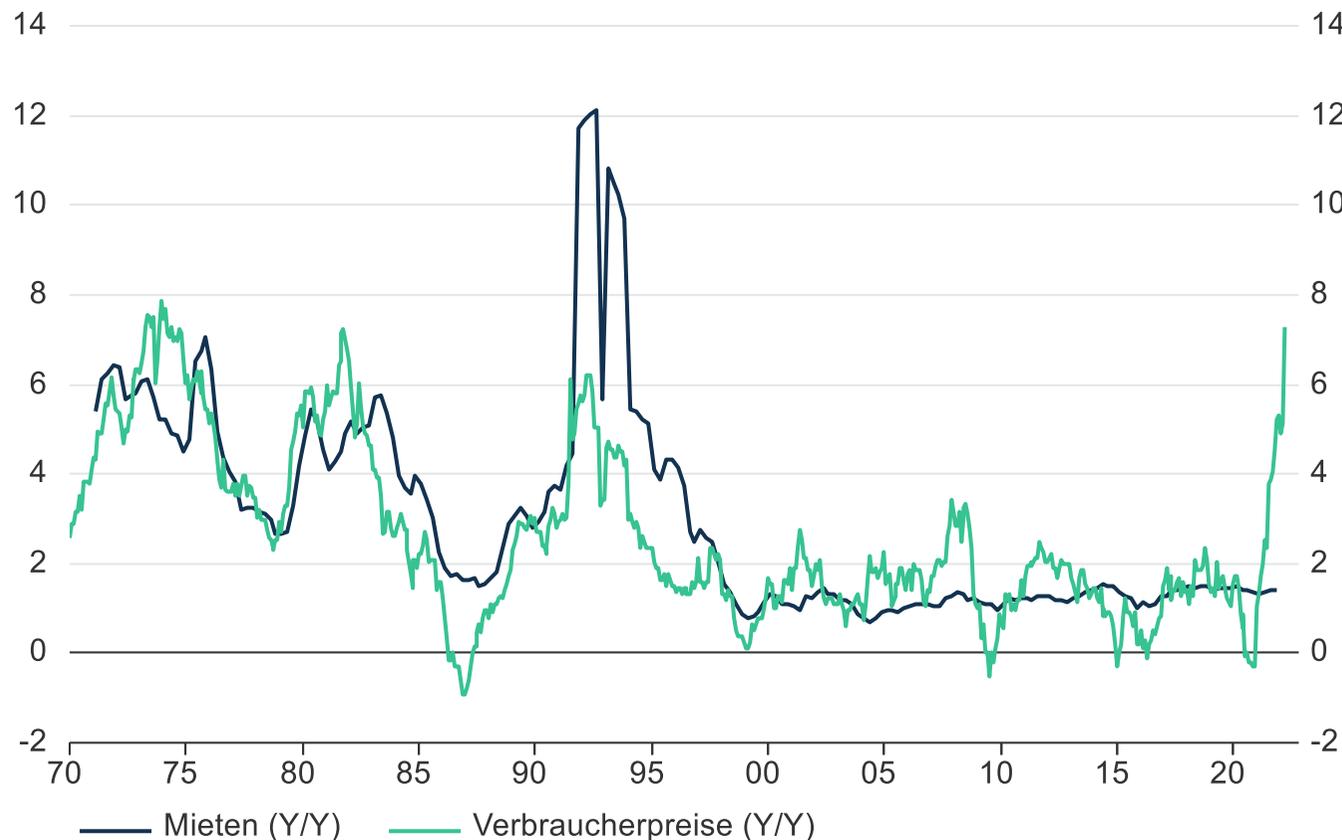


- Wir gehen davon aus, dass die Langfristzinsen in den kommenden Jahren auf oder etwas über dem aktuellen Niveau liegen werden.
- Mit einem kräftigen weiteren Anstieg rechnen wir nicht, da das Wirtschaftswachstum im Euroraum alles in allem eher verhalten bleiben dürfte und die EZB u.E. bestrebt ist, starke Renditeanstiege zu unterbinden.
- Das Zinsniveau bleibt gemäß unseren Prognosen auch in den kommenden Jahren unterhalb der Inflationsrate, so dass die Realzinsen negativ bleiben.
- Für Anleger dürften Immobilien auch künftig eine interessante Anlageform darstellen, v. a. im Vergleich zu Anleihen. Zudem dürften Wohnimmobilien als risikoarme Anlageklasse von der geopolitischen Unsicherheit profitieren.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Treibt Inflation die Mieten nach oben?

