



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

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

1. April 2022

Autor

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

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

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

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

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

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

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

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

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



Inhaltsverzeichnis

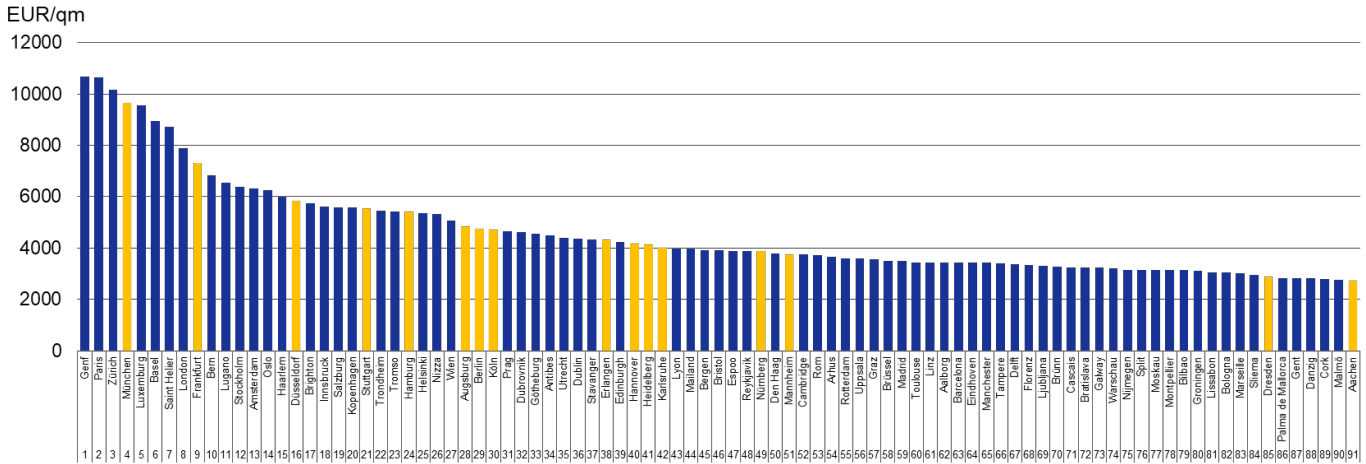
1. Überblick über alle Analysen	3
2. Historische und nationale, absolute und relative Preisvergleiche	3
2.1 Im Jahr 2021 legten Haus- und Wohnungspreise weiter zu.....	3
2.2 Internationaler Vergleich der absoluten und relativen Wohnungspreise zeigt eine normale Bewertung	4
2.3 Erschwinglichkeitsindizes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



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

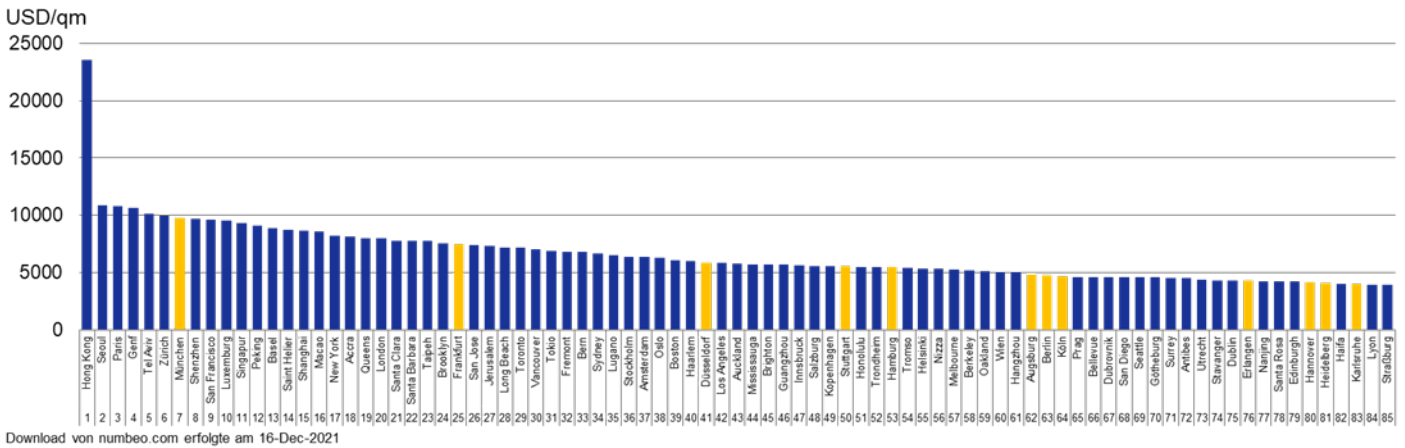
Top-91-Europa: Wohnungspreise außerhalb der Innenstadt

