

LBBW Research.

Die Metamorphose des deutschen Wohnimmobilienmarktes.

Uwe Burkert, Chefvolkswirt, Leiter des Bereichs Research

Autor:
Martin Güth

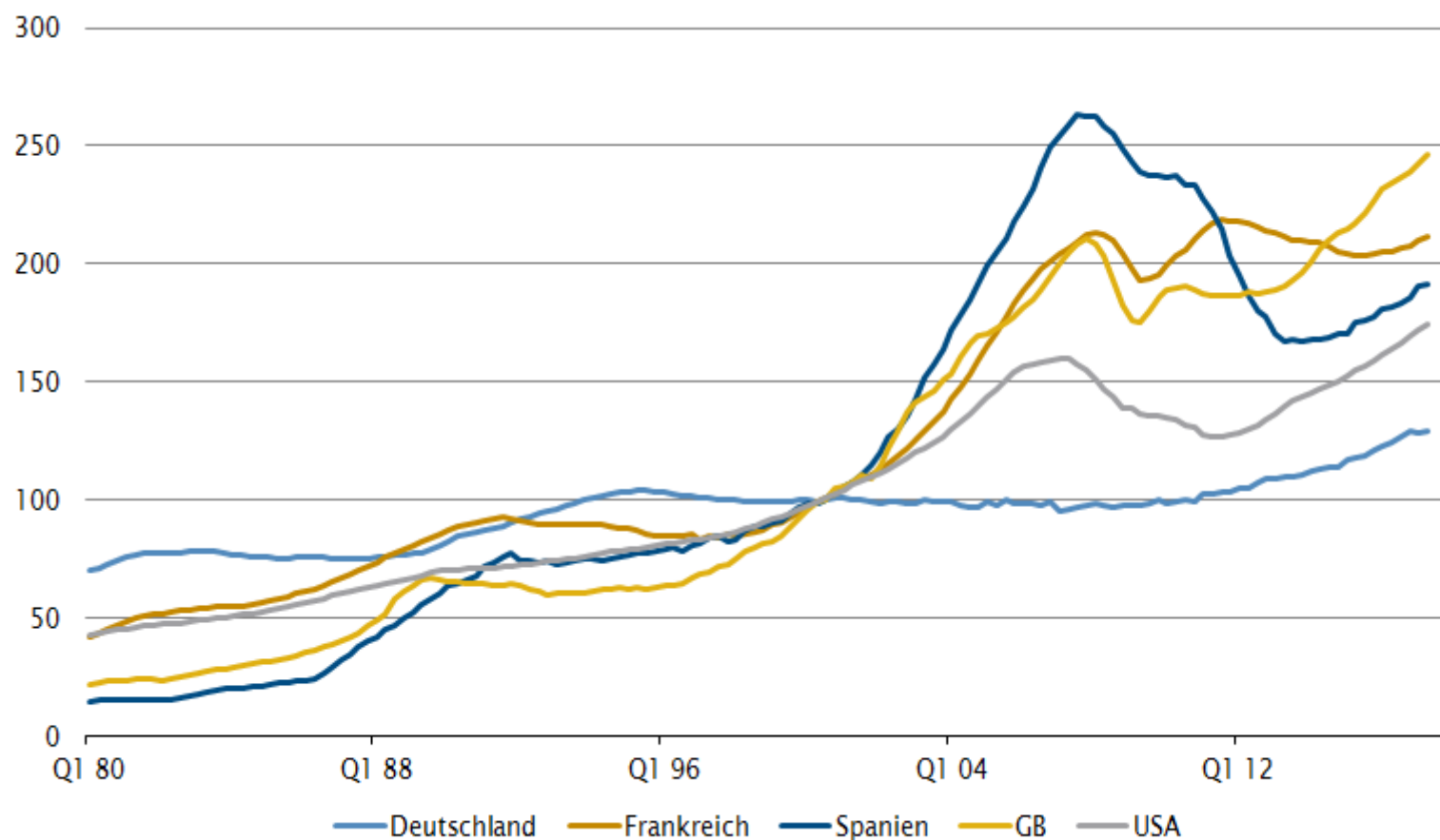
Executive Summary.

- Die Preise von deutschen Wohnimmobilien traten seit Mitte der 1990er Jahre für gut zwei Jahrzehnte auf der Stelle. In den vergangenen Jahren zeigte der Wohnimmobilienmarkt nun kaum noch für möglich gehaltene Lebenszeichen. Doch der Markt präsentiert sich nicht nur lebendiger, er vollzieht auch einen starken strukturellen Wandel.
- Langfristige Bewertungskennzahlen deuten nur auf eine moderate fundamentale Überbewertung hin. Die Betrachtung des Marktes in seiner Gesamtheit führt aber am eigentlichen Problem vorbei, denn vor allem in den vergangenen zehn Jahren hat sich der deutsche Markt zunehmend heterogen entwickelt. So sind die Preise von Immobilien in den großen Städten wesentlich kräftiger gestiegen als auf dem Land. Auch legten die Preise von Wohnungen stärker zu als jene von Einfamilienhäusern. Für einzelne, durchaus bedeutende Segmente, resultieren damit deutlich stärkere Überbewertungen als für den Gesamtmarkt – wenngleich auch diese im internationalen Vergleich noch kein extremes Niveau erreicht haben.
- Der Preisanstieg ist nachvollziehbar angesichts des unerwartet starken Wachstums der Bevölkerung (vor allem Zuwanderung, aber auch Anstieg der Geburtenrate) und einer neuerlichen Welle der Verstädterung einerseits sowie einer nur langsam in Fahrt kommenden Bautätigkeit andererseits.
- Neben den demografischen Einflüssen sorgt aber auch das extrem niedrige Realzinsniveau dafür, dass das Kapital von privaten und institutionellen Investoren verstärkt in den Immobilienmarkt strömt und die Preise steigen lässt. Auch hierdurch dürfte zu erklären sein, dass vor allem in großen Städten die Preise steigen, da für institutionelle Investoren eine gewisse Marktgröße entscheidend ist. Die Globalisierung der Investmentströme und die Suche nach Rendite sind die derzeitigen Megatrends am Wohnimmobilienmarkt.
- Nach vorn blickend ist auf Sicht der kommenden Jahre trotz des in einigen Städten heißgelaufenen Marktes noch keine wesentliche Entspannung am Immobilienmarkt erkennbar, da sich die Konjunktur weiterhin solide entwickeln dürfte, kein kräftiger Realzinsanstieg absehbar ist, das Bevölkerungswachstum positiv bleiben dürfte und die Bautätigkeit vermutlich noch für einige Zeit einer aufgestauten Wohnungsnachfrage hinterherlaufen wird.
- Auch wenn eine Preisblase nach klassischer Definition für den Markt als Ganzes nicht vorliegt, sind daher die Voraussetzungen für das Entstehen einer Blase zweifellos vorhanden. Es besteht die Gefahr eines „Schweinezyklus“ mit nachfolgend fallenden Preisen, wenn im kommenden Jahrzehnt die Bevölkerung wieder schrumpft, die Kapazitäten der Bauwirtschaft hochgefahren werden und die Realzinsen wieder auf ein normales Niveau ansteigen sollten.

Nach zwei Jahrzehnten der Flaute ist der deutsche Markt für Wohnimmobilien aus seinem Dornröschenschlaf erwacht.

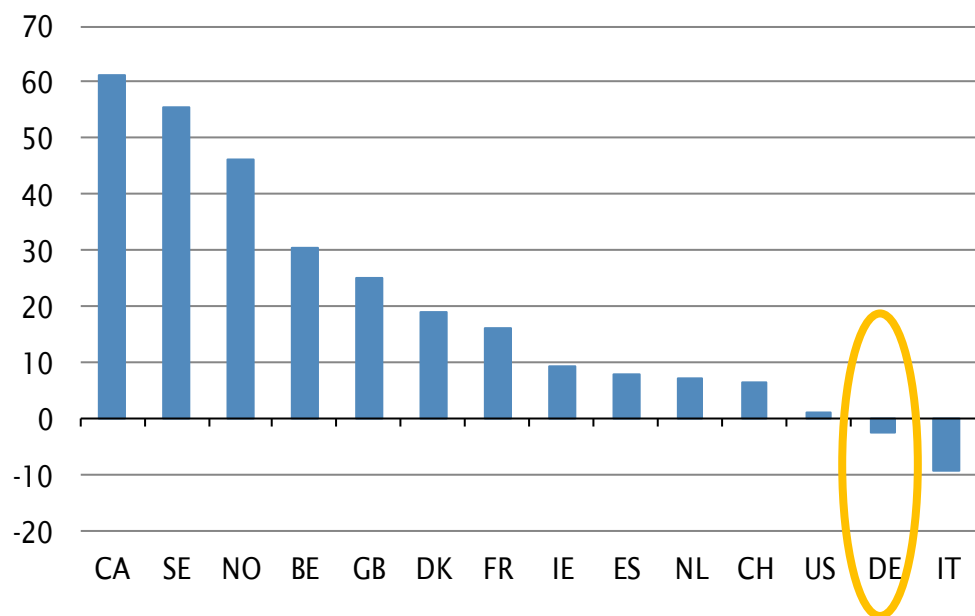
- Der deutsche Immobilienmarkt dümpelte lange Zeit vor sich hin. Nach dem Wiedervereinigungsboom herrschte seit Mitte der 1990er Jahre ein Überangebot an Wohnungen. Die Preise traten auch dann noch auf der Stelle, als Anfang des Jahrtausends viele andere Länder einen regelrechten Immobilienboom erlebten. Seit dem Jahr 2011 verzeichnet Deutschland aber eine kaum noch für möglich gehaltene Preisdynamik am Immobilienmarkt.
- Im Vergleich zum Jahr 2010 ist das durchschnittliche Preisniveau in Deutschland insgesamt etwa 30 % gestiegen. Der Markt in seiner Gesamtheit bleibt aber immer noch hinter der Entwicklung zurück, die viele Länder in den 2000er Jahren gesehen haben.

Preisentwicklung im internationalen Vergleich (nominal, 2000 = 100)



Bewertungskennziffern deuten für Deutschland als Ganzes trotz starkem Preisanstieg noch nicht auf eine Überbewertung der Immobilienpreise hin.

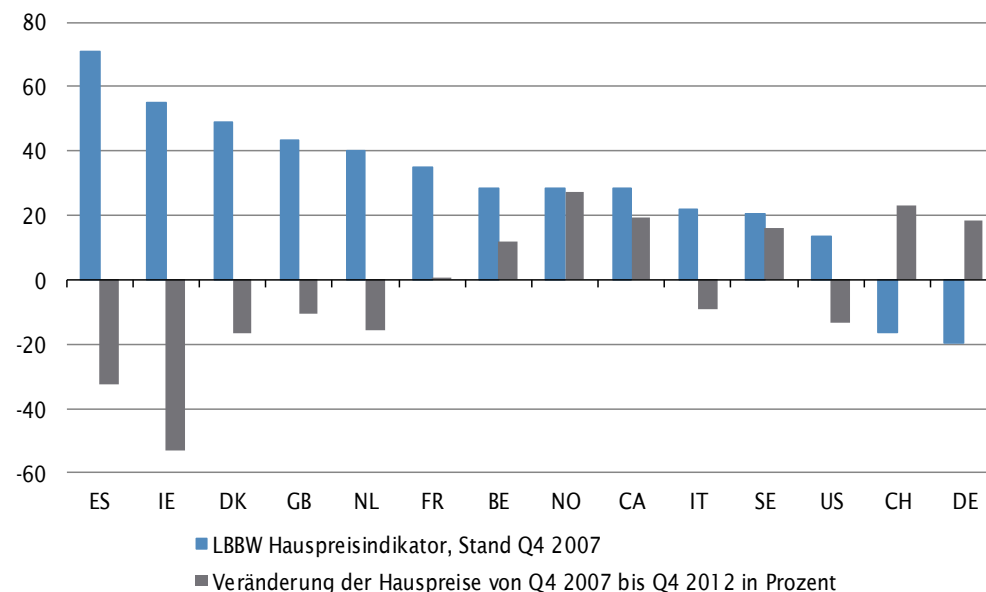
Stand des LBBW Hauspreisindikators für das 4. Quartal 2016, Über- bzw. Unterbewertung in Prozent (Daten seit 1970)



- Der vom LBBW Research entwickelte Bewertungsindikator betrachtet das Verhältnis der Hauspreise zu den verfügbaren Einkommen und zu den Mieten sowie die inflationsbereinigten Hauspreise.
- Trotz des starken Anstiegs der Preise für Wohnimmobilien in Deutschland in den vergangenen Jahren weist unser Bewertungsindikator aktuell sogar eine leichte Unterbewertung von 2,6 % aus.

Quelle: OECD, LBBW Research

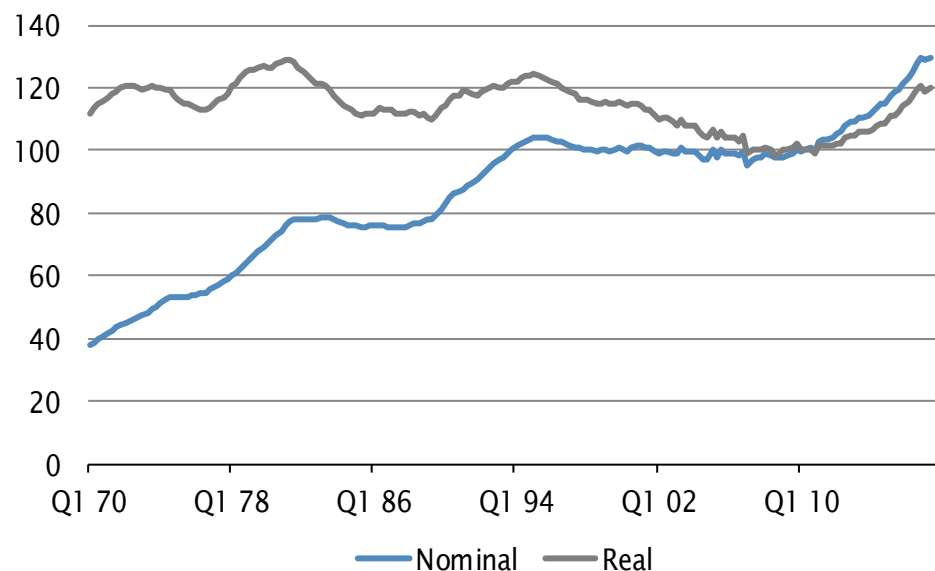
Stand des LBBW Hauspreisindikators im 4. Quartal 2007 sowie Veränderung der Hauspreise in den folgenden fünf Jahren



- Für jedes Land werden bei unserem Indikator die Kenngrößen in Relation zu ihrer eigenen Historie betrachtet.
- In der Vergangenheit hat der Bewertungsindikator gute Dienste geleistet. So sind beispielsweise von Ende 2007 bis Ende 2012 vor allem in den Ländern die Hauspreise stark gefallen, für die unser Indikator im 4. Quartal 2007 ein besonders hohes Bewertungsniveau auswies. Eine moderate Überbewertung wie in Norwegen oder Kanada stand dort aber weiteren Preisanstiegen nicht im Wege. Der deutsche Markt war damals stark unterbewertet.

Die Bewertungskennzahlen für Deutschland im Zeitablauf seit 1970.

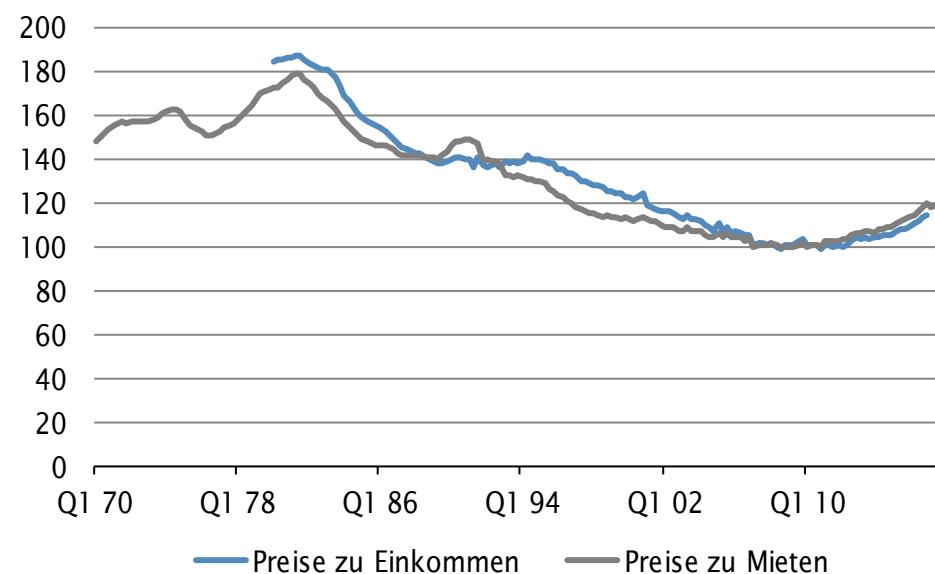
Preise in nominaler und inflationsbereinigter Betrachtung



- Die Hauspreise befinden sich zwar auf einem historischen Höchststand.
- Rechnet man allerdings den Kaufkraftverlust des Geldes heraus, so gilt diese Aussage nicht mehr. In realer Betrachtung rangieren die Hauspreise zwar überdurchschnittlich im Vergleich zu ihrer langfristigen Historie. Rekordstände wurden aber bisher nicht erreicht.