Inflationsrate und Anstieg der Mieten in Deutschland in % gegenüber dem Vorjahr

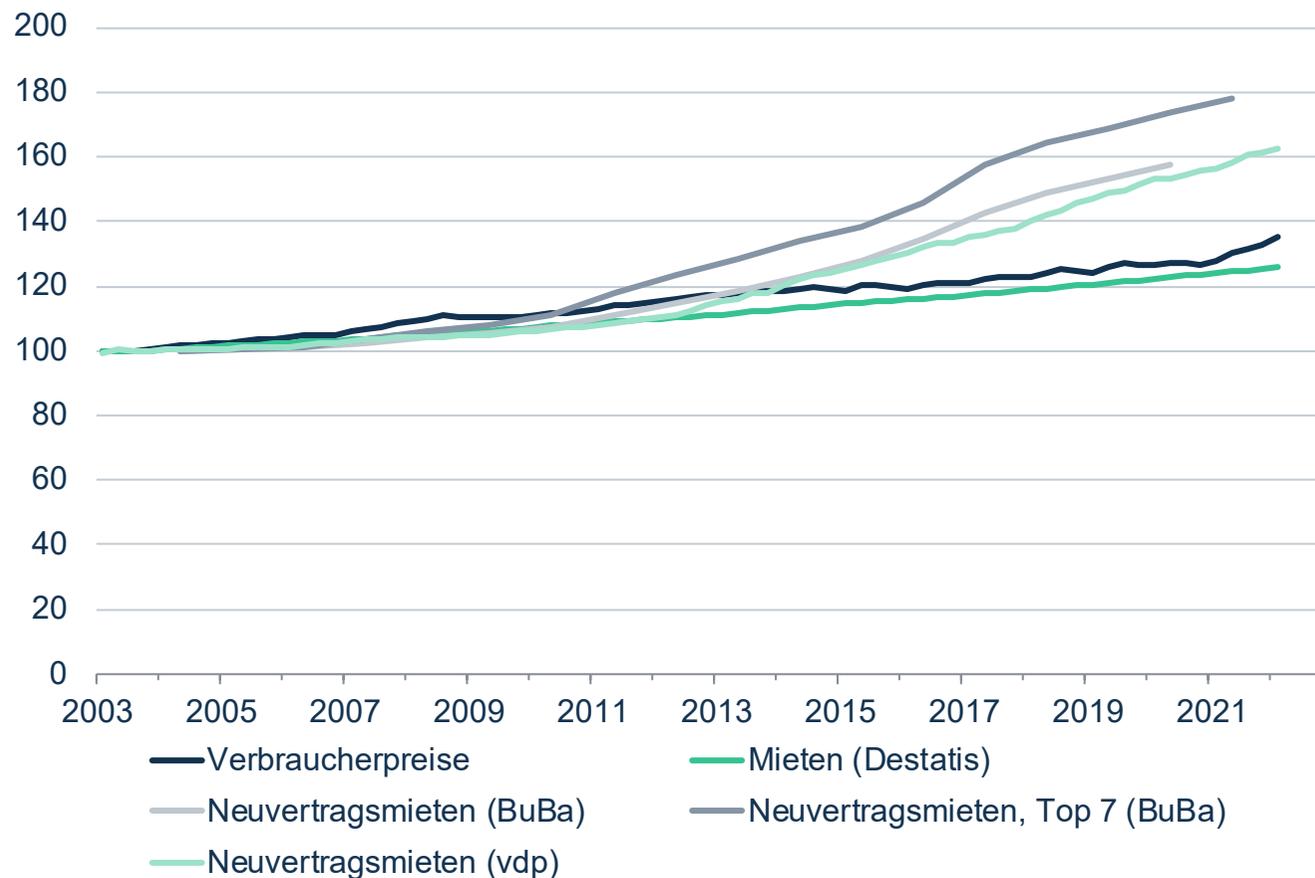


- Von 1970 bis 2000 lässt sich ein ausgeprägter Gleichlauf von Inflation und Mietsteigerungen feststellen.
- In den vergangenen 20 Jahren fanden Schwankungen der Inflation dagegen kaum Widerhall bei den Mieten. Im Durchschnitt kletterten beide Größen gleichwohl in etwa gleich stark.
- Es ist offenbar nicht so, dass eine höhere Inflation grundsätzlich zu höheren Mieten und dadurch zu höheren Hauspreisen führt.
- Zu beachten ist, dass Mieten bestehender Mietverhältnisse den weitaus größten Anteil an der Miet-Zeitreihe haben. Neuvertragsmieten weisen oft eine höhere Volatilität auf und sind in den vergangenen Jahren stärker gestiegen (vgl. folgende Seite).

Neuvertragsmieten deutlich stärker gestiegen

Inflationsrate und Anstieg der Mieten in Deutschland

indexiert, 2003 = 100

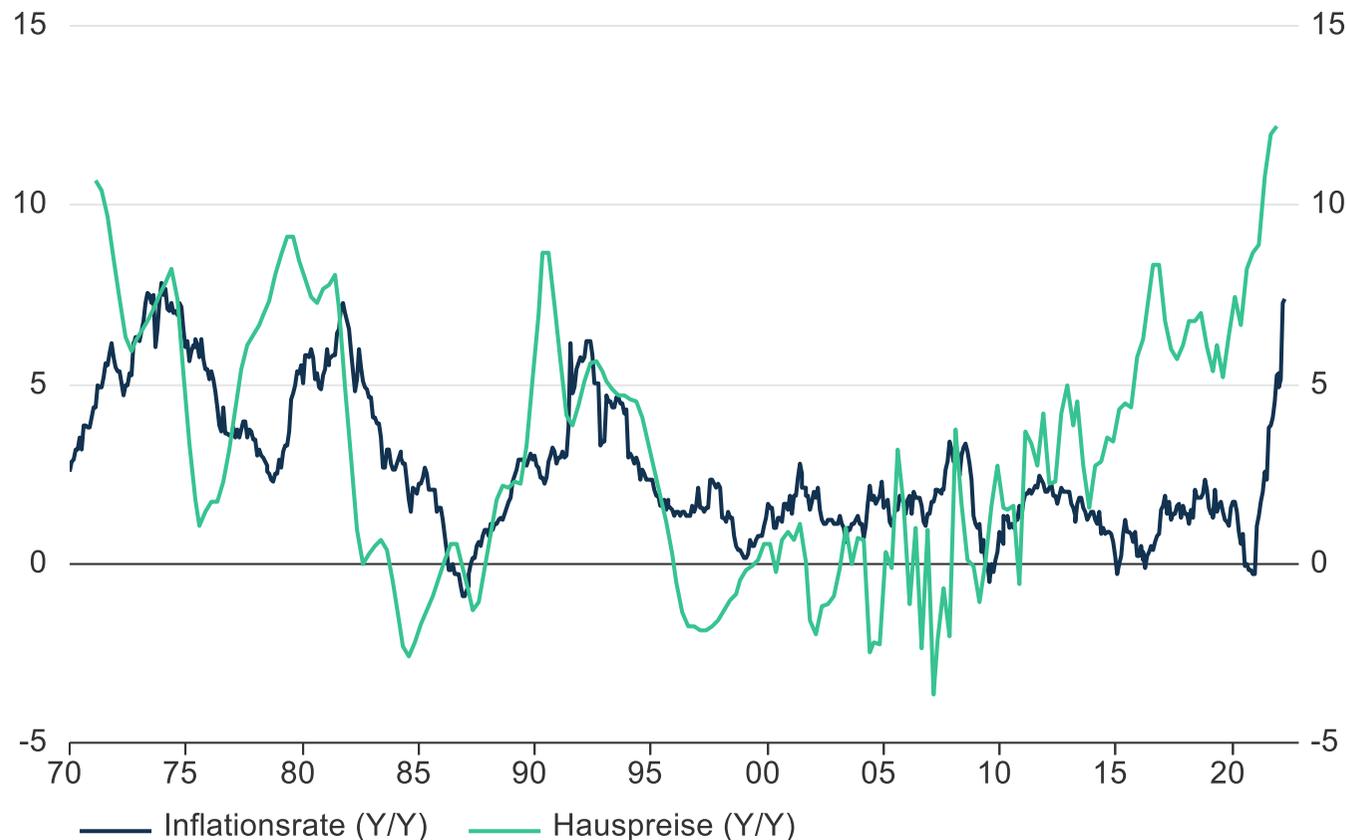


- Seit 2003 sind die Mieten, wie sie vom Statistischen Bundesamt (Destatis) erhoben werden, geringfügig schwächer angestiegen als die Verbraucherpreise insgesamt.
- Daten der Bundesbank (BuBa) zeigen, dass die Neuvertragsmieten für Eigentumswohnungen deutlich stärker gestiegen sind, von 2003 bis 2020 um knapp 60%. Für die sieben größten deutschen Städte beträgt der Anstieg bis 2021 fast 80%.
- Daten von vdp für Mehrfamilienhäuser legen nahe, dass sich der Anstieg der Neuvertragsmieten 2021 leicht beschleunigt fortgesetzt hat.
- Der Anstieg der Neuvertragsmieten hat dazu beigetragen, dass „Kaufen statt Mieten“ in den vergangenen Jahren für viele Menschen attraktiv wurde, die eine neue Wohnung brauchten.