5



Top-85-Global: Wohnungspreise außerhalb der Innenstadt

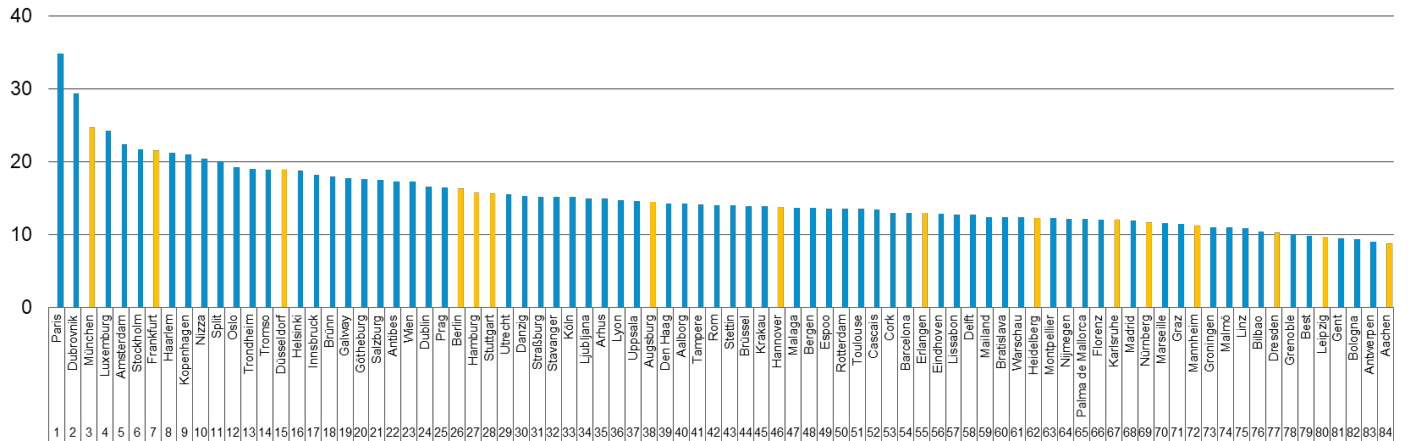
6



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

7

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





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

Investitionsprojekt und Basisparameter: Bundrenditen und Risikoprämie

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

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

Investitionsprojekt und Basisparameter: Preis- und Mietwachstum

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

Basisannahmen für Barwertmodell

25

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

*des Nettokaufpreises

**des Bruttokaufpreises

MFH=Mehrfamilienhaus

Quelle: Deutsche Bank Research

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



Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

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

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

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

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

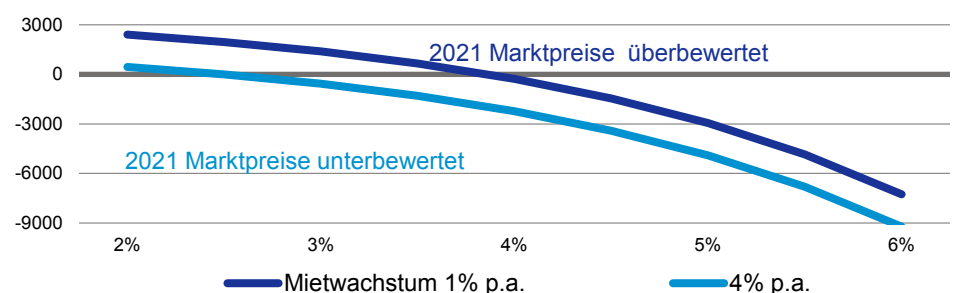
Variiert man das Preiswachstum, kann man nun auch Über- und Unterbewertung berechnen. Über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 wuchsen die Preise für Eigentumswohnungen im Bestand durchschnittlich um 7,4% pro Jahr. Bei diesem Preiswachstum liegt der Modellpreis über EUR 10.000 pro Quadratmeter und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