Quelle: OECD, LBBW Research

Verhältnis der Hauspreise zu den Verfügbaren Einkommen und zu den Mieten

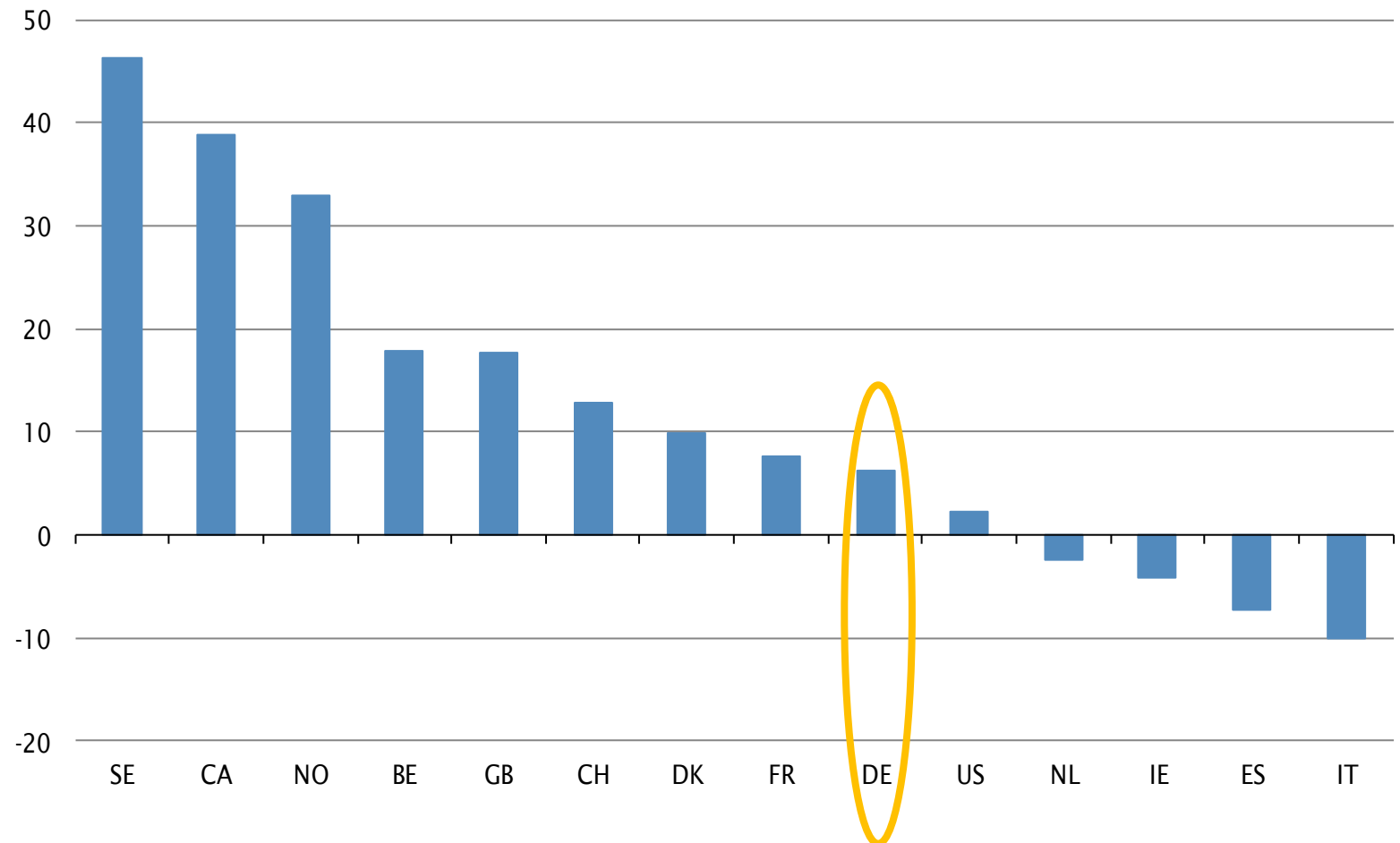


- In den vergangenen zehn Jahren sind die Immobilienpreise stärker gestiegen als die Mieten und die Verfügbaren Einkommen.
- Vorangegangen war dem aber eine lange Phase seit den 1980er Jahren, in denen dies umgekehrt war.
- Das Verhältnis der Preise zu den Mieten und zu den Verfügbaren Einkommen befindet sich daher jeweils unterhalb des historischen Durchschnitts.

Alternative Betrachtung der Bewertungskennziffern seit dem Jahr 1990: Deutschland trotz starkem Preisanstieg nur leicht überbewertet.

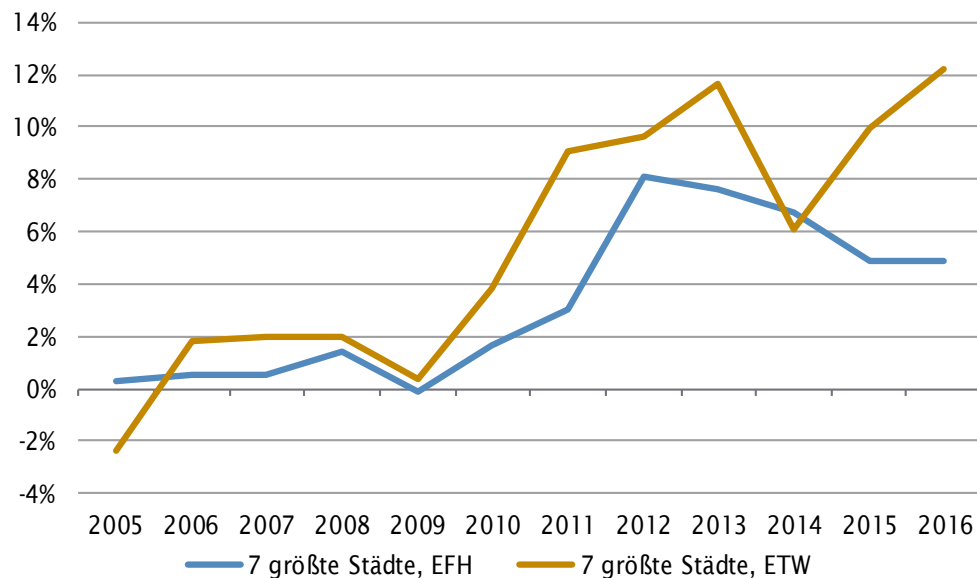
- Grundsätzlich erscheint es zwar ratsam, bei der Beurteilung des Bewertungsniveaus eines Marktes die aktuelle Situation in Relation zu einer möglichst weit reichenden Vergangenheit zu stellen.
- Allerdings dürfte in der fernerer Vergangenheit die Datenqualität weniger zuverlässig gewesen sein und es gab auch methodische Änderungen der Preismessung.
- Verkürzt man den betrachteten Zeitraum auf die Zeit seit 1990, so resultiert für Deutschland gemäß der betrachteten Kennzahlen eine leichte Überbewertung des Immobilienmarktes von gut 6 %. Im internationalen Vergleich befindet es sich im unteren Mittelfeld.

Stand des LBBW Hauspreisindikators für das 4. Quartal 2016, Über- bzw. Unterbewertung in Prozent (Daten seit 1990)



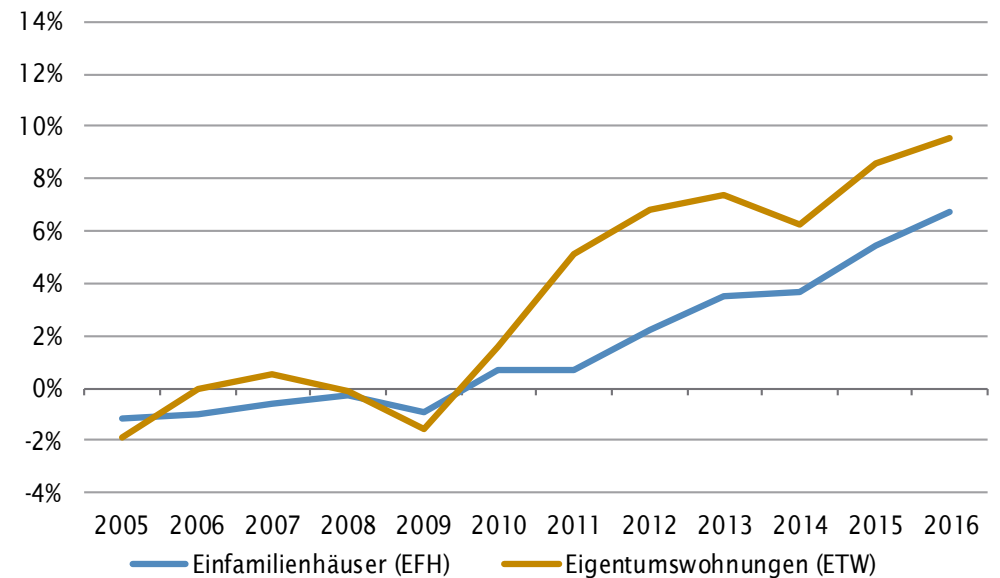
Der Blick auf den Gesamtmarkt verdeckt aber starke Unterschiede in der Preisentwicklung innerhalb Deutschlands und zwischen den Objektarten.

Wachstum der Immobilienpreise in den großen Städten (Y/Y)



- Seit dem Jahr 2010 ist deutlich Bewegung in den deutschen Markt gekommen. Als erstes und am stärksten haben die Preise von Eigentumswohnungen (ETW) in den sieben größten Städten (Berlin, Hamburg, München, Frankfurt, Köln, Düsseldorf, Stuttgart) zugelegt. In den Jahren 2012 und 2013 schien die Eurokrise die Flucht in Sachwerte befeuert zu haben. Nachdem sich die Eurokrise beruhigte, verlor auch der Preisanstieg im Jahr 2014 an Dynamik.

Wachstum der Immobilienpreise in Deutschland insgesamt (Y/Y)

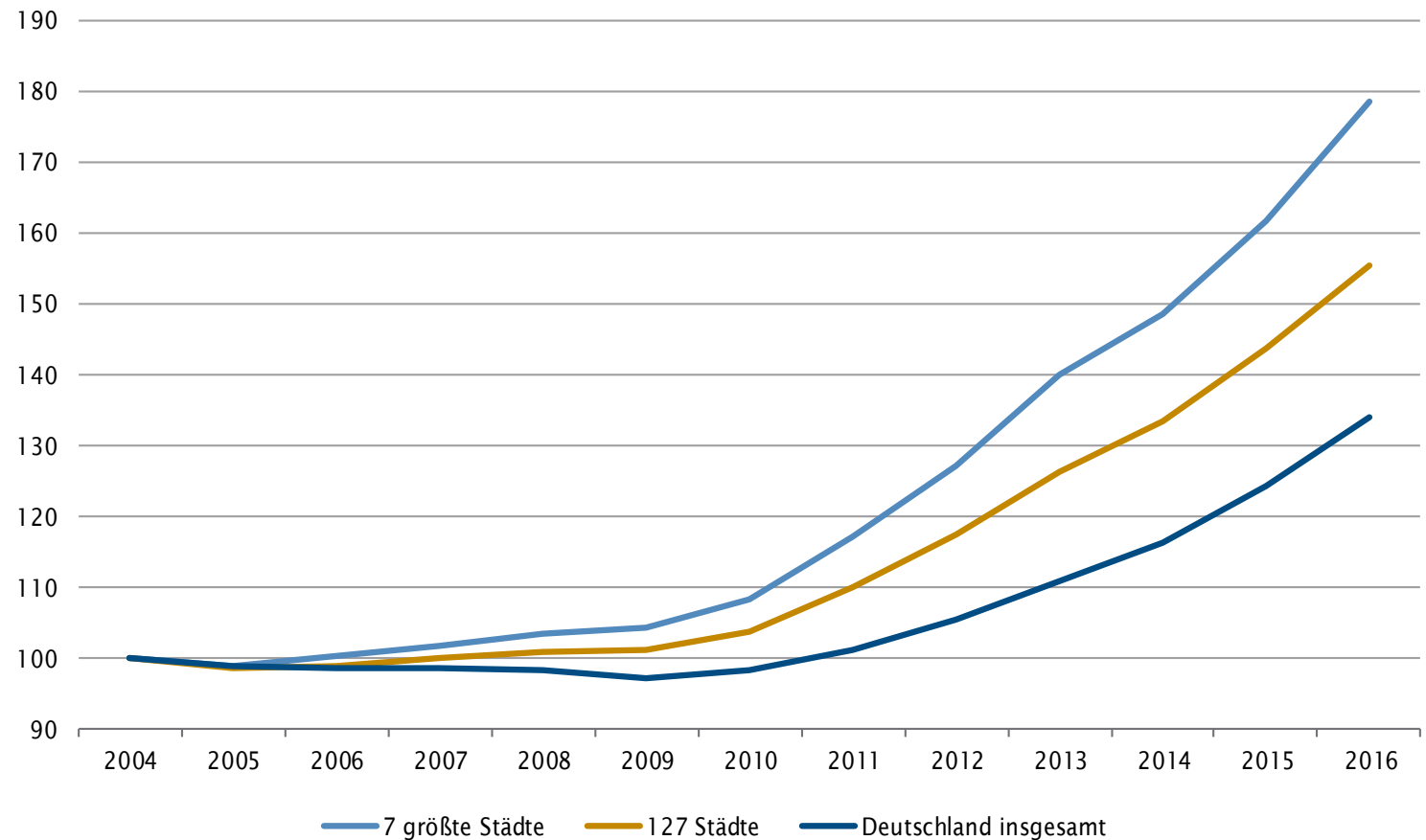


- Seit dem Jahr 2010 zeigt sich eine sehr divergente Preisentwicklung in Abhängigkeit von der Größe der Stadt und der Art des Objekts. So stellte sich für die Preise von Einfamilienhäusern (EFH) auch in den letzten beiden Jahren keine neuerlich zunehmende Dynamik ein.
- Für Gesamtdeutschland war der Preisanstieg generell verhaltener, die Dynamik legte aber beständig zu, auch hier vor allem für ETW.

Preisdynamik in den großen Städten in einer ganz anderen Größenordnung als in den Landkreisen – Betrachtung des Gesamtmarktes macht nur bedingt Sinn.

- Was auf der vorangegangenen Seite die unterschiedlichen Wachstumsraten schon angedeutet haben, zeigt sich bei Betrachtung des Niveaus der Preisindizes noch deutlicher: In den letzten zehn Jahren spielte in großen Städten die Preisdynamik in einer ganz anderen Liga als jene für Objekte im ländlichen Raum und somit für den deutschen Markt insgesamt.
- Für die Beurteilung der Frage, ob in Deutschland eine Blase am Immobilienmarkt vorliegt oder ob die Preise nicht gerechtfertigte Höhen erklommen haben, macht die Betrachtung vom gesamten Markt daher wenig Sinn.
- Das spannende Thema ist aktuell die Divergenz – die übrigens von 1990 bis 2010 nicht zu beobachten war.

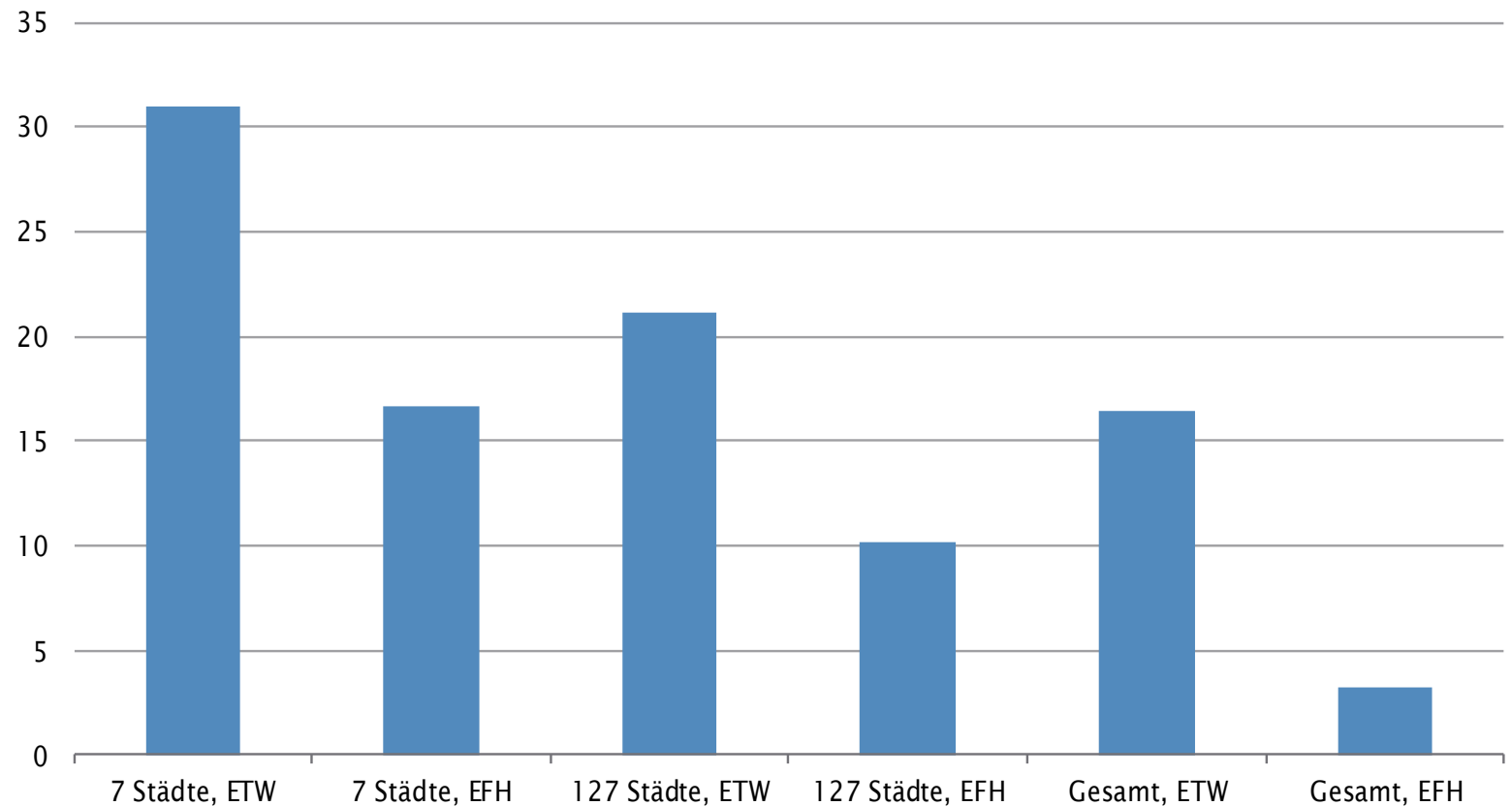
Preisindizes für Wohnimmobilien, alle Objektarten, in Abhängigkeit von der Stadtgröße



Überbewertung in Abhängigkeit der Stadtgröße und der Objektart: Teure Wohnungen in der Stadt, „günstige“ Häuser auf dem Land.