Zusammenhang Hauspreise und Inflation ambivalent

Inflationsrate und Anstieg der Hauspreise

in % gegenüber dem Vorjahr



- In den 1970er und 1980er Jahren wiesen sowohl die Immobilienpreise als auch die Inflationsrate deutliche Schwankungen auf. Dabei fanden die Ausschläge des Anstiegs der Immobilienpreise zum Teil früher statt als jene der Inflation. Dieses Muster lässt sich z.B. auch für die USA beobachten (vgl. folgende Seite).
- Eine lockere oder eine restriktive Geldpolitik wirkt mit Verzögerung auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation. Insofern scheint es plausibel, dass die Immobilienpreise schneller auf die Geldpolitik reagieren als die Inflation und hieraus der beobachtete Vorlauf resultiert.
- Den jüngsten Anstieg der Inflationsrate führen wir vor allem auf gestiegene Energiepreise und Lieferengpässe zurück, so dass wir bislang wohl eher einen zufälligen Gleichlauf sehen.

Hauspreise und Inflation: Das Beispiel der Vereinigten Staaten

Inflationsrate und Anstieg der Hauspreise

in % gegenüber dem Vorjahr



- In den Vereinigten Staaten liefen die Hauspreise in der Vergangenheit der Inflationsentwicklung eher voraus, nicht nur in den 1970er Jahren.
- Dass die Hauspreise infolge eines Inflationsanstiegs zugelegt hätten, lässt sich u.E. nicht erkennen – eher im Gegenteil. Gipfel in der Inflationsrate gingen zumeist mit einer niedrigen und / oder nachlassenden Dynamik bei den Hauspreisen einher. Dies dürfte an der restriktiveren Geldpolitik liegen, die üblicherweise auf einen Anstieg der Inflation folgt.
- => Auf einen zyklischen Anstieg der Inflation reagierte der Immobilienmarkt eher negativ. Ein Regime erhöhter Inflationsraten wie in den 1970ern und Anfang der 1980er Jahre war gleichwohl sowohl in Deutschland als auch in den USA eine Zeit erhöhten Hauspreiswachstums.

Bausektor vor Herausforderungen

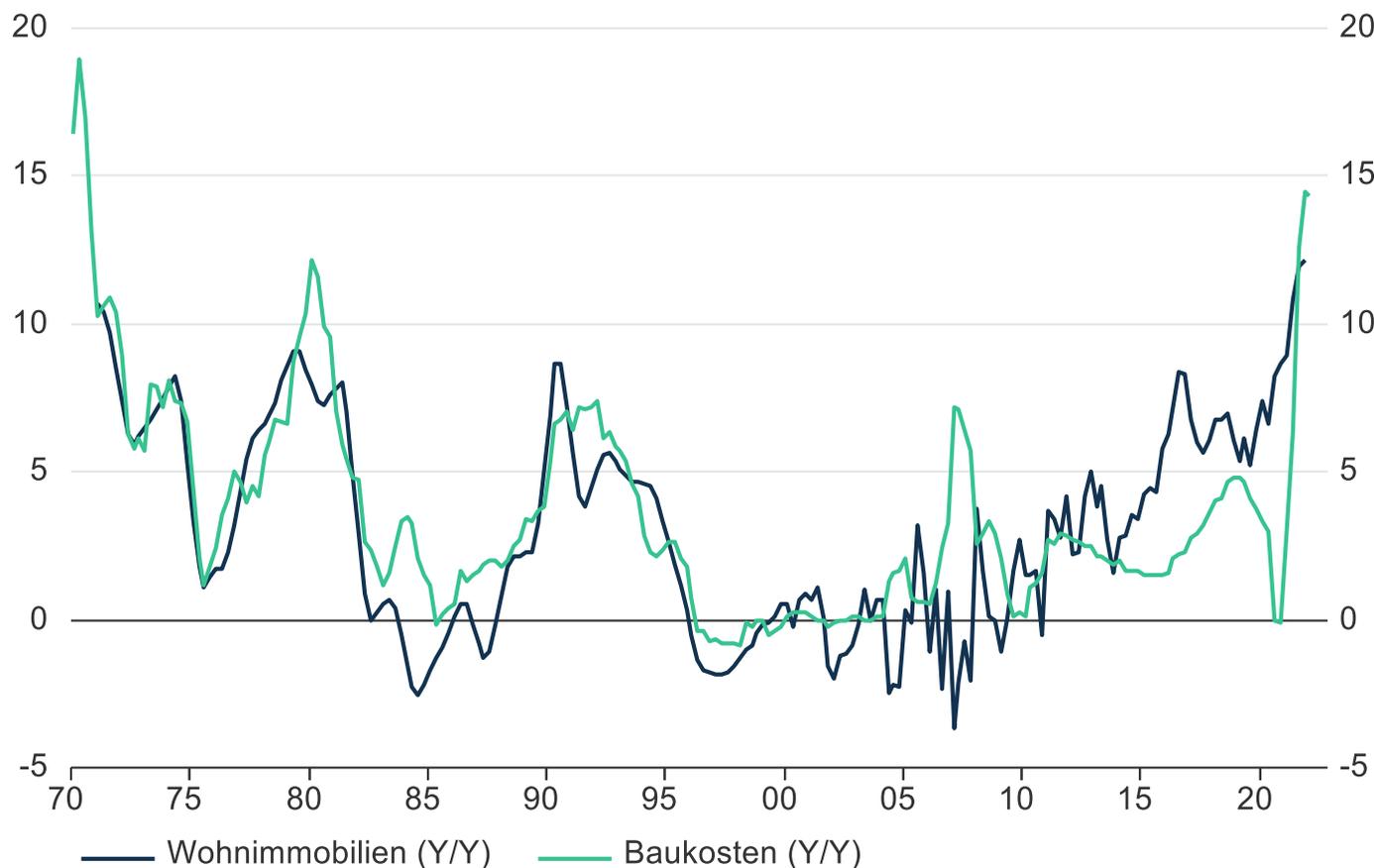
Nachdem in den vergangenen Jahren immer mehr Wohnungen fertiggestellt wurden, droht dieser Trend nun zu kippen. Gleichzeitig könnte ein stärkeres Bevölkerungswachstum die fundamentale Knappheit an Wohnraum zusätzlich verschärfen und zuletzt zu beobachtende Entspannungstendenzen zunichte machen.