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

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

26

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



Quelle: Deutsche Bank Research

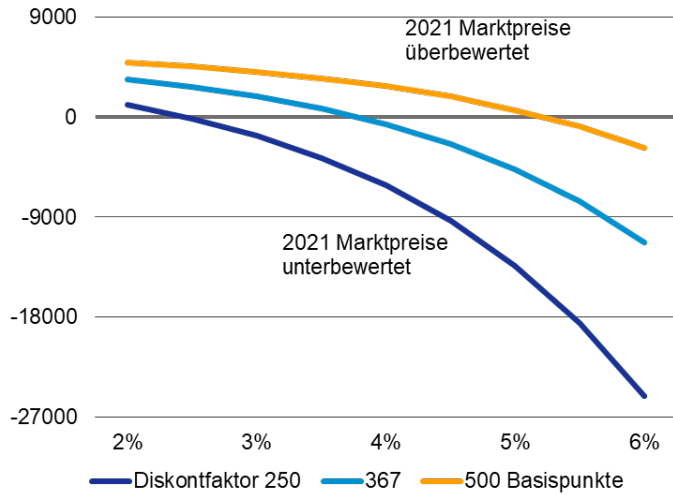


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

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

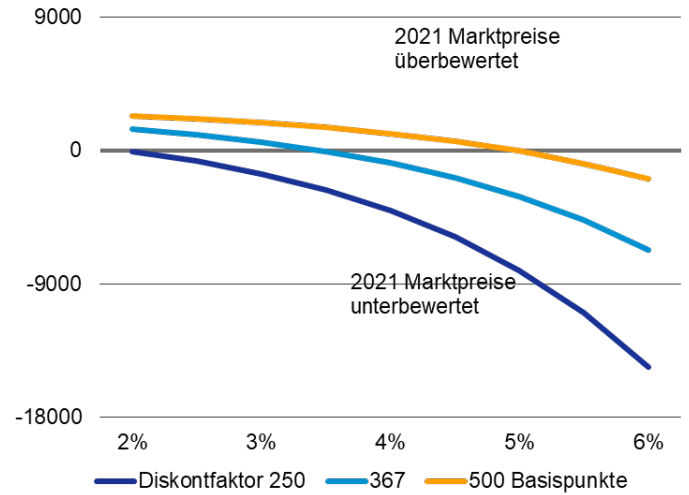
A-Städte

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



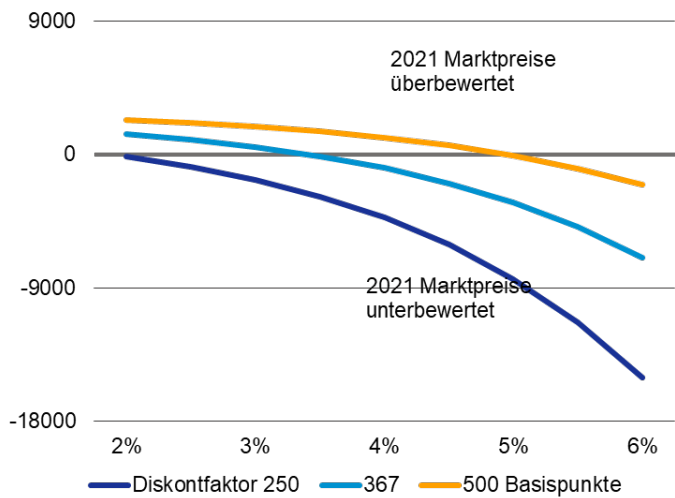
B-Städte

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



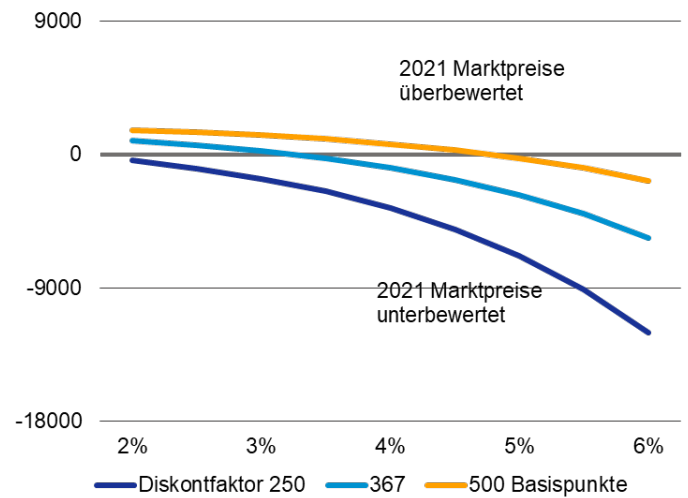
C-Städte

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



D-Städte

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



Quelle: Deutsche Bank Research

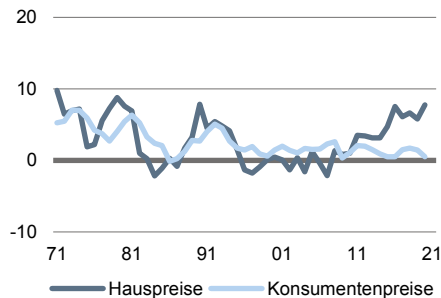


Ausblick auf den deutschen Wohnungsmarkt 2022 ff.

1971-2021: Inflation vs. Hauspreise in Deutschland