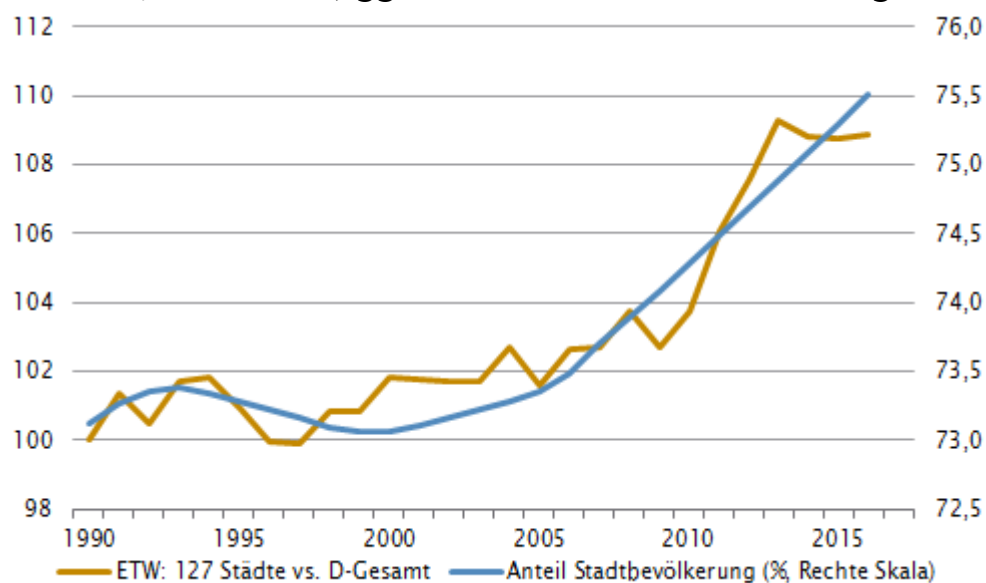
- Daten mit einer Aufgliederung der Immobilienpreise in Abhängigkeit der Größe der Stadt und der Art des Objektes liegen uns erst ab 1990 und nur auf Basis von Jahresdurchschnittswerten vor.
- Unser Indikator weist aufgrund der unterschiedlichen Preisentwicklung systematisch ein höheres Bewertungsniveau für Eigentumswohnungen ggü. Einfamilienhäusern aus. Zudem sind die Immobilien vor allem in den großen Städten hoch bewertet.
- Zu letzterer Entwicklung trug ein neuerlich einsetzender Trend zur Verstädterung bei – siehe folgende Seite. Eigentumswohnungen in großen Städten dürften zudem gerade für institutionelle Investoren aufgrund der Marktgröße attraktiv sein.

Stand des LBBW Hauspreisindikators für das Jahr 2016, Über- bzw. Unterbewertung in Prozent (Daten seit 1990)

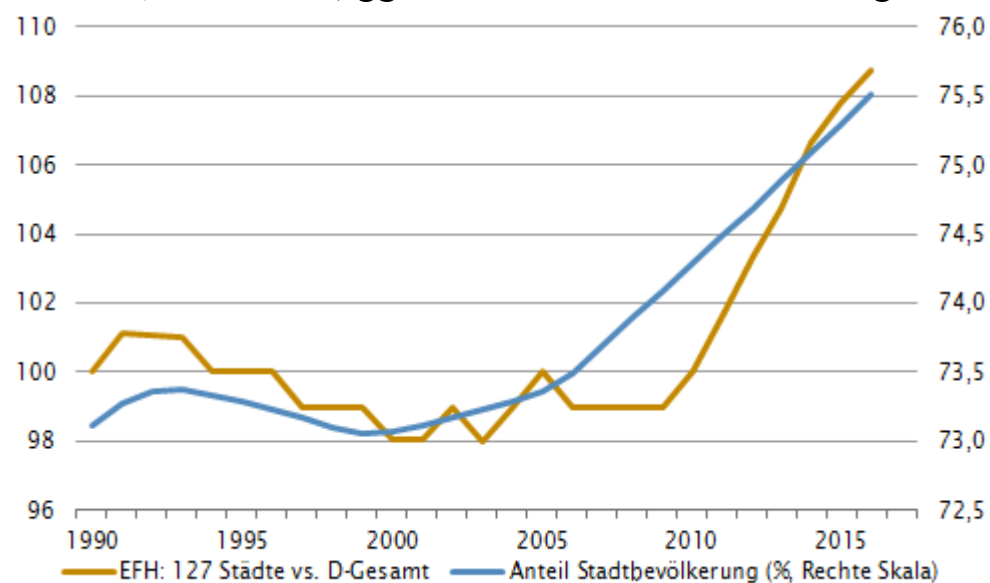


Urbanisierung ist einer der Treiber der unterschiedlichen Preisentwicklung zwischen Stadt und Land.

Preisauflschlag für ETW in Städten ggü. Deutschland insgesamt (indexiert, Start = 100) ggü. dem Grad der Urbanisierung



Preisauflschlag für EFH in Städten ggü. Deutschland insgesamt (indexiert, Start = 100) ggü. dem Grad der Urbanisierung



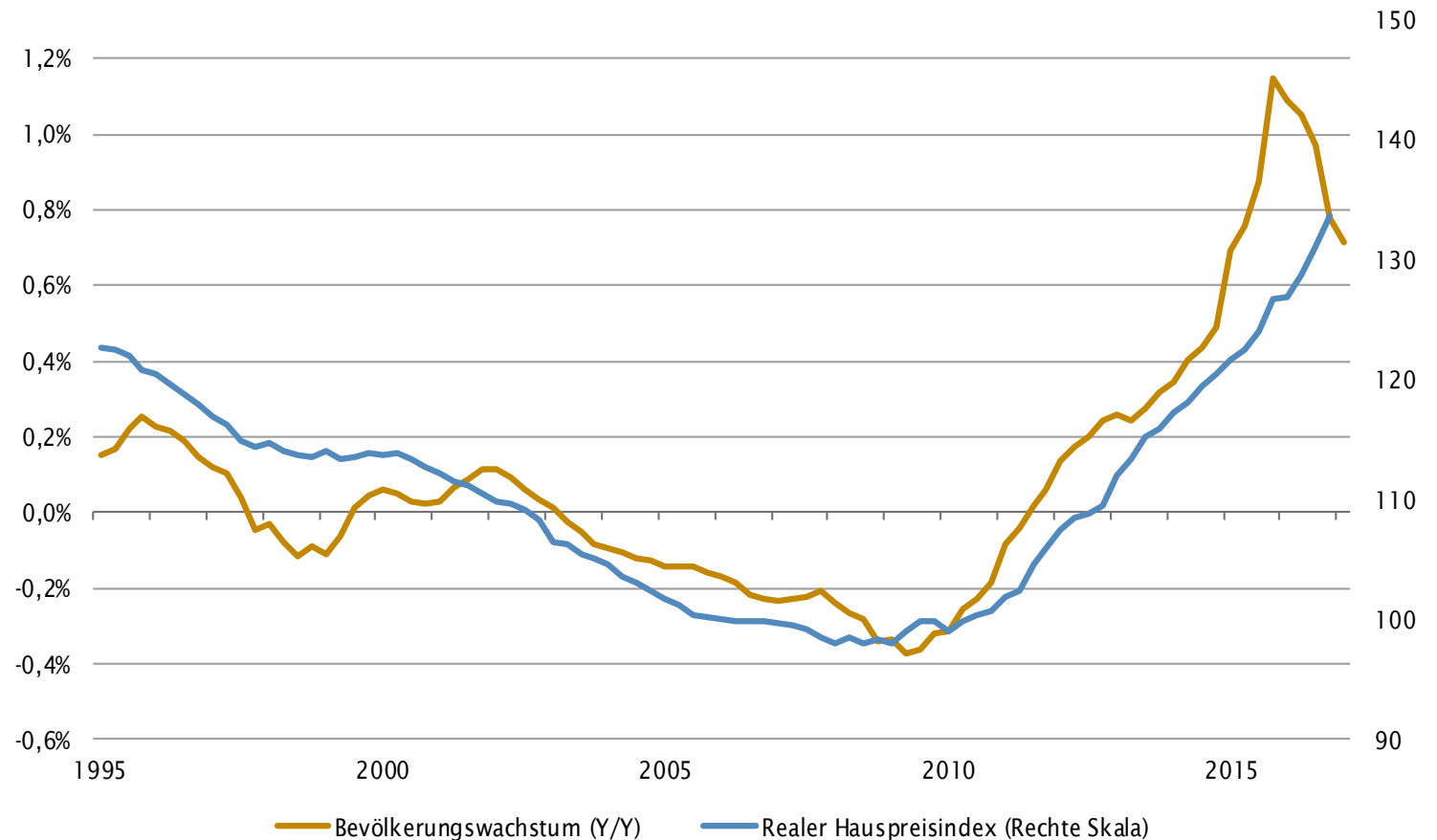
- Die Urbanisierung, gemessen als Anteil der Stadtbevölkerung an der Gesamtbevölkerung, veränderte sich von 1990 bis 2005 nur wenig. Seither hat sie aber spürbar zugelegt.
- Somit ist es nicht verwunderlich, dass die Immobilienpreise in den großen Städten vor allem in den letzten zehn Jahren spürbar stärker zugelegt haben als jene in den Landkreisen – sowohl für Eigentumswohnungen als auch für Einfamilienhäuser.

- Der Prozess der Urbanisierung trägt zudem zum deutschlandweiten Preisanstieg bei. Da etwa dreiviertel der Menschen in Städten leben, schlägt sich der kräftige Preisanstieg in den Städten stärker im gesamtdeutschen Index nieder als der nur moderate Anstieg in den Landkreisen.

Bevölkerungswachstum hat gedreht und trägt ebenfalls zum Preisanstieg bei.

- Der Rückgang der realen Hauspreise seit Mitte der 1990er Jahre war maßgeblich durch den Bauboom nach der deutschen Wiedervereinigung bedingt, durch den ein Überangebot entstand.
- Seit Ende der 1990er Jahre und insbesondere von 2003 bis 2010 war aber auch ein Schrumpfen der Bevölkerung zu beobachten, das zusätzlich die Nachfrage nach Wohnraum belastete.
- Nachfolgend drehte der Trend aber, da angesichts der schweren Wirtschaftskrise in vielen EU-Staaten Menschen auf der Suche nach Arbeit nach Deutschland einwanderten und in den letzten drei Jahren auch viele Flüchtlinge nach Deutschland kamen.

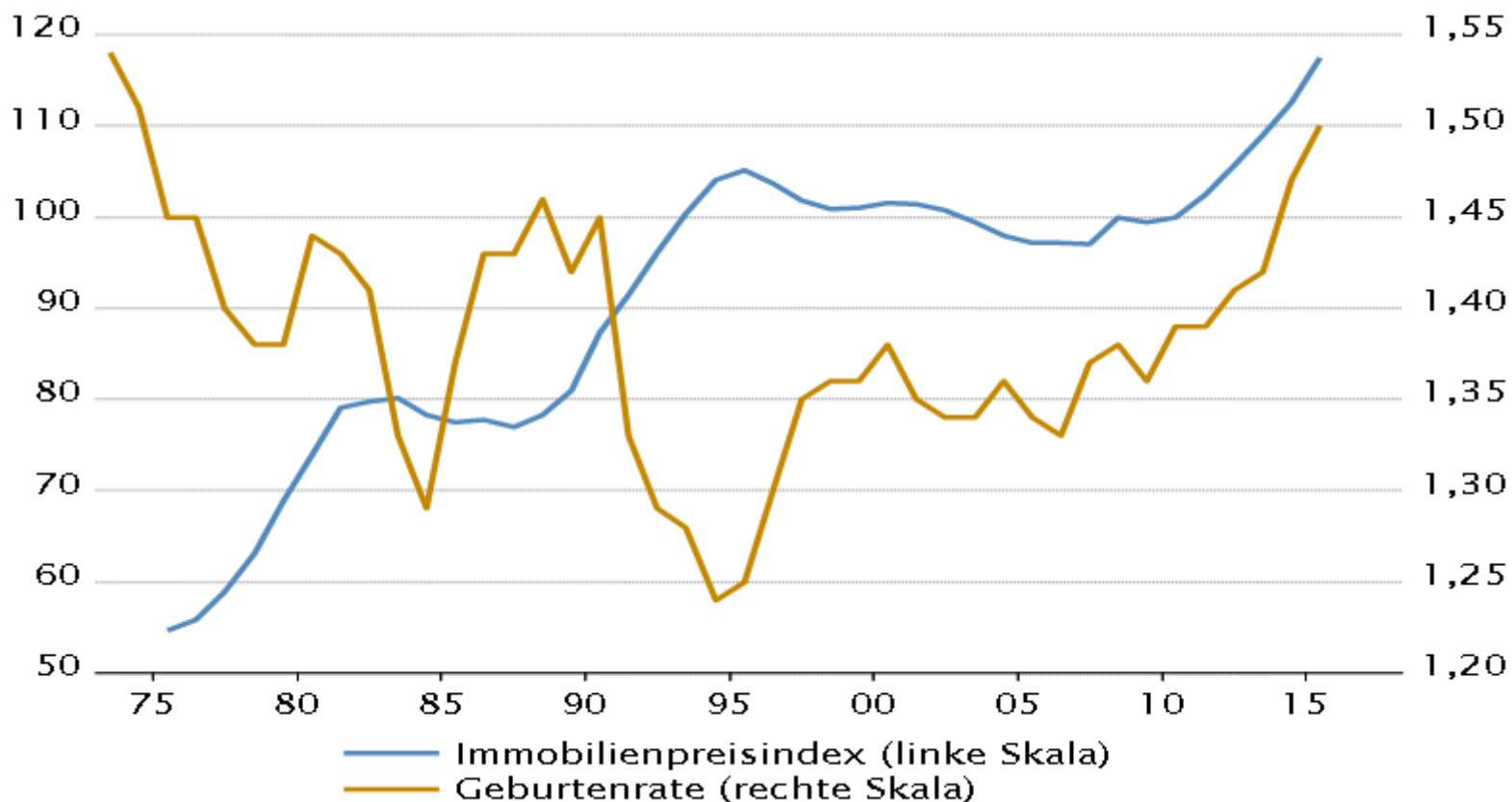
Jährliches Bevölkerungswachstum in Prozent und realer Hauspreisindex (2010 = 100)



Geburtenrate verzeichnet ungewöhnlichen Anstieg und unterstützt derzeit den Immobilienboom.

- Wenngleich der außergewöhnlich starke Anstieg der Bevölkerungszahl in den vergangenen drei Jahren vor allem der Zuwanderung zuzuschreiben ist, so vollzog sich in den letzten Jahren auch ein bemerkenswerter Anstieg der Geburtenrate.
- Zudem haben vor allem Familien mit kleinen Kindern Bedarf nach größerem Wohnraum.
- Wenngleich ein Wert von durchschnittlich 1,5 Kindern je Frau die höchste Geburtenrate seit den 1970er Jahren darstellt, ist damit langfristig ein Rückgang der Bevölkerung verbunden (ohne Berücksichtigung von Zuwanderung).