Bewertungsniveau als Risiko

Die fundamentale Entwicklung bietet ein Gegengewicht zum marktbelastenden Zinsanstieg. Ob sich beides die Waage hält, muss sich zeigen. Um zu ermitteln, wie groß im Falle des Eintritts eines Negativszenarios ein etwaiger Preisrückgang am Häusermarkt ausfallen könnte, greifen wir auf den letzten Seiten dieser Studie auf verschiedene Ansätze zurück.

Baukosten werden zum Preistreiber

Wachstum der Immobilienpreise und der Baukosten in % gegenüber dem Vorjahresquartal



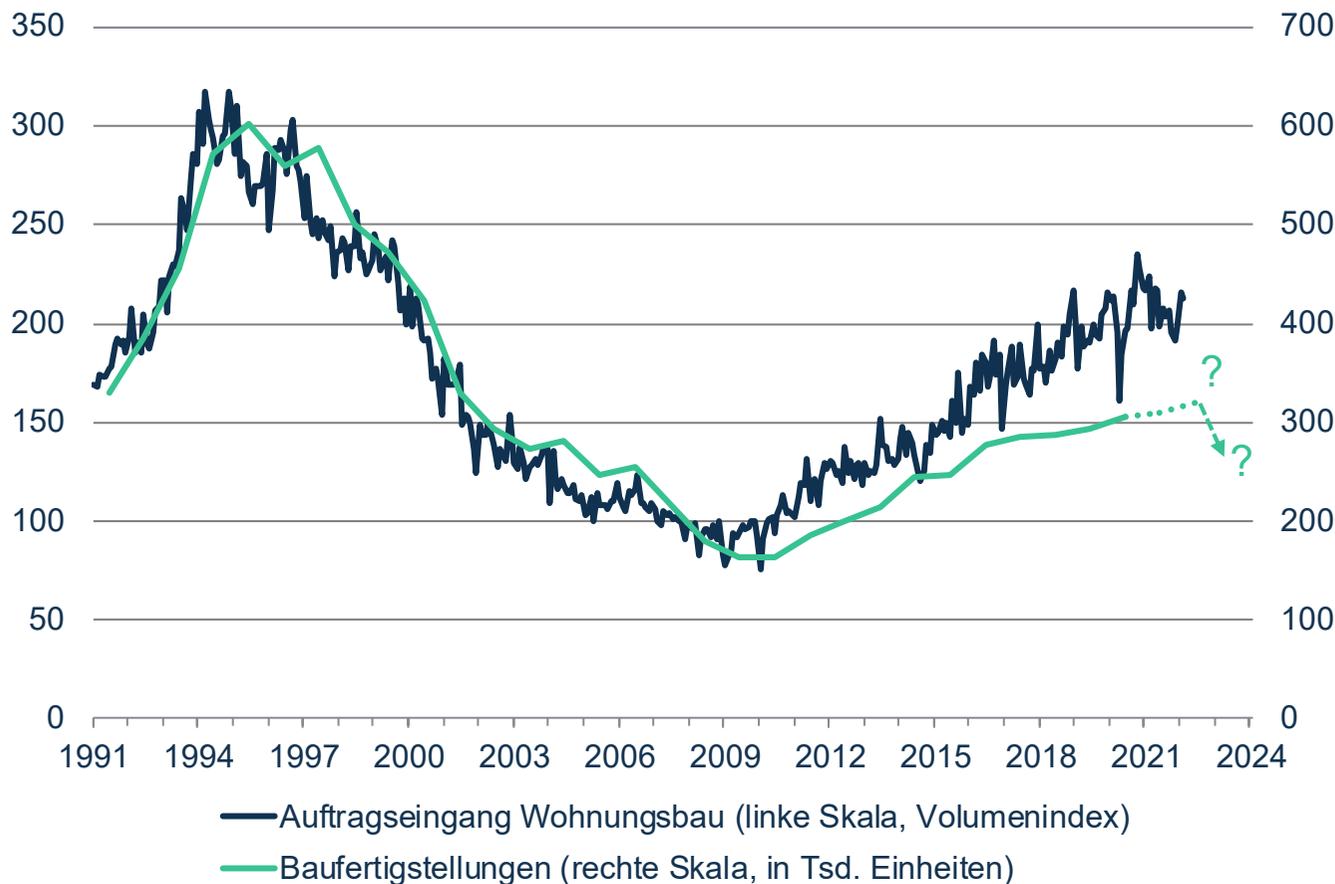
- Ab der Mitte der 1990er Jahre hatten sich die Baukosten vergleichsweise moderat entwickelt.
- Angesichts zum Teil massiv gestiegener Materialkosten, von Lieferengpässen sowie eines schon chronischen Mangels an Fachkräften stiegen die Baukosten für Wohnimmobilien zuletzt mit einer kräftigen Jahresrate von 14,3%.
- Das Neubausegment dürfte bis auf Weiteres zu steigenden Immobilienpreisen beitragen.
- Dies gilt umso mehr, als Neubauten immer höhere Anforderungen an die Energieeffizienz und die Nutzung erneuerbarer Energien erfüllen. Künftig werden auch Bestandsgebäude intensiver als bislang energetisch saniert werden müssen.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Dem Wohnungsbau droht 2023 deutlicher Rückschlag