33

in % ggü. Vorjahr

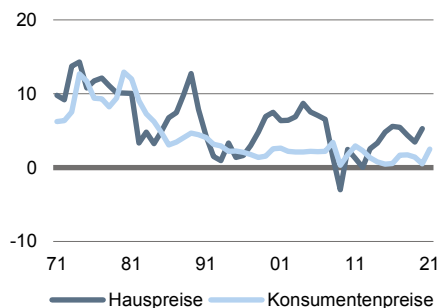


Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1971-2021: Inflation vs. Hauspreise in 23 Industrieländern

34

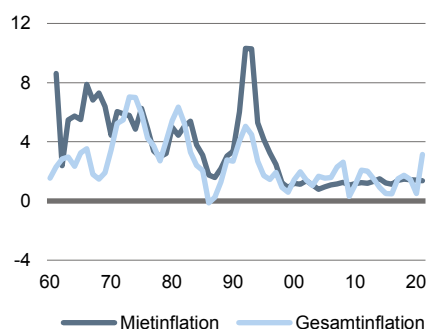
Mediane der jährlichen Wachstumsraten
in % ggü. Vorjahr



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

1960-2021: Gesamt- vs. Mietinflation in Deutschland

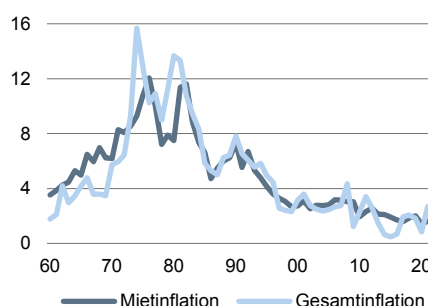
35



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

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

36



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

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

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

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

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

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