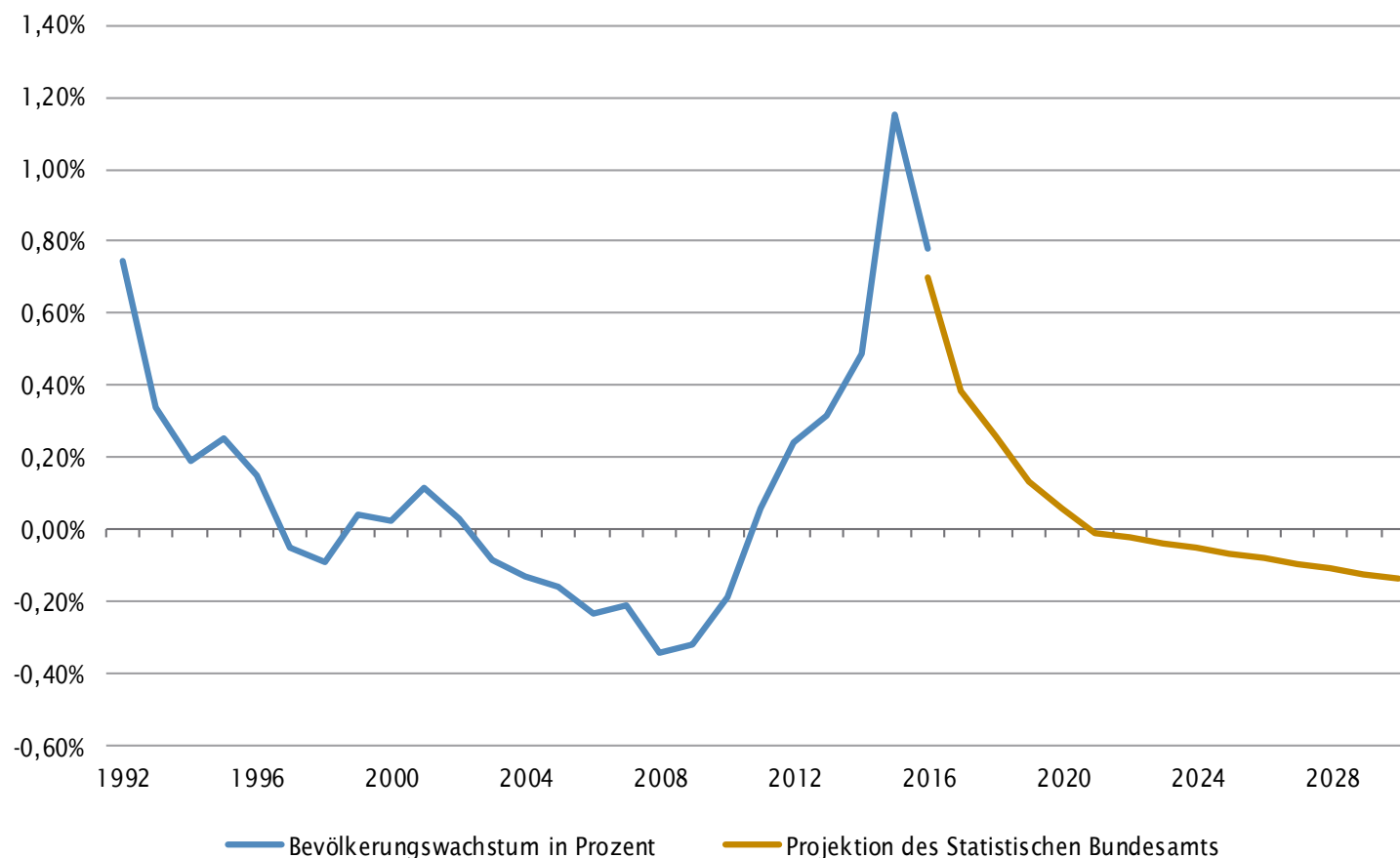
Geburtenrate (Anzahl Kinder je Frau) und Entwicklung der Wohnimmobilienpreise



Projektionen des Statistischen Bundesamts deuten auf sinkende Bevölkerungszahlen ab etwa dem Jahr 2020 hin.

- Im April 2015 veröffentlichten die deutschen Statistikämter neue Projektionen für die Bevölkerungsentwicklung. Sie hatten damals die aufgrund der Flüchtlingskrise erfolgte Zuwanderung deutlich unterschätzt.
- Unter der Annahme, dass die Zuwanderungszahlen (netto) allmählich sinken und sich ab dem Jahr 2021 auf einem Niveau von 200.000 bewegen werden, ist entsprechend ab da auch wieder mit einem Schrumpfen der Bevölkerung zu rechnen.
- Das kräftige Bevölkerungswachstum der vergangenen drei Jahre wäre demnach nur ein einmaliger Nachfrageschock für den Immobilienmarkt, der den Markt gleichwohl deutlich aus seinem Gleichgewicht bringt.

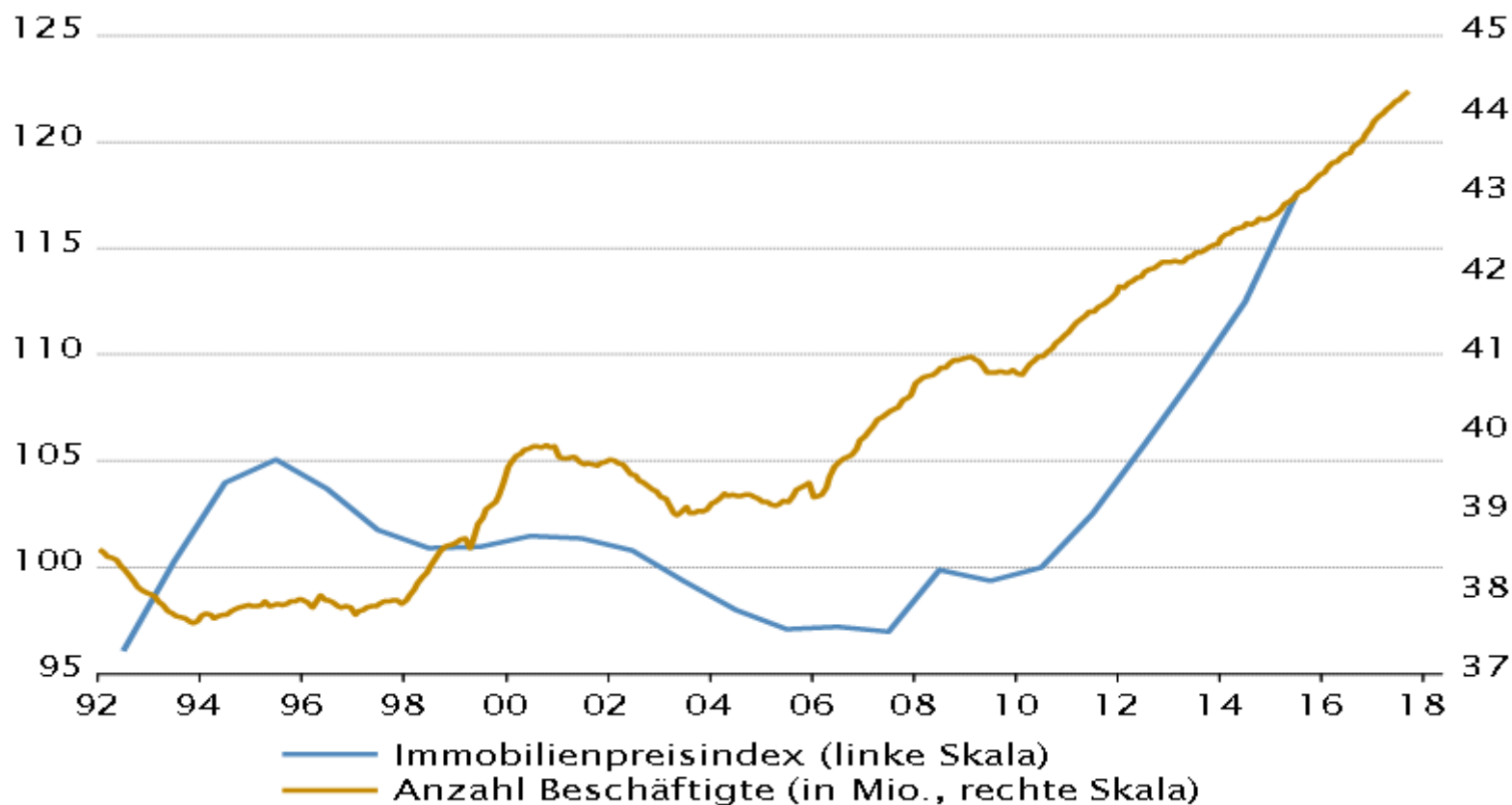
Jährliches Bevölkerungswachstum (bis 2016) sowie Projektion (ab 2015) von Destatis unter der Annahme einer jährlichen Netto-Zuwanderung von 200.000 ab dem Jahr 2021



Gute Lage am Arbeitsmarkt trägt zur gesteigerten Nachfrage nach Immobilien bei.

- Wenig überraschend zeigte die Entwicklung am Arbeitsmarkt und jene der Hauspreise in den vergangenen zehn Jahren in die gleiche Richtung.
- Die gute Lage am Arbeitsmarkt wirkt sich positiv auf die verfügbaren Einkommen aus und gibt den privaten Haushalten die Zuversicht, die für die Entscheidung zum Kauf einer Immobilie notwendig ist.
- Auch in den Jahren davor war zwar zuweilen ein unterschiedlicher Trend zwischen beiden Größen zu erkennen, die zyklischen Schwankungen vollzogen sie jedoch gemeinsam.

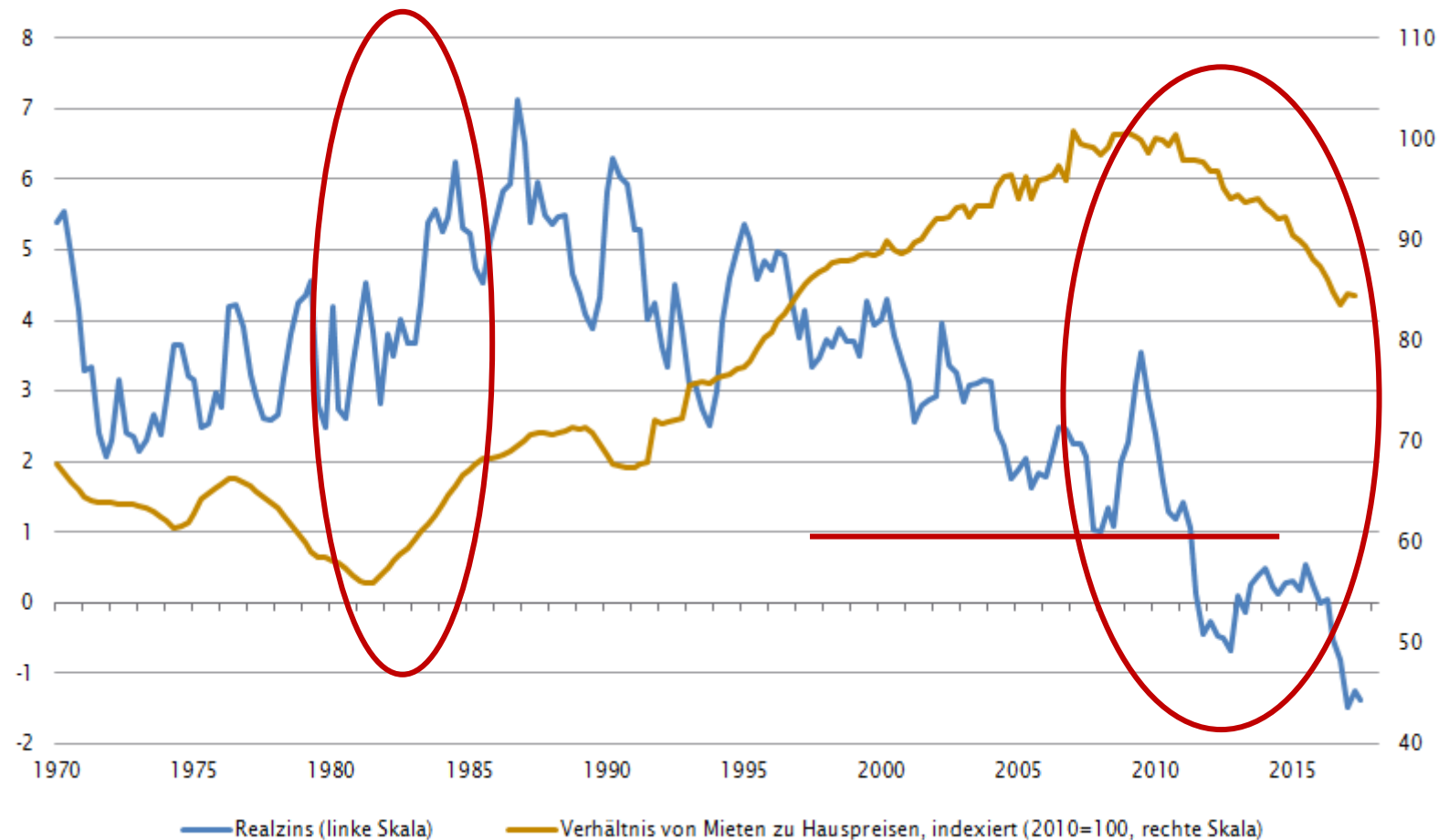
Immobilienpreisindex und Anzahl Beschäftigter in Deutschland



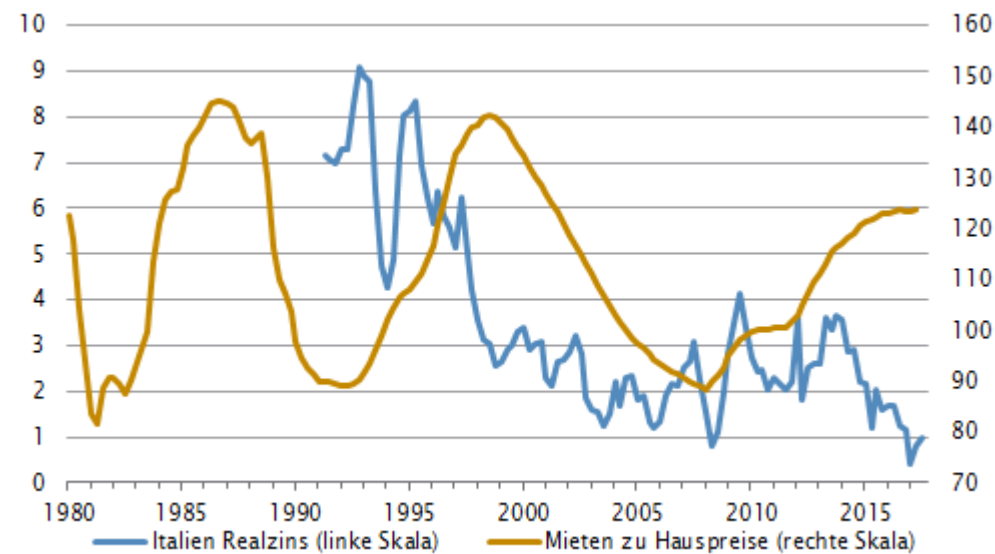
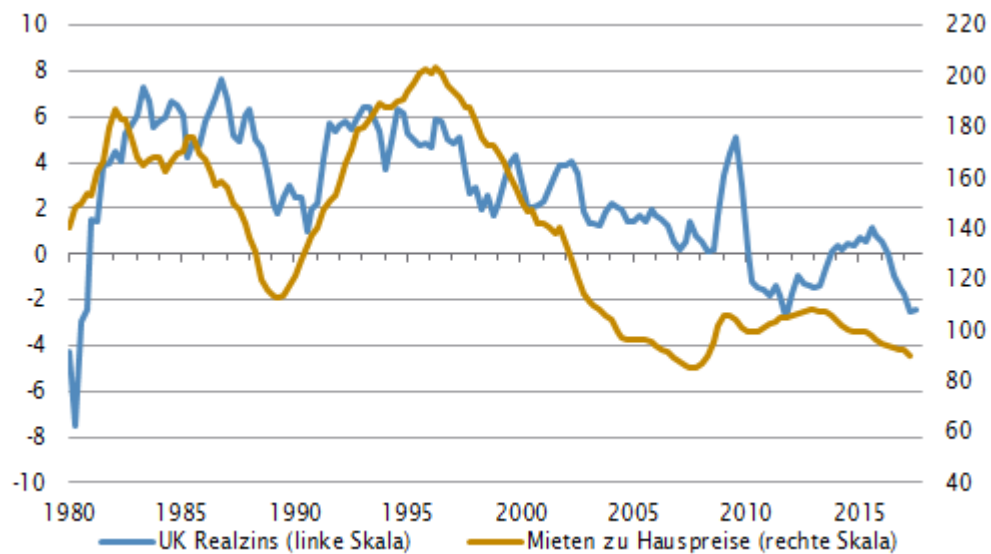
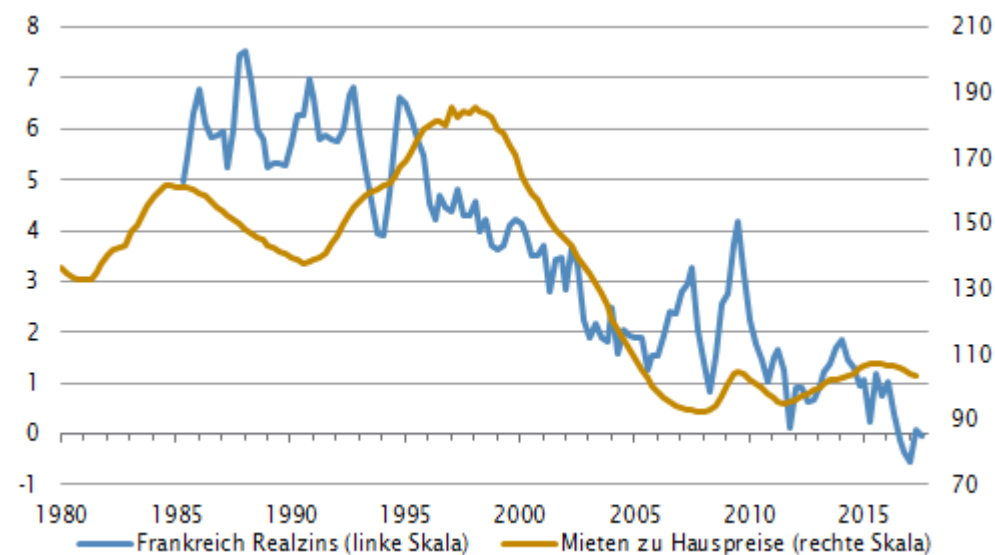
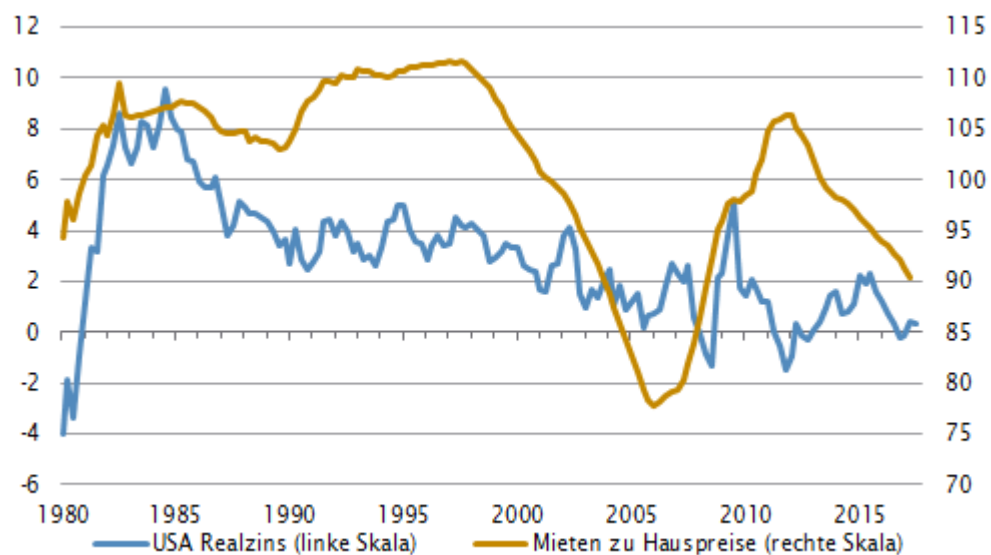
Niedrige Realzinsen lassen Bewertungsniveau der Wohnimmobilien steigen.