Auftragseingang im Wohnungsbau und Baufertigstellungen

Volumenindex bzw. Anzahl in Tausend Einheiten



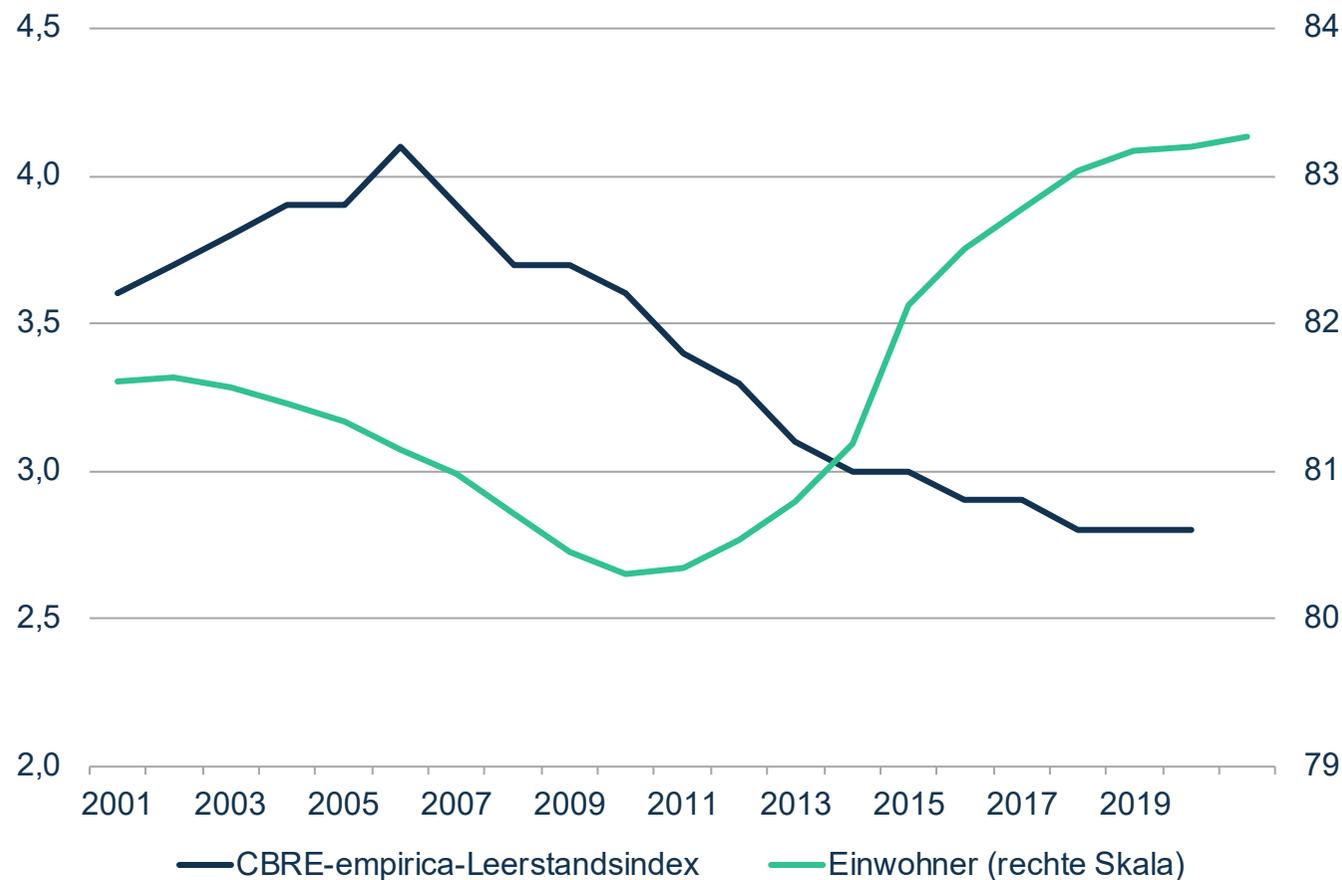
- Noch am 25. März prognostizierte der Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (HDB) die Fertigstellung von 320.000 Wohnungen für das laufende Jahr nach ca. 310.000 Wohnungen im Jahr 2021. Inzwischen werden die Belastungen durch den Krieg in der Ukraine immer deutlicher.
- In einer HDB-Umfrage gaben 91% an, vom Krieg betroffen zu sein. Davon berichteten 71% von Verzögerungen bei Bauprojekten. Am 20. April erklärte der HDB: „Wir rechnen mit einem Rückgang beim Wohnungsneubau“.
- „Wir hatten im Jahr 2021 Rekordfertigstellungszahlen, wir werden im Jahr 2022 gute Fertigstellungszahlen haben, und wir werden einen Einbruch im Jahr 2023 erleben“, sagte jüngst der Direktor des Verbands der bayerischen Wohnungsunternehmen (VdW Bayern).

Quelle: Refinitiv, Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Flüchtlingsstrom trifft auf einen engen Immobilienmarkt