- In der Vergangenheit war der Zusammenhang zwischen den Realzinsen und dem Mietzins von Immobilieninvestitionen nur phasenweise erkennbar (rot markierte Phasen). Dies dürfte aber vor allem an dem Sondereffekt durch die deutsche Wiedervereinigung liegen, der seit Anfang der 1990er Jahre die Entwicklung am Immobilienmarkt dominiert hat.
- Grundsätzlich scheint es plausibel, von einem Zusammenhang zwischen beiden Größen auszugehen, d.h. das Verhältnis der Mieten zu den Hauspreisen sollte sinken, wenn die Realzinsen sinken, und umgekehrt.
- Zudem hat das Abrutschen der Realzinsen seit 2011 zu einem historisch außergewöhnlichen Anlagenotstand geführt.

Realzins (10-jährige Bund-Rendite minus Inflationsrate) und Verhältnis von Mieten zu Hauspreisen



Vergleich mit anderen Ländern deutet auf einen Zusammenhang zwischen Realzinsen und dem Mieten/Preis-Verhältnis – Risiko bei Zinsanstieg!



Die Globalisierung der Investmentströme und die Suche nach Rendite sind die derzeitige Megatrends am Wohnimmobilienmarkt!

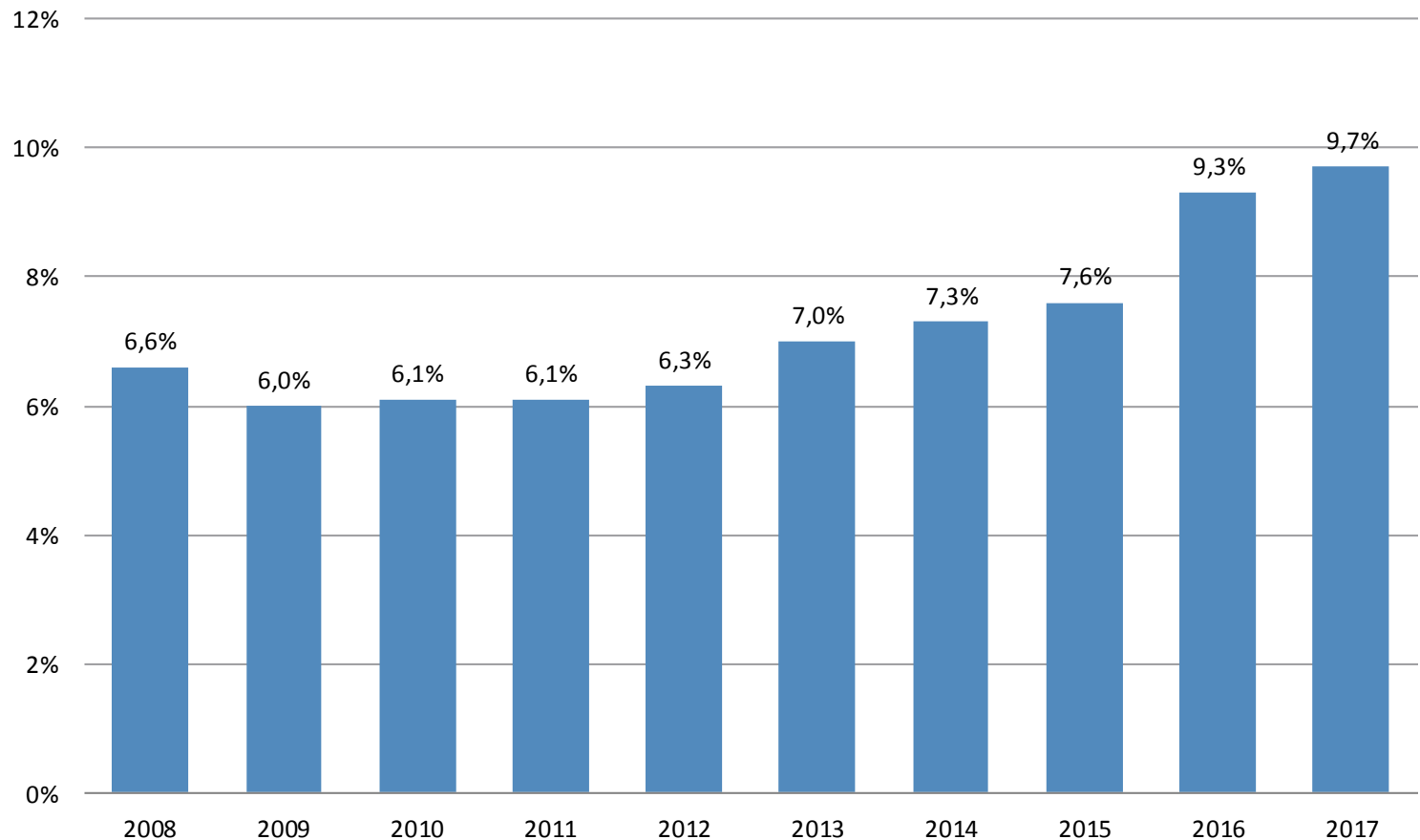
Die **EZB** schreibt in ihrem Financial Stability Review vom Mai 2017:

- “Heterogeneous regional developments in housing markets may be a cause for concern from a financial stability perspective. [...] ...they could also signal excessive exuberance of house prices in certain areas, for example **due to the strong presence of foreign buyers**. [...] Moreover, exuberant house price developments in certain regions could, in principle, threaten the stability of financial institutions with mortgage exposures concentrated in those regions. **This is especially the case in the context of a low interest rate environment spurring a potential search for yield.**”
- Die **Unternehmensberatung EY** legt in ihrem “Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt 2017” dar, dass innerhalb der von EY befragten Marktteilnehmern die meisten (80 %) die **Globalisierung der Investmentströme** als den stärksten marktbeeinflussenden Megatrend für 2017 erachten – gefolgt von der **Zinsentwicklung** (79 %). Die Themen „Urbanisierung/Landflucht“ und „Demografischer Wandel“ folgen erst auf den Plätzen drei und vier.

Institutionelle Investoren erhöhen ihre Immobilienquote – zum Beispiel die Versicherungsunternehmen.

- In einer Umfrage unter 35 deutschen Versicherungsunternehmen hat die Unternehmensberatung EY aktuelle Trends bei Immobilienanlagen untersucht. Im Mittel beläuft sich der Immobilienbestand der 35 Assekuranzen im ersten Halbjahr auf 3,6 Mrd. EUR (2016: 2,8 Mrd. EUR), was einer Quote von 9,7 % entspricht (2016: 9,3 %).
- Bis Ende 2017 ist eine Ausweitung der Quote auf einen Rekordwert von durchschnittlich 10,7 % geplant.
- Hinsichtlich der Nutzungsart werden von den Assekuranzen Büro- und Einzelhandelsimmobilien favorisiert. Auf Platz drei folgt das Wohnsegment.

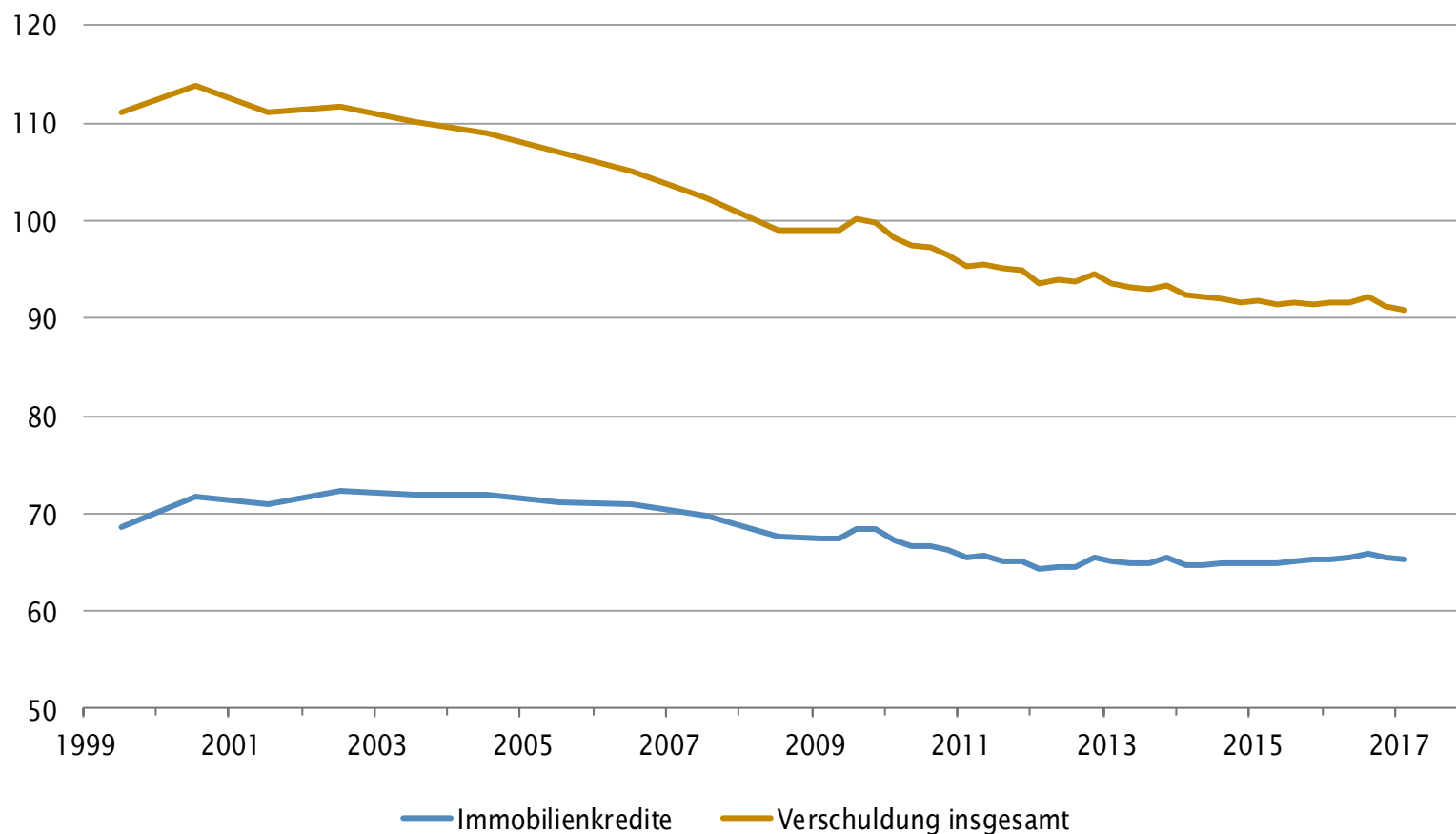
Entwicklung der Immobilienquote von deutschen Versicherern



Private Haushalte agieren umsichtig und sichern sich das niedrige Zinsniveau langfristig.

- Um von einer klassischen Blase zu sprechen, müsste neben einem überzogenen Bewertungsniveau ein deutlich spekulatives Käuferverhalten sowie eine zunehmende Kreditfinanzierung vorliegen.
- Das Wachstum der Immobilienkredite kletterte zwar zuletzt auf 4 % (Y/Y). In Relation zum verfügbaren Einkommen der Haushalte hat sich das Kreditvolumen in den vergangenen fünf Jahren aber praktisch nicht verändert und ist ein gutes Stück niedriger als noch vor 15 Jahren.
- Daneben ist zu beobachten, dass die Kreditnehmer ihre Hypotheken mit einer immer längeren Laufzeit abschließen. Sie geben damit das Risiko steigender Zinsen an die Banken und Sparkassen ab.

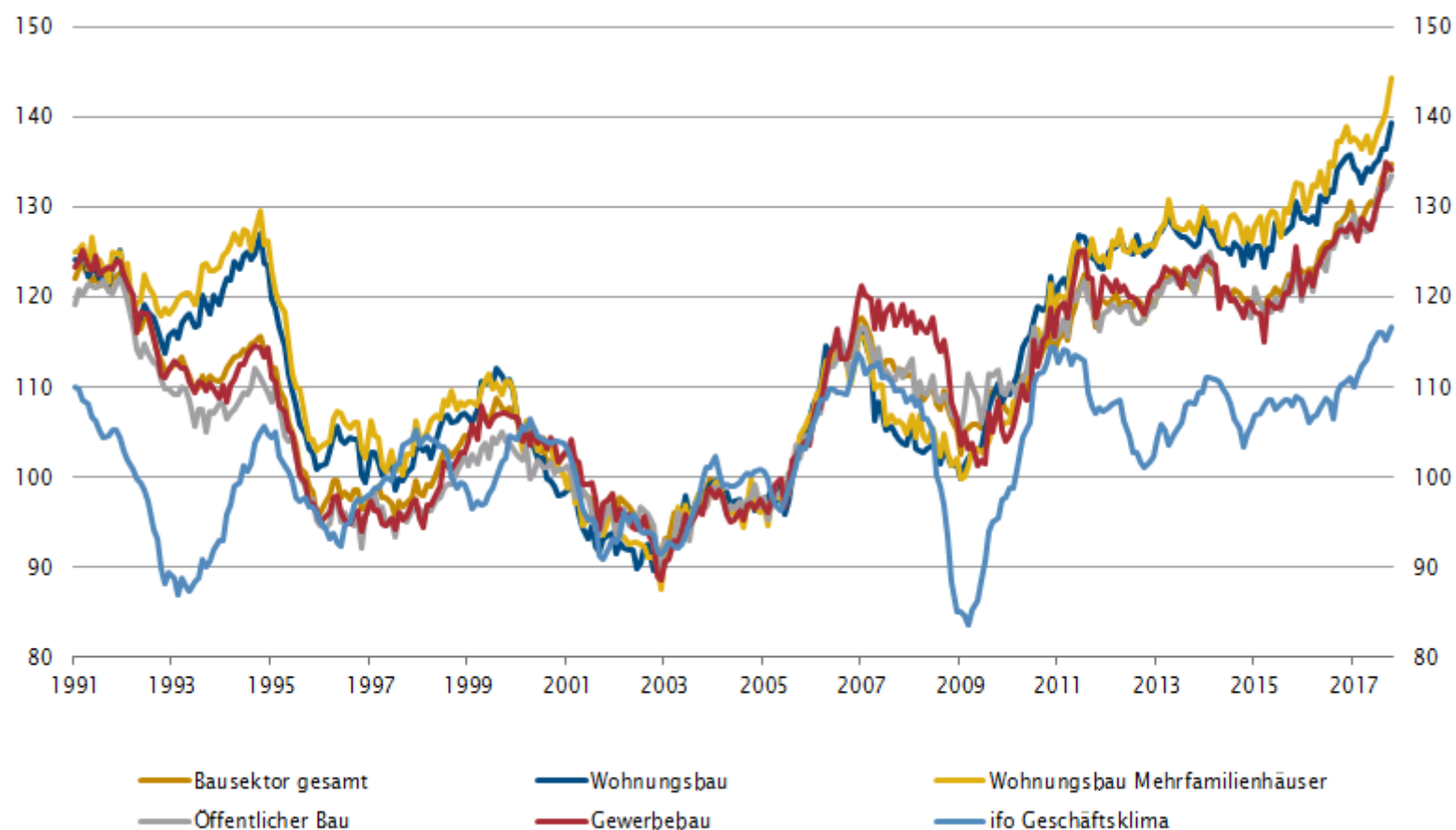
Verschuldung der privaten Haushalte in Prozent des verfügbaren Einkommens



Bauwirtschaft läuft auf vollen Touren – insbesondere der Wohnungsbau.

- Der ifo Geschäftsklimaindex erreichte in den vergangenen Monaten neue historische Rekordstände. Gleiches lässt sich auch für die Komponenten des Indexes sagen, die den Bausektor betreffen.
- Insbesondere die Indizes des Wohnungsbaus befinden sich auf ausgesprochen hohem Niveau.