Marktaktive Leerstandsquote und Bevölkerungsgröße

Leerstandsquote in %, Bevölkerungsgröße in Millionen



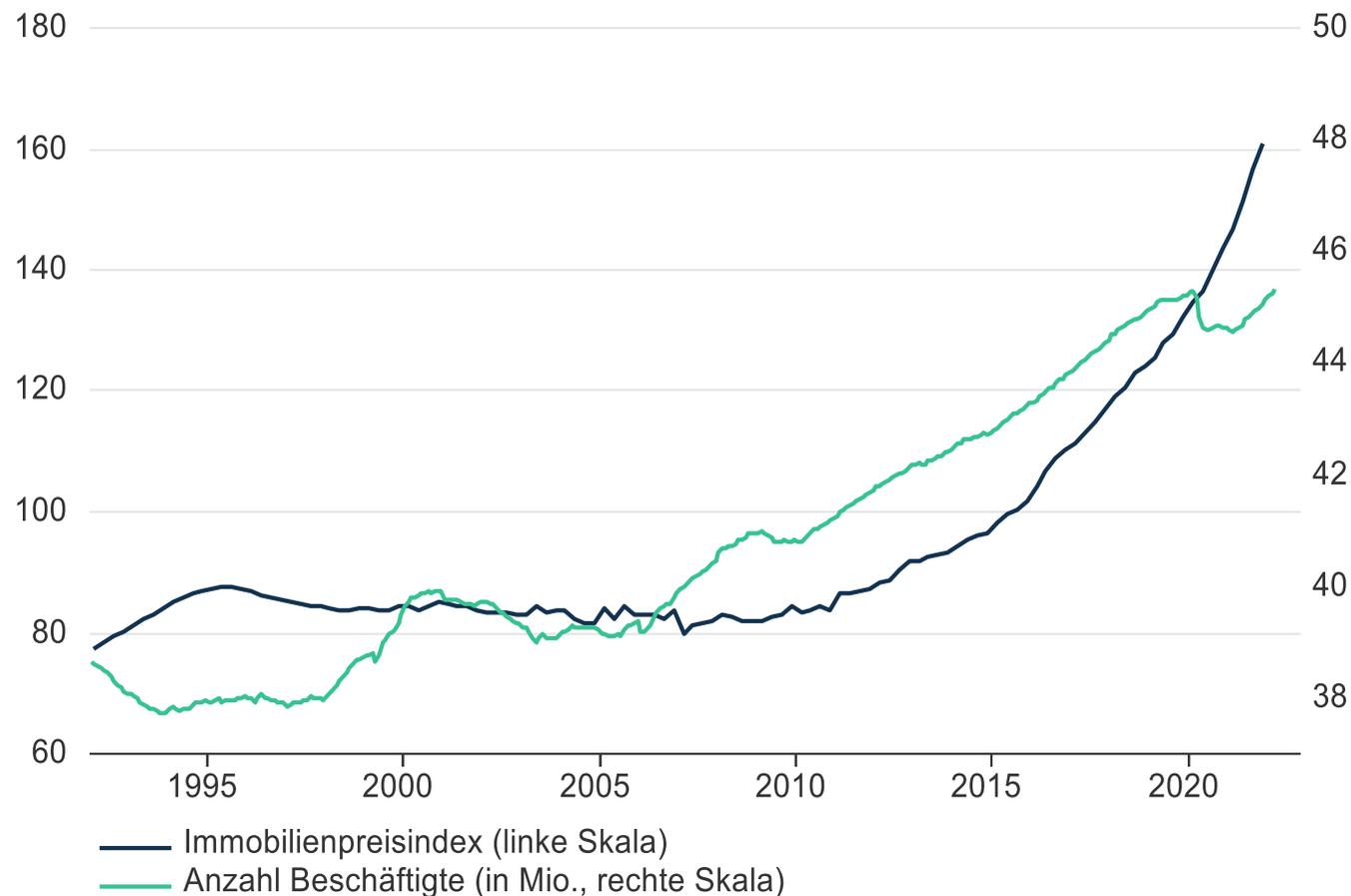
- Der marktaktive Leerstand von Geschosswohnungen ist gemäß Schätzungen von CBRE und empirica im Jahr 2020 erstmals seit 14 Jahren geringfügig angestiegen. In jenem Jahr stagnierte die Größe der Bevölkerung in Deutschland.
- Vor Ausbruch des Kriegs in der Ukraine war u.E. eine leichte Entspannung am deutschen Wohnungsmarkt für das laufende Jahr zu erwarten gewesen.
- Sollten nun mehrere Hunderttausend Menschen aus der Ukraine nach Deutschland kommen und bleiben, würde dies die Knappheit zweifellos verschärfen, sofern die Menschen nicht im ländlichen Raum angesiedelt werden können.
- Somit sprechen sowohl der Neubau als auch die Nachfrage nach Wohnraum für einen weiterhin engen Markt.

Quelle: Refinitiv, empirica, LBBW Research

Arbeitsmarkt bietet weiterhin Unterstützung

Wohnimmobilienpreise und Beschäftigung

Index bzw. Mio. Beschäftigte



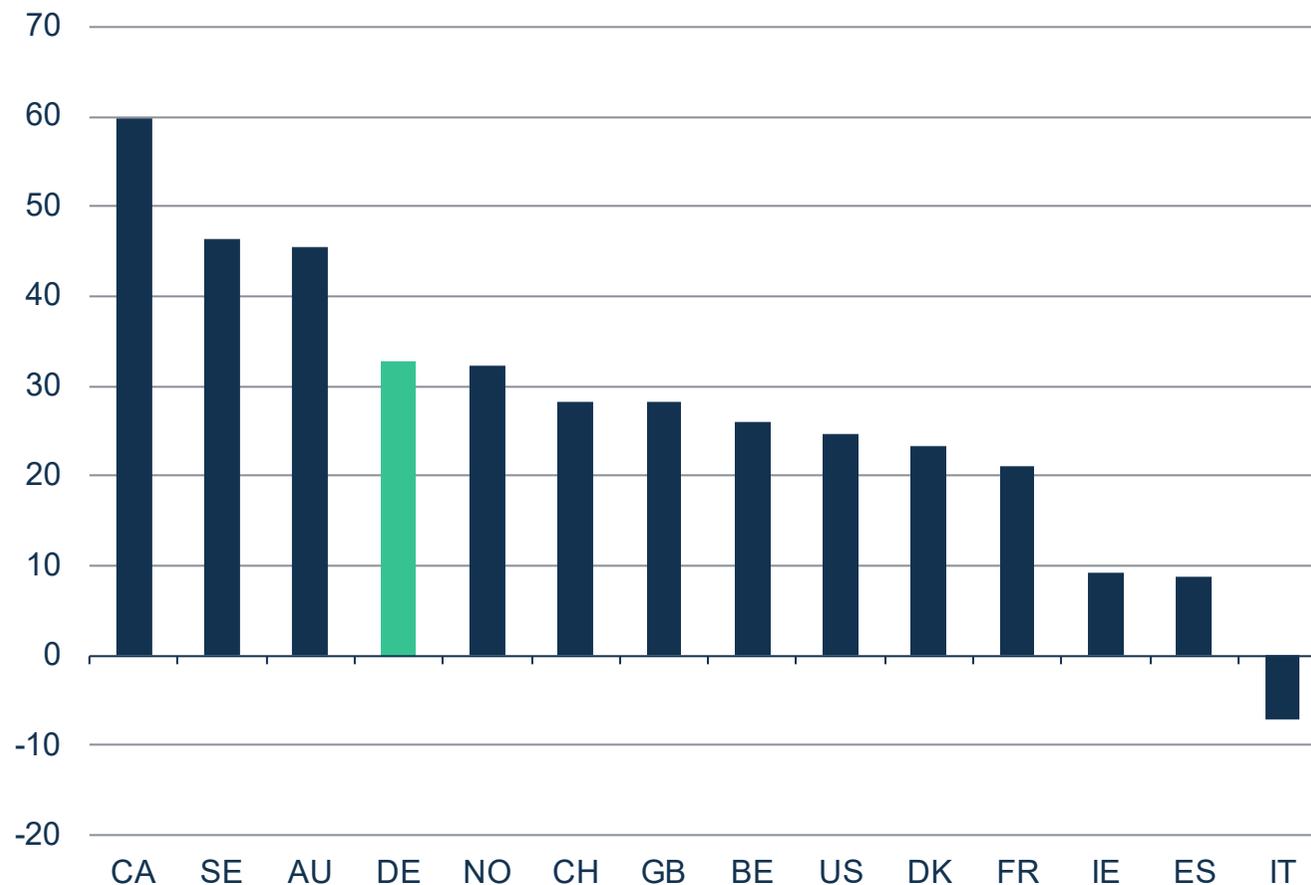
- Den zurückliegenden Hauspreisanstieg beflügelte unter anderem eine positive Entwicklung am deutschen Arbeitsmarkt. Die persönlichen Einkommen sind gestiegen und es kam zu einem deutlichen Anstieg der Beschäftigtenzahlen. Die persönlich empfundene Sicherheit des eigenen Arbeitsplatzes spielt u.E. eine wichtige Rolle bei der Entscheidung, ob ein Privathaushalt bereit ist, eine so große Ausgabe wie den Kauf einer Immobilie zu tätigen und die damit häufig einhergehende Verschuldung auf sich zu nehmen.
- Für die kommenden Jahre rechnen wir zwar nicht mit einem weiteren spürbaren Rückgang der Arbeitslosigkeit, aber doch mit einer stabilen Entwicklung bei Beschäftigung und Arbeitslosigkeit.