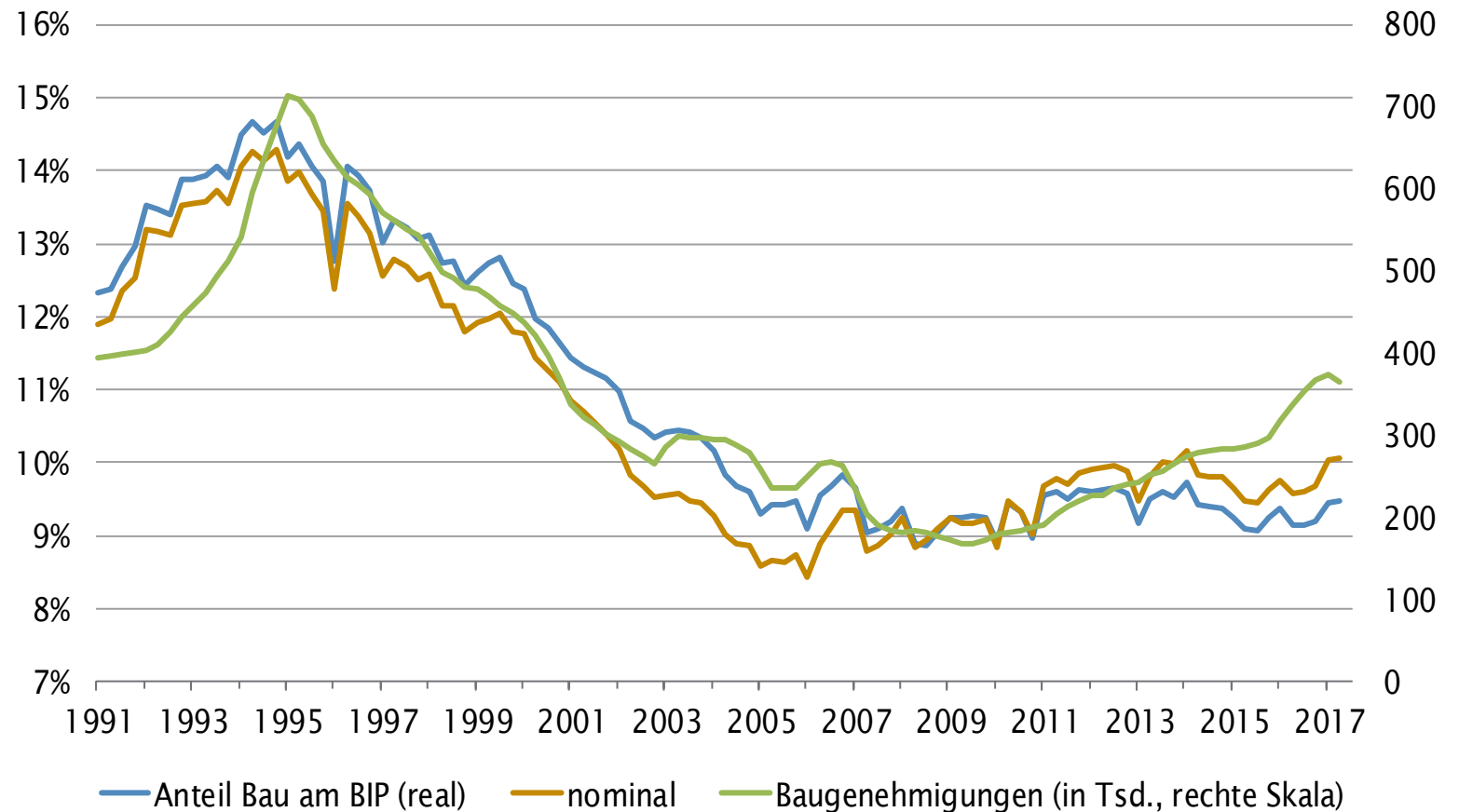
ifo Geschäftsklimaindex und Komponenten bzgl. des Bausektors (Basisjahr 2005 = 100)



Hochkonjunktur im Bausektor führt bislang nur zu mäßig steigendem Output.

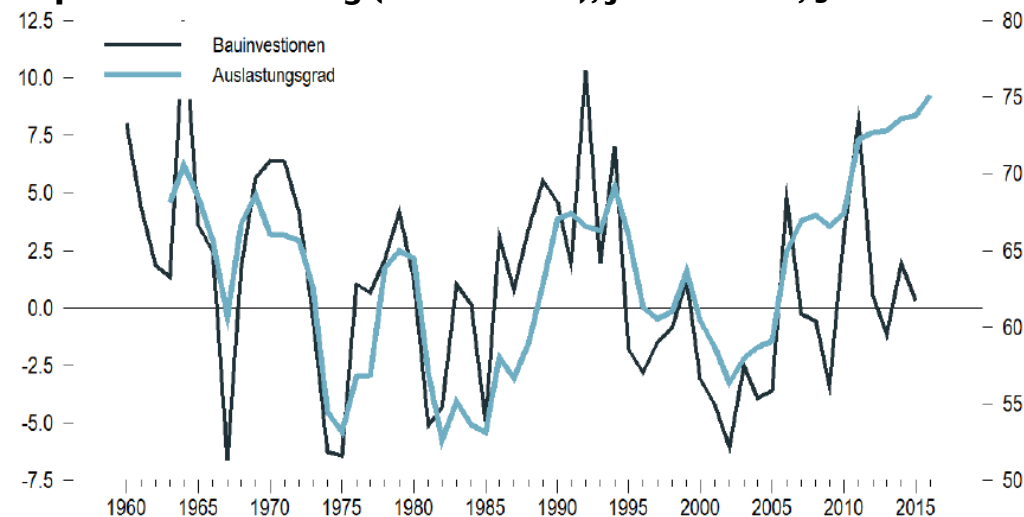
- Auch wenn der Motor der Baukonjunktur mit voller Leistung läuft – er ist inzwischen deutlich kleiner als noch in den 1990er Jahren. Im Gegensatz zu der euphorischen Stimmung, die die ifo-Umfrage auf der vorherigen Seite signalisierte, zeigt die Bauaktivität bislang nur ein Wachstum, das in etwa dem der Gesamtwirtschaft entspricht.

Anteil der Bauinvestitionen am BIP (in %) sowie Anzahl der Wohnungsbaugenehmigungen (in 1000)



Umfragedaten bestätigen die rekordhohe Auslastung der Produktionskapazitäten im Baugewerbe.

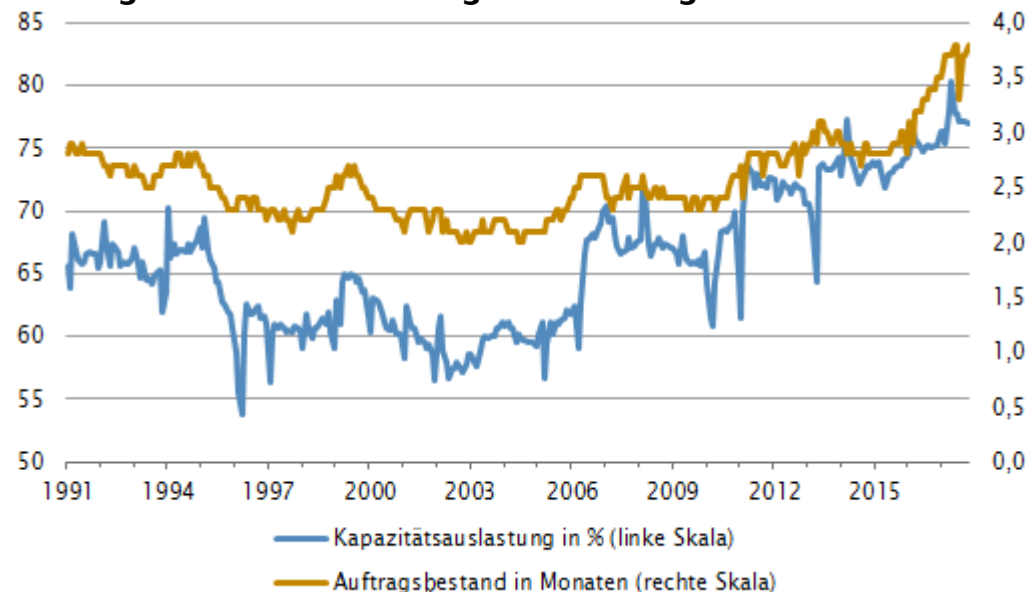
Reales Wachstum der Bauinvestitionen (linke Skala) sowie Kapazitätsauslastung (rechte Skala), jeweils in %, Jahresdaten



- Dass die Baubranche an der Kapazitätsgrenze operiert, zeigen auch die Daten des ifo Instituts. Auf Jahresdatenbasis war gemäß den Umfragedaten die Kapazitätsauslastung im Bauhauptgewerbe seit Beginn der Datenreihe in den 1960er Jahren nie höher als zuletzt.
- Die jüngste Entkoppelung von Kapazitätsauslastung und Produktionswachstum spiegelt die deutlich geschrumpften Kapazitäten wider.

Quelle: BBSR, Thomson Reuters, LBBW Research

Kapazitätsauslastung im Bauhauptgewerbe (in %) sowie Auftragsbestand in Monate gemäß Umfragen des ifo Instituts



- Die rechte Grafik erlaubt auf Basis von Monatsdaten einen genaueren Blick auf den aktuellen Rand. Sie zeigt zudem, dass insbesondere in den vergangenen zwei Jahren der Auftragsbestand kräftig angestiegen ist.
- Investitionen in eine Ausweitung der Kapazitäten scheinen damit die logische Konsequenz. Gleichzeitig ist aber Vorsicht geboten: Werden die Investitionen zu massiv hochgefahren, droht der nächste Schweinezyklus, wenn die Nachfrage wieder nachlässt.

Prognosemodell auf der Basis von Angebot und Nachfrage an Wohnungen.

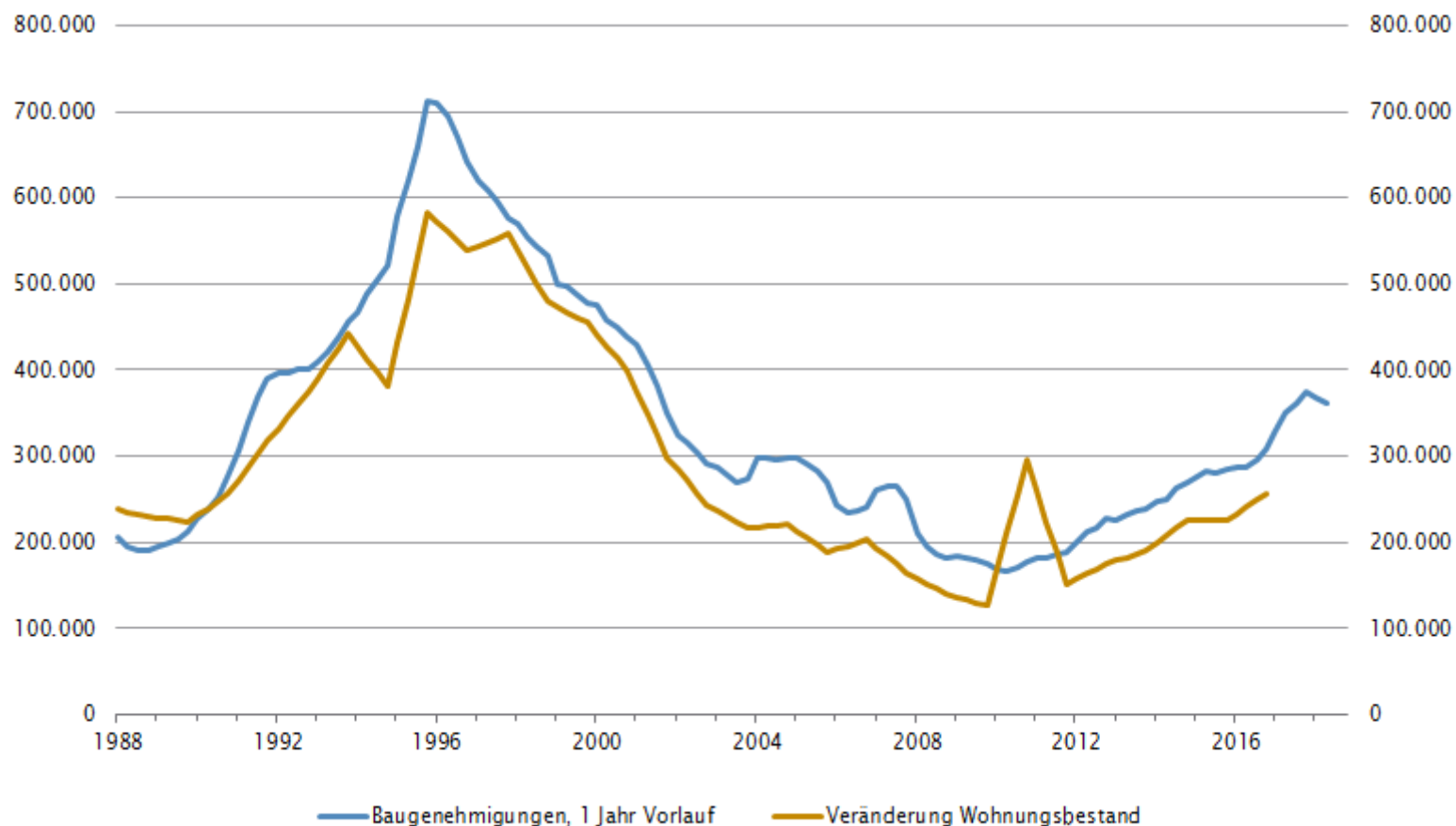
Die Bautätigkeit bestimmt das Angebot, demographische Entwicklungen dominieren die Nachfrageseite

- Das in einem Jahr neu auf den Markt kommende **Angebot** an Wohnungen (netto) schätzen wir mittels der im Vorjahr erteilten Baugenehmigungen. Der geschätzte Wert liegt dabei stets etwas niedriger als die Anzahl der zum Bau genehmigten Wohnungen, da nicht alle Bauvorhaben umgesetzt werden und einige alte Wohnungen abgerissen werden.
- Die **Nachfrage** nach Wohnungen speist sich einerseits aus der Veränderung der Größe der Bevölkerung in Deutschland. Da Wohnungsknappheit im Wesentlichen nur in den Städten herrscht, betrachten wir die Veränderung der in Städten lebenden Bevölkerung. Diesen Wert teilen wir durch die Anzahl an Personen, die in Deutschland durchschnittlich in einer Wohnung leben. Andererseits ist in Deutschland seit langem ein Trend hin zu einer geringeren Anzahl an Personen pro Wohnung zu beobachten. Auch hieraus resultiert eine gewisse Wohnungsnachfrage. Wir haben hierbei eine über die Zeit konstante Rate unterstellt, mit der die Anzahl an Personen pro Wohnung abnimmt.
- Betrachtet man die so errechnete gesamte Nachfrage in einem Jahr und zieht hiervon das Angebot an neuen Wohnungen ab, so resultiert der Nachfrageüberschuss in diesem Jahr. Dieser führt zu einer **aufgestauten Nachfrage** im Folgejahr und, falls er dann nicht ausgeglichen wird, auch noch weiter in die Zukunft hinein. Mit zunehmendem Zeitabstand dürfte sein Einfluss aber allmählich geringer werden. Wir unterstellen, dass sich ein in einem Jahr bestehender Nachfrageüberschuss nur zu einem gewissen Anteil in das nächste Jahr überträgt. Die Parameter im einzelnen werden mittels eines nicht-linearen Optimierungsmodells bestimmt.
- Mittels dieses Ansatzes können zwar keine sehr kurzfristigen Hauspreisschwankungen erklärt werden, mittelfristige aber schon. **Wir betrachten daher jeweils die Preisveränderung über einen Zeitraum von drei Jahren.**

Angebotsseite: Erklärung der Veränderung des Bestands an Wohnungen durch die Bautätigkeit bzw. die Baugenehmigungen.

- Das in einem Jahr neu auf den Markt kommende Angebot an Wohnungen (netto) schätzen wir mittels der im Vorjahr erteilten Baugenehmigungen.
- In dem Regressionsmodell liegt der geschätzte Wert für die Veränderung des Wohnungsbestands dabei stets etwas niedriger als die Anzahl der zum Bau genehmigten Wohnungen, da nicht alle Bauvorhaben umgesetzt werden und einige alte Wohnungen abgerissen werden.
- Da die Zeitreihe der Veränderung des Wohnungsbestands zwei Sprungstellen aufweist (1994 und 2010), haben wir in unserem Modell für diese Zeitpunkte Dummy-Variablen eingefügt.

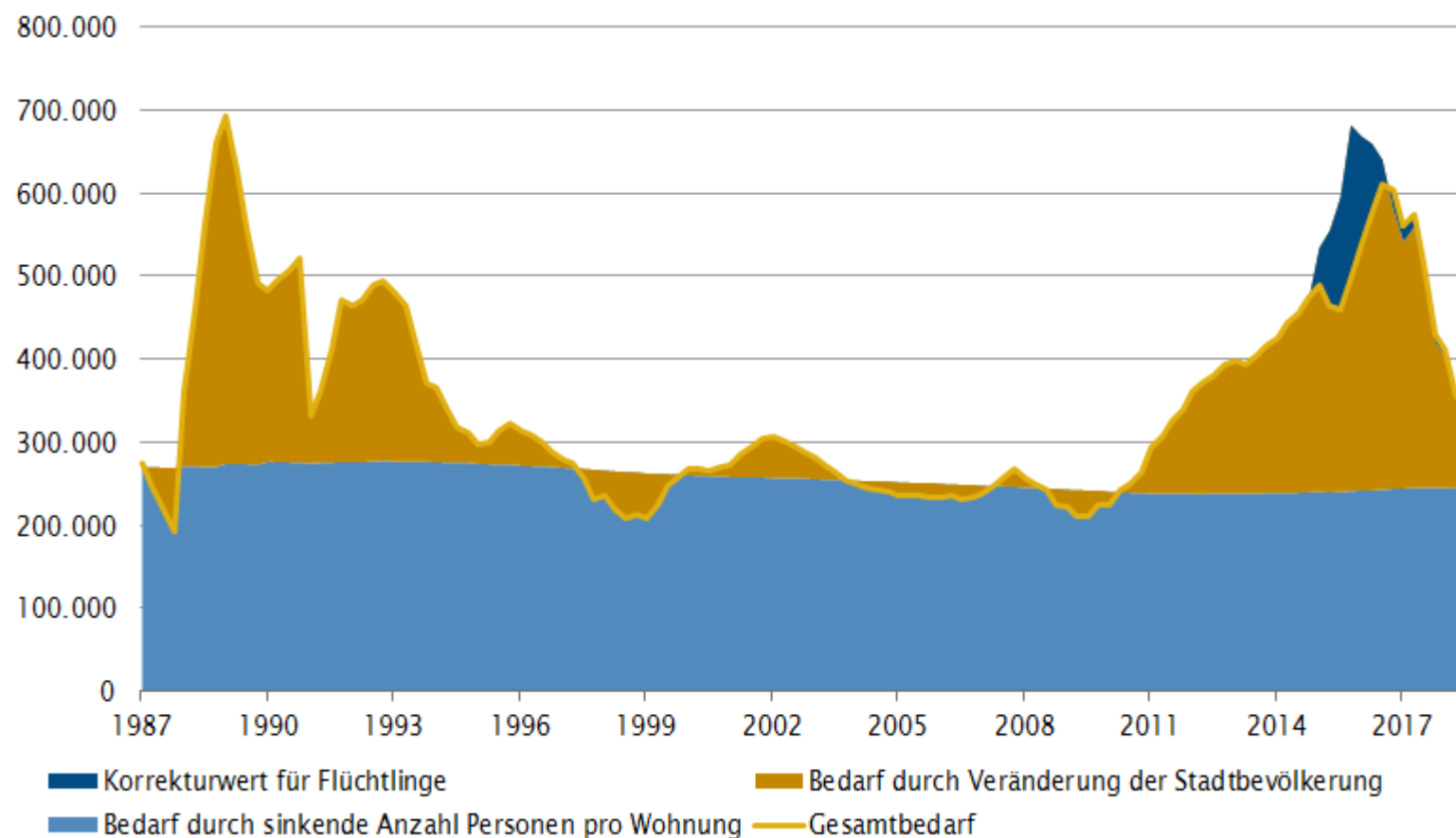
Bestandsveränderung innerhalb eines Kalenderjahres und Anzahl der genehmigten Wohnungsbauten mit einem Vorlauf von einem Jahr



Nachfrageseite: Vor allem die Veränderung der Bevölkerungsgröße führt zu Schwankungen in der Nachfrage nach Wohnungen.

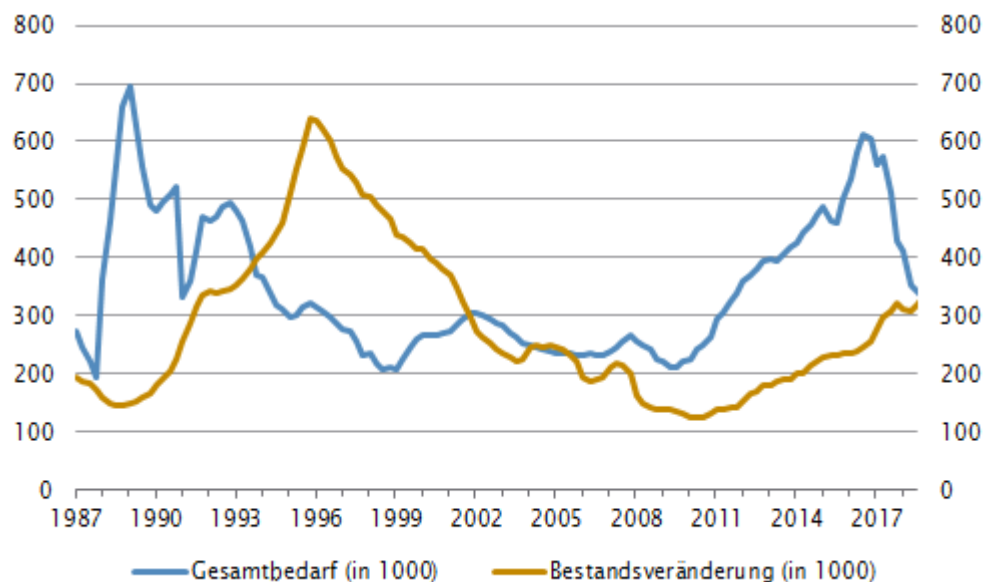
- Seit geraumer Zeit ist zu beobachten, dass die durchschnittliche Anzahl an Personen, die in einer Wohnung leben, abnimmt. Hieraus resultiert eine recht beständige jährliche Nachfrage nach Wohnungen.
- Hinzu kommt der Bedarf durch das Bevölkerungswachstum (negativ in Jahren mit rückläufiger Bevölkerung). Hierbei betrachten wir die Veränderung der in Städten lebenden Bevölkerung. Dieser Wert wird geteilt durch die durchschnittliche Anzahl an Personen pro Wohnung.
- Ab 2015 haben wir einen Korrekturwert eingefügt, da die insbesondere im Jahr 2015 nach Deutschland kommenden Flüchtlinge nicht alle und nicht unmittelbar zu Bedarf auf dem Wohnungsmarkt führen.

Schätzung des Bedarfs an Wohnungen innerhalb eines Jahres (Quartalsdaten)



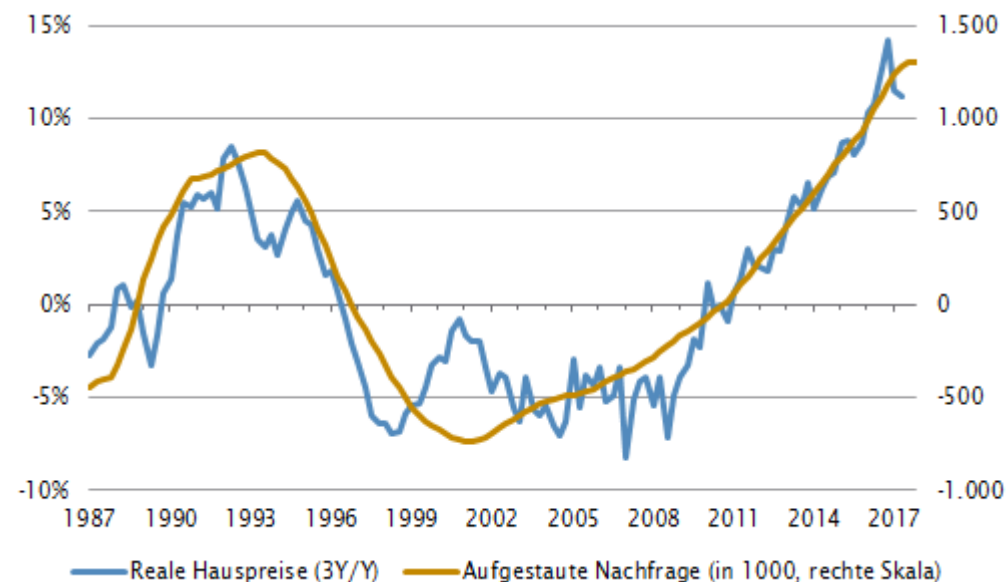
Synthese: Über Jahre hinweg bestehende Unterschiede zwischen Angebot und Nachfrage erklären die Preisschwankungen.

Schätzungen für die Nachfrage nach Wohnungen und für die Veränderung des Bestands in einem Jahr



- Das von uns geschätzte Angebot und die Nachfrage stimmen nur selten in einem Jahr überein. Beide Zeitreihen weisen eine gewisse Trägheit auf.
- Die Differenz zwischen Nachfrage und Angebot summieren wir auf und bestimmen so zu jedem Zeitpunkt die über die Vorjahre hinweg aufgestaute Nachfrage (rechte Grafik).

Veränderungsrate der realen Hauspreise über 3 Jahre und Schätzung der aufgestauten Nachfrage

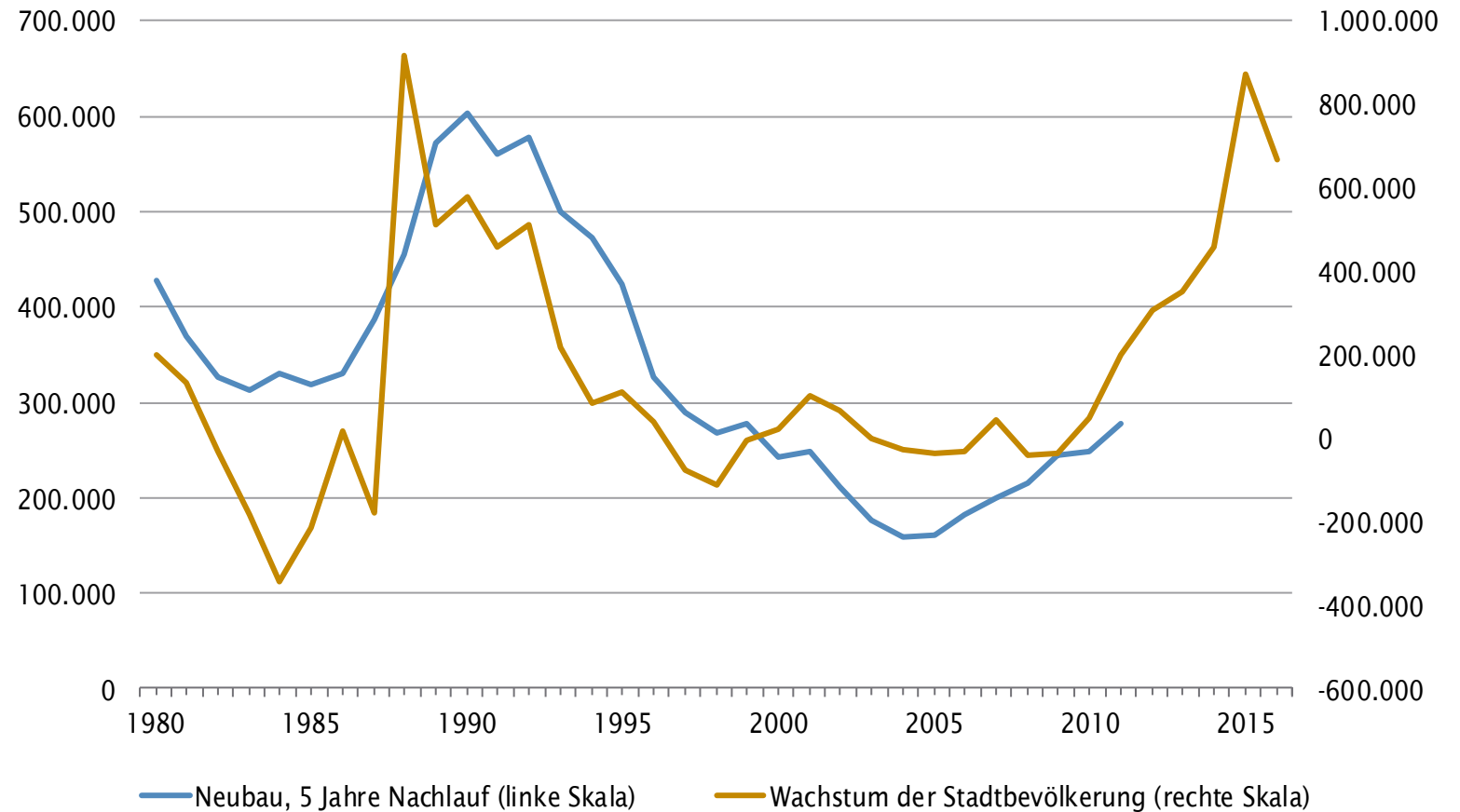


- Eine in einem Jahr vorliegende Diskrepanz zwischen Nachfrage und Angebot dürfte über die Zeit hinweg an Einfluss auf den Wohnungsmarkt verlieren. Daher geht in unserem Ansatz die aufgestaute Nachfrage des Vorjahres nur mit einem Abschlag in das aktuelle Jahr ein. Die Höhe des Abschlags wird mittels einer mathematischen Optimierung für das Modell ermittelt. Er liegt etwa bei 8 %.

Annahmen für den Blick in die fernere Zukunft.

- Die Daten zu den Baugenehmigungen erlauben einen Blick auf das Wohnungsangebot für die kommenden drei Quartale. Um Aussagen für die fernere Zukunft zu treffen, greifen wir darauf zurück, dass in der Vergangenheit die Bautätigkeit mit einer zeitlichen Verzögerung von etwa fünf Jahren der demographisch bedingten Wohnungsnachfrage folgte und schätzen die Veränderung des Wohnungsbestands mittels der von uns geschätzten Wohnungsnachfrage.
- Zur Schätzung der Wohnungsnachfrage greifen wir auf die Prognosen des Statistischen Bundesamtes zur Bevölkerungsentwicklung zurück.

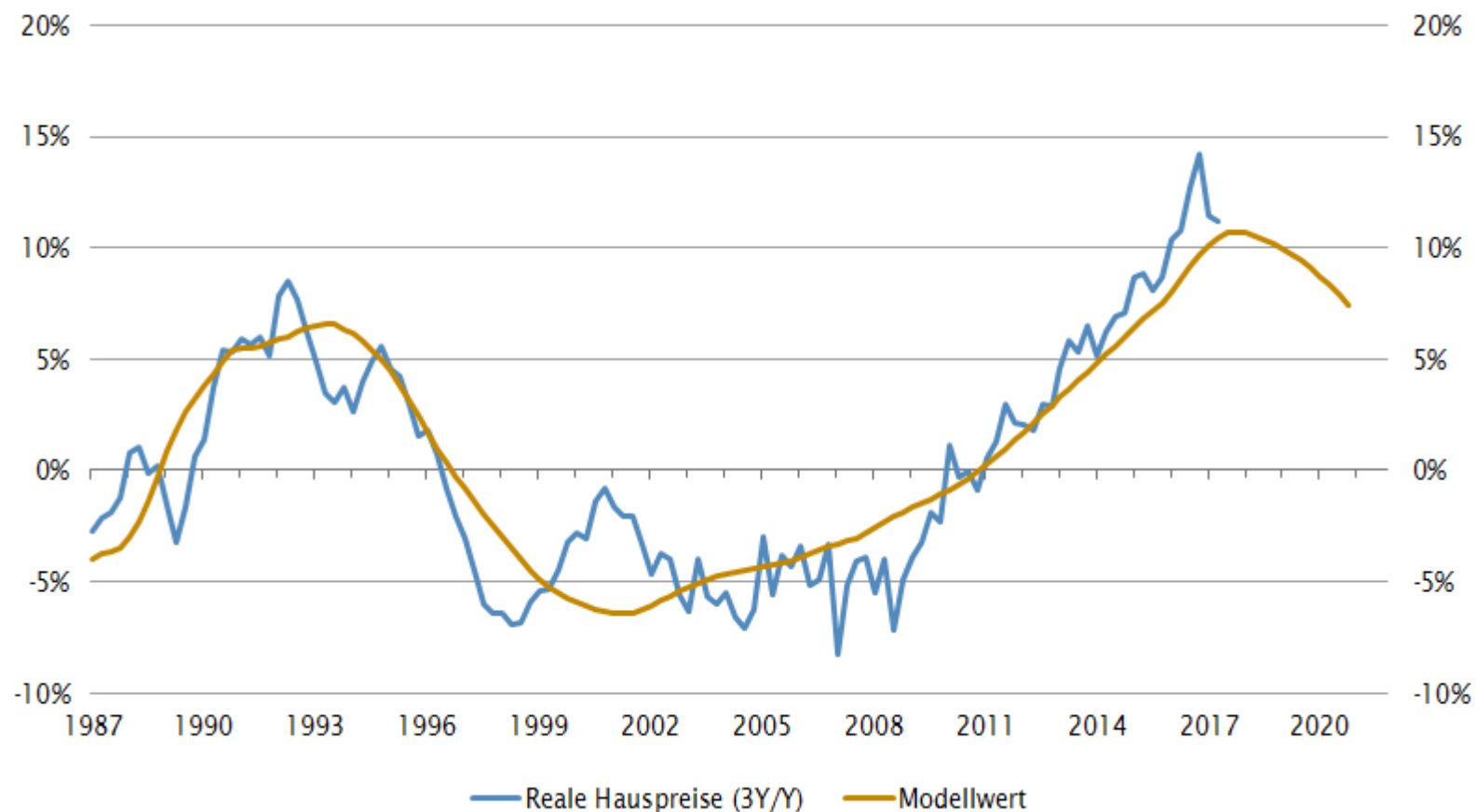
Anzahl neu gebauter Wohnungen, um fünf Jahre in die Vergangenheit verschoben, und Veränderung der Anzahl in Städten lebender Menschen



Ergebnis 1: Jüngster Preisanstieg war stärker, als es das Verhältnis aus Angebot und demografisch bedingter Nachfrage gerechtfertigt hätte.