Quelle: Refinitiv, LBBW Research

Zunehmend deutliche Überbewertung in Deutschland

Stand des LBBW Hauspreisindikators für das 4. Quartal 2021

Über- bzw. Unterbewertung in Prozent (Daten seit 1990)

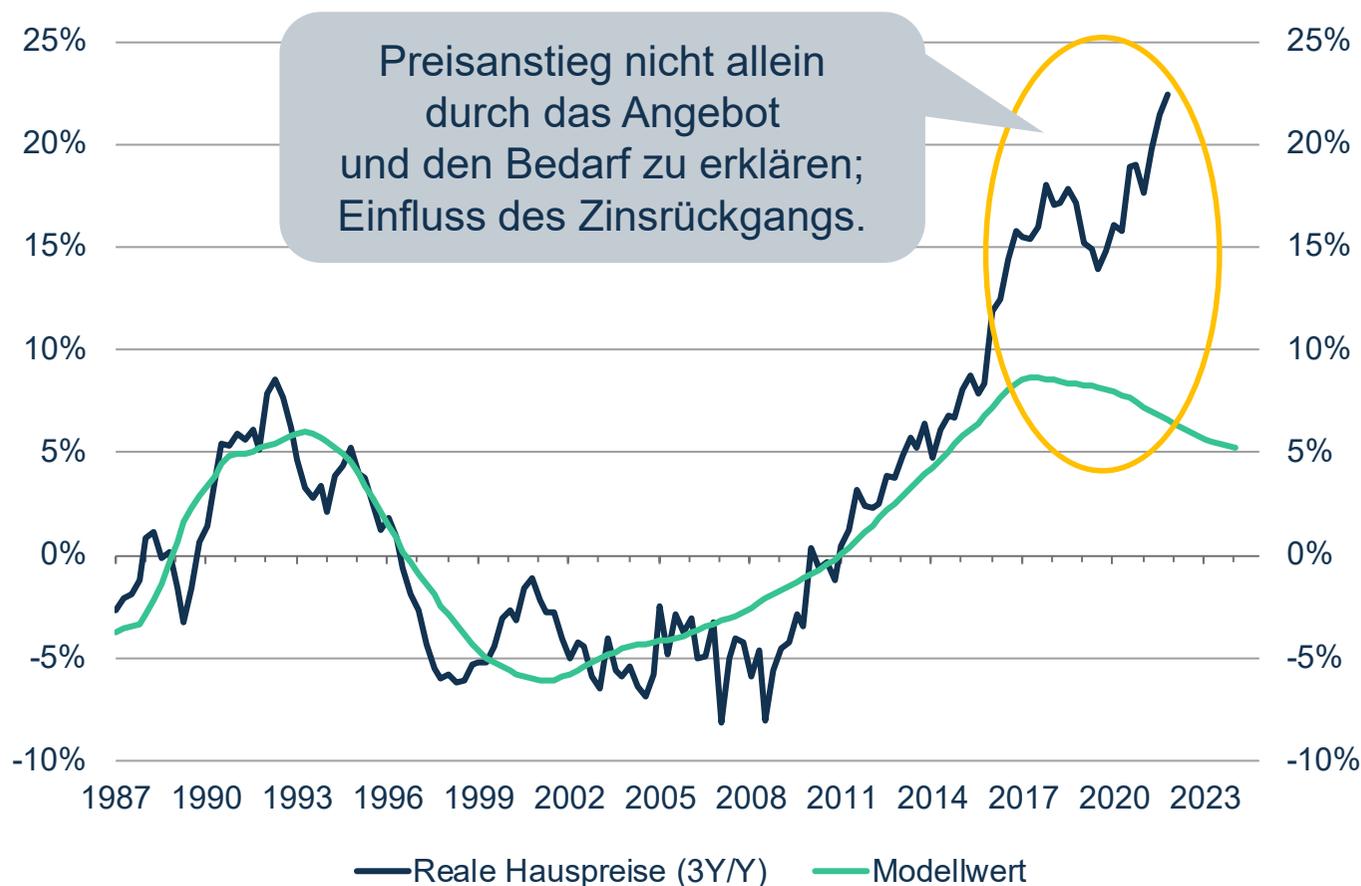


- Wir haben aus dem Verhältnis der Hauspreise zu den verfügbaren Einkommen und zu den Mieten sowie den realen Hauspreisen einen Bewertungsindikator entwickelt. Für jedes Land werden dabei die Kenngrößen in Relation zu ihrer eigenen Historie betrachtet. Der Indikator zeigt an, dass der deutsche Markt derzeit 33% höher bewertet ist, als er es im Durchschnitt seit 1990 war.
- Die hohe Bewertung impliziert das Risiko von Preiskorrekturen, falls sich die Marktbedingungen verschlechtern.
- Die Deutsche Bundesbank ermittelt in ihrem Monatsbericht vom Februar 2022 für die Städte eine Überbewertung von 15% bis 40%.
- Der Europäische Rat für Systemrisiken (ESRB) veranschlagte im Februar 2022 die Überbewertung im ersten Quartal 2021 auf 19% bis 23%.