- Das 3-Jahres-Wachstum der realen Hauspreise hat gemäß den Prognosen unseres Modells aktuell in etwa seinen zyklischen Hochpunkt erreicht. Es dürfte künftig wieder etwas nachlassen, aber gleichwohl auch im Jahr 2020 noch klar positiv sein.
- Der starke Preisanstieg der vergangenen zwei Jahre kann zudem durch unser Modell nicht erklärt werden. Hierzu trugen offenbar Faktoren bei, die nicht im Angebots/Nachfrage-Modell erfasst sind.
- Das Modellergebnis werten wir daher als Bestätigung für die These, dass auch das extrem niedrige Zinsniveau und das verstärkte Engagement institutioneller Investoren einen preistreibenden Einfluss hatten.

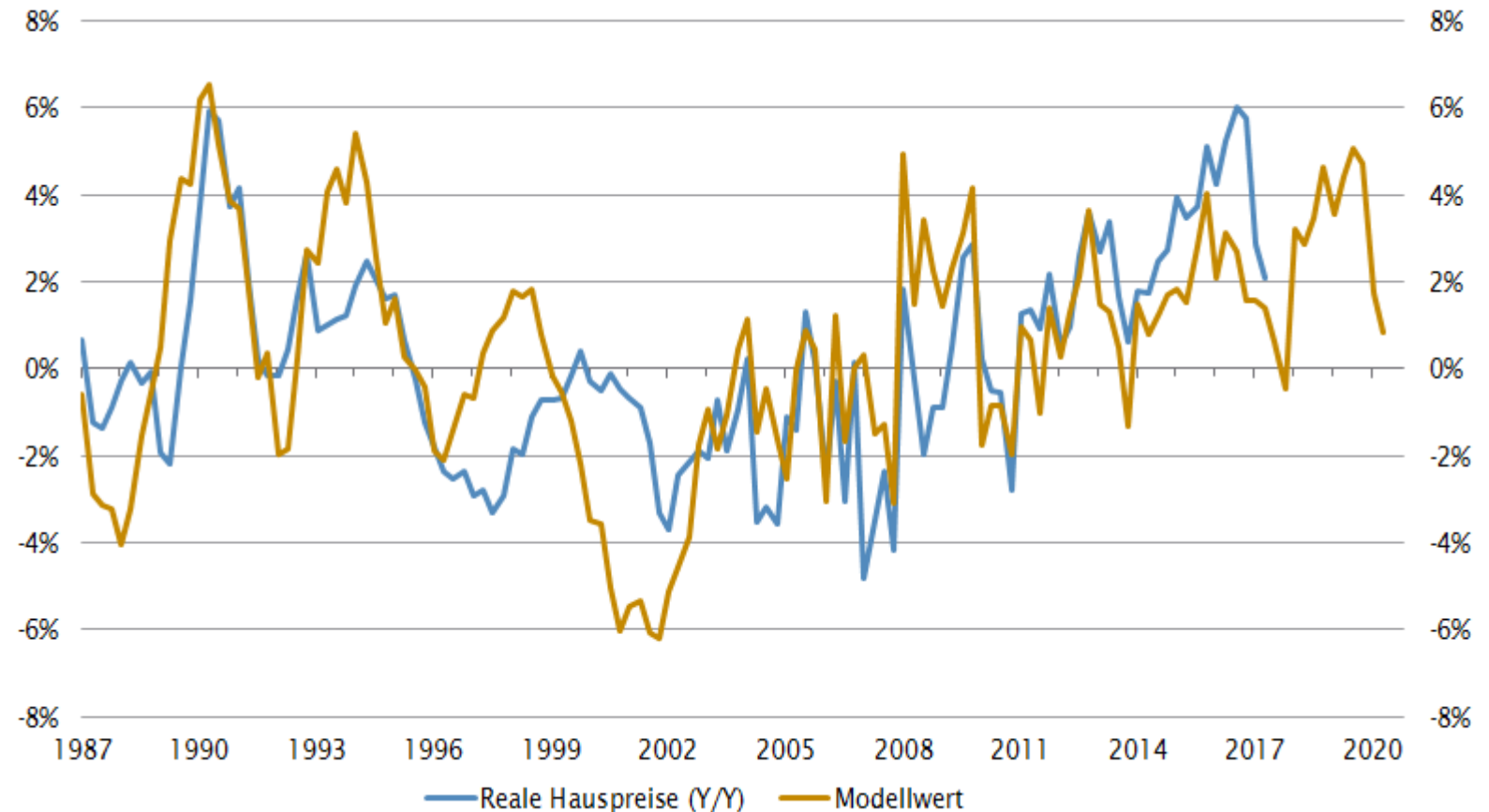
Veränderungsrate der realen Hauspreise über einen Zeitraum von drei Jahren sowie die vom Modell geschätzten Werte



Ergebnis 2: Prognose der Wachstumsrate der Hauspreise deutet auf weiterhin positives, aber nachlassendes Preiswachstum bis 2020 hin.

- Auf Basis der tatsächlichen Entwicklung des realen Hauspreisindex und der Schätzungen unseres Modells für die 3-Jahres-Veränderungsrate (vgl. vorherige Seite) lässt sich ableiten, welche Jahreswachstumsraten unser Modell implizit vorhersagt.
- Diese bewegen sich in den kommenden Jahren grob in einer Bandbreite zwischen 0 % und 5 %. Im Durchschnitt steigen die Preise über die kommenden drei Jahre um 2,7 % pro Jahr.
- Aufgrund des großen Einflusses des Bevölkerungswachstums und damit der Migration ist die Prognose aber mit erhöhter Unsicherheit behaftet.

Veränderungsrate der realen Hauspreise über einen Zeitraum von einem Jahr sowie die vom Modell geschätzten Werte



Factbox 1: Wissenswertes zu den deutschen Immobilienpreisindizes.

Der Markt für Immobilien ist inhomogen und deutlich weniger transparent als etwa die Finanzmärkte. Es ist daher wichtig, die Grundlage der Daten zu kennen und zu verstehen, um die Daten interpretieren zu können und die richtigen Schlüsse daraus zu ziehen.

Grundlage der Daten der Bundesbank:

- Die Preisdaten stammen von der bulwiengesa AG, welche wiederum Informationen aus der eigenen Gutachtertätigkeit, von Bausparkassen, Forschungseinrichtungen, Gutachterausschüssen, Maklerverbänden, Industrie- und Handelskammern sowie unabhängigen Experten nutzt.

Grundlage der Daten von Destatis:

- Destatis bezieht seine Daten quartalsweise von den „Gutachterausschüssen für Grundstückswerte“, die ihrerseits von den Notaren Kenntnis über die Kauffälle erhalten.

Daten zum Wohnungsbestand:

- Erst seit der Vollerhebung in Form der Gebäude- und Wohnungszählung des Zensus 2011 liegen Daten über den Wohnimmobilienbestand in Deutschland und die Versorgung der Bevölkerung mit Wohnraum auf kleinräumiger Ebene vor.

Qualitätsbereinigung:

- Alle Preiszeitreihen versuchen Qualitätseinflüsse auszuschalten (hedonische Preismessung). D.h. Unterschiede in der Ausstattung oder den Eigenschaften der Objekte (wie z.B. die Energieeffizienz), die Auswirkungen auf den Preis haben, werden herausgerechnet.

Betrachtung pro Objekt oder pro Quadratmeter bei den Preisen und der Gewichtung:

- Betrachtet wird der Preis pro Quadratmeter. Zu beachten ist außerdem, dass sich die Indexgewichte von Häusern ggü. Wohnungen oder von ländlichen Gebieten ggü. den großen Städten nicht nach der Anzahl der Objekte richten, sondern nach der Anzahl der Quadratmeter. Da Häuser i.A. eine deutlich größere Wohnfläche besitzen als Wohnungen, wirkt sich dies entsprechend auf ihr Gewicht im Index aus. Zudem steigt dadurch das Gewicht des ländlichen Raums im Index, da Häuser hier stärker verbreitet sind.

Transaktions- vs. Bestandsgewichtung:

- Die unterschiedlichen Objekte können zudem in einem Index entweder gewichtet werden nach ihrem Anteil am gesamten Bestand in Deutschland oder aber nach ihrem Anteil an den Transaktionen (die Bundesbank legt hierbei die Transaktionen im Zeitraum 2010-2012 zugrunde). Während erstere Betrachtungsweise besser geeignet ist, Vermögenseffekte zu erfassen, die durch Schwankungen der Immobilienpreise bedingt sind, spiegelt letztere das Marktgeschehen besser wider. Beide Indexarten zeigen keinen grundsätzlich unterschiedlichen Trendverlauf, in den vergangenen zehn Jahren wiesen die bestandsgewichteten Indizes aber einen flacheren Anstieg auf als die transaktionsgewichteten.

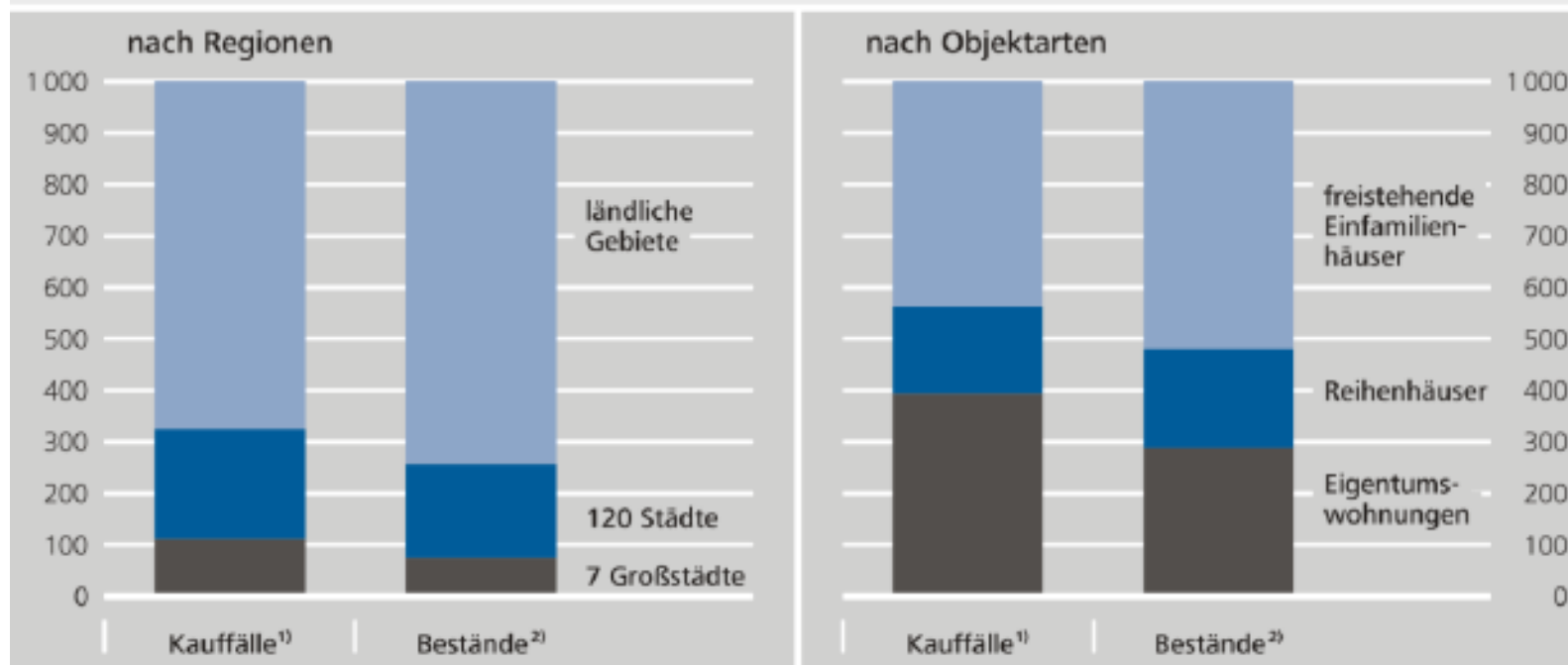
Factbox 2: Wissenswertes zu den deutschen Immobilienpreisindizes.

- Immobilien in ländlichen Gebieten haben den größten Anteil an den Preisindizes. Auch haben Häuser einen höheren Anteil an den Indizes als Wohnungen. Beides bedingt sich aber, da Häuser vor allem in ländlichen Regionen verbreitet sind.
- Es zeigt sich, dass bei transaktionsgewichteten Indizes die großen Städte ein höheres Gewicht haben als bei den bestandsgewichteten Indizes. Gleiches gilt für Eigentumswohnungen.
- Als Daumenregel kann man daher festhalten, dass die Umschlagshäufigkeit in Städten höher ist als auf dem Land und für Wohnungen ebenfalls höher ist als für Häuser.

Daten der Bundesbank: Transaktionen und Bestände in Abhängigkeit von der Stadtgröße und der Objektart

Immobilientransaktionen und -bestände in Deutschland

Gewichte in %



¹ Durchschnitt der Jahre von 2010 bis 2012. Quelle: vdpResearch GmbH. ² Flächenbestand gemäß Zensus 2011.

Deutsche Bundesbank

Ansprechpartner.

Kundenbetreuung

Sparkassen
+49 711 127-7565
Genossenschaftsbanken
+49 711 127-28225
Regional- und Spezialbanken
+49 711 127-78708
Asset Manager
+49 711 127-75322

Liability Driven Investors
+49 711 127-75291
Sales Short Term Products
+49 711 127-7574
Banks Developed Markets
+49 711 127-78847
Banks Growth Markets
+49 711 127-79512

Official Institutions
+49 711 127-28280
Equity Sales
+49 711 127-25333
Sales Capital Markets London
+44 20 7826-8175
Sales Corporates Immobilien
+49 711 127-75678

Sales Corporates Large Corporates
+49 711 127-78709
Sales Corporates Key Accounts
+49 711 127-75679
Sales Corporates UK Regio
+49 711 127-75677
+49 711 127-27888

Marktpartner Unternehmenskunden
+49 711 127-7552
Marktpartner Privatkunden
+49 711 127-25501
Primary Markets
+49 711 127-78825
Corporate Capital Markets
+49 711 127-78825

Research

Leiter des Bereichs Research
Uwe Burkert
Chefvolkswirt
+49 711 127-73462
uwe.burkert@LBBW.de

Strategy/Macro
Rolf Schäffer, CIAA
Leiter der Gruppe Strategy/Macro
+49 711 127-76580
rolf.schaeffer@LBBW.de

Wolfgang Albrecht
Equity Strategy
+49 711 127-73258
wolfgang.albrecht@LBBW.de

Dirk Chlench
USA, UK
+49 711 127-76136
dirk.chlench@LBBW.de

Christian Götz, CEFA
Credit Strategy, Financials
+49 711 127-74470
christian.goetz@LBBW.de

Jan Hofmeister
Credit Strategy, Corporates
+49 711 127-79392
jan.hofmeister@LBBW.de

Frank Klumpp, CFA
Equity Strategy, Asset Allocation,
Commodities
+49 711 127-75894
frank.klumpp@LBBW.de

Michael Köhler, CEFA
Credit Strategy, Corporates
+49 711 127-42664
michael.koehler@LBBW.de

Matthias Krieger
China, Japan, EM
+49 711 127-73036
matthias.krieger@LBBW.de

Strategy Research

Dr. Jens-Oliver Niklasch
Deutschland, Euroraum
+49 711 127-76371
jens-oliver.niklasch@LBBW.de

Dr. Frank Schallenberger
Commodities, Alternatives
+49 711 127-77436
frank.schallenberger@LBBW.de

Martin Siegert
Quantitative Analysis, Technical Analysis,
Behavioral Finance
+49 711 127-76182
martin.siegert@LBBW.de

Uwe Streich
Equity Strategy
+49 711 127-74062
uwe.streich@LBBW.de

Julian Trahorsch
EZB, Euroraum
+49 711 127-76683
julian.trahorsch@LBBW.de

Elmar Völker
Rates Strategy
+49 711 127-76369
elmar.voelker@LBBW.de

Manfred Wolter
Schweiz, Osteuropa
+49 711 127-42816
manfred.wolter@LBBW.de

Dr. Guido Zimmermann
Economics
+49 711 127-71640
guido.zimmermann@LBBW.de

Corporate/Retail Developments
Marco Göck
Leiter der Gruppe Corporate/Retail Developments
+49 711 127-70493
marco.goeck@LBBW.de

Barbara Ambrus
Corporate Developments
+49 711 127-73461
barbara.ambrus@LBBW.de

Clemens Bundschuh
Retail Developments
+49 711 127-74029
clemens.bundschuh@LBBW.de

Martin Dresp
Corporate Developments
+49 711 127-48938
martin.dresp@LBBW.de

Martin Güth
Corporate/Retail Developments
+49 711 127-79603
martin.gueth@LBBW.de

Thomas Hollenbach
Retail Developments
+49 6131 64-42794
thomas.hollenbach@LBBW.de

Hans-Peter Kuhlmann, DVFA
Corporate Developments
+49 711 127-70563
hans-peter.kuhlmann@LBBW.de

Antje Laschewski
Retail Developments
+49 711 127-73064
antje.e.laschewski@LBBW.de

Dr. Katja Müller
Corporate/Retail Developments
+49 711 127-42106
katja.mueller@LBBW.de

Disclaimer.

Die LBBW unterliegt den Aufsichtsbehörden Europäische Zentralbank (EZB), Postfach 16 03 19, 60066 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 1253, 53002 Bonn/Postfach 50 01 54, 60391 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 zu 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.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

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: 21.11.2017 09:52

Erstmalige Weitergabe: 21.11.2017 09:56