Quelle: Refinitiv, OECD, [Monatsbericht - Februar 2022 \(bundesbank.de\)](https://www.bundesbank.de/monatsbericht-februar-2022), LBBW Research

Preise stärker gestiegen als der Bedarf an Wohnraum

Kumulierte inflationsbereinigte Preisveränderung über je drei Jahre in Prozent



- Wir haben ein statistisches Prognosemodell entwickelt, das rein auf eine geschätzte aufgestaute Nachfrage abstellt. Das Modell prognostiziert jeweils für einen Dreijahreszeitraum den kumulierten Anstieg der inflationsbereinigten (realen) Wohnungspreise.
- In den vergangenen Jahren war der tatsächliche Preisanstieg deutlich stärker ausgeprägt, als es das Modell aufgrund der aufgestauten Nachfrage angezeigt hatte. Hierin spiegelt sich insbesondere der Einfluss gesunkener Zinsen wider.
- Seit Ende 2015 sind die realen Hauspreise um 20% bis 25% stärker angestiegen, als es unser Modell nahegelegt hätte. Dies könnte die „Fallhöhe“ für die Hauspreise sein, falls die finanziellen Rahmenbedingungen auf den Stand von 2015 zurückkehren.

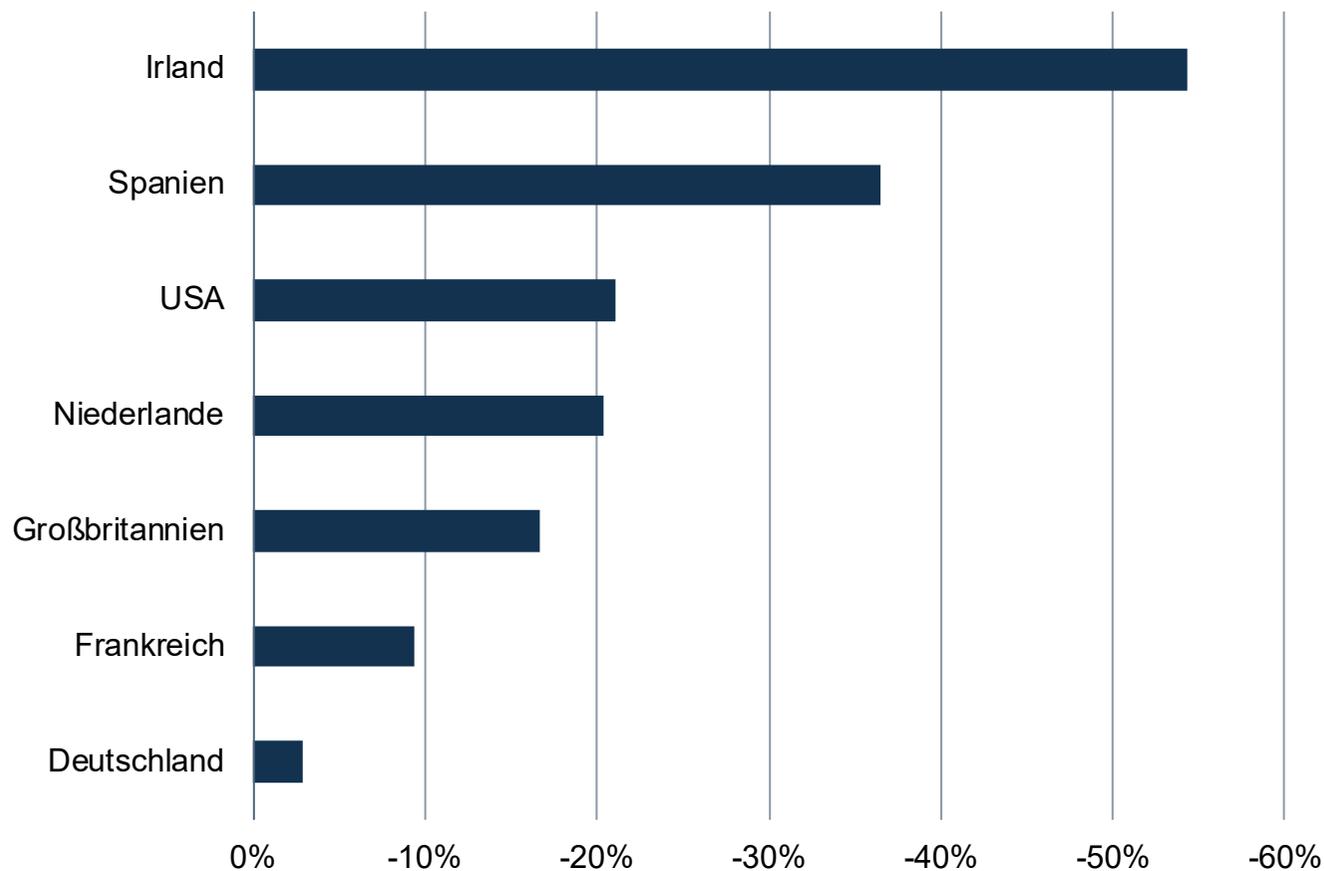
Bzgl. Details zur Methodik siehe Blickpunktstudie vom 21.11.2017: „Die Metamorphose des deutschen Wohnimmobilienmarktes“

Quelle: Refinitiv, Deutsche Bundesbank, Destatis, LBBW Research

Wie schlimm kam es beim bislang letzten Immobiliencrash?

Preisrückgang in der Spitze

in %, Preisminimum 2008 bis 2015 ggü. Maximum 2005 bis 2008



- Um das Abwärtspotenzial im Falle eines Negativszenarios auszuloten, lohnt ein Blick auf die Preisrückgänge, die sich im Zuge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 einstellen.
- Deutschland hatte in den Jahren zuvor keinen Immobilienboom erlebt. Entsprechend gering blieb seinerzeit der Preisrückgang.
- Das Gegenbeispiel ist Irland, wo sich zwischen 1990 und 2007 die Preise mehr als verfünffachten. Bis 2013 halbierte sich dann ihr Wert. Auch die damalige Situation Spaniens war aufgrund eines massiven Baubooms eine deutlich andere als jene in Deutschland heute.
- In Ländern wie den USA, den Niederlanden und Großbritannien lag der Preisrückgang bei rund 20%.

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und in Liechtenstein. Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben, und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Erstellt am: 10.05.2022 11:30

Erstmalige Weitergabe am: 10.05.2022 11:35