



## Wenn die Nacht am dunkelsten ist...

Die Nachrichten aus der Bau- und Immobilienwirtschaft waren zuletzt grottenschlecht. Die kräftig gestiegenen Zinsen haben zu einer Korrektur geführt. Sinkende Immobilienwerte, der Einbruch der Bautätigkeit und Insolvenzen sind die Folge. Zeit, darüber nachzudenken, wann und weshalb es wieder besser werden könnte.



Dr. Stefan Mitropoulos  
Head of Capital Market  
Research & Economics  
Tel. 0 69/91 32-46 19

Angesichts der derzeit desolaten Nachrichtenlage kann sich mancher Beobachter nicht vorstellen, wann und weshalb es in der Immobilienwirtschaft wieder bergauf gehen könnte. Dabei ist dies doch gerade das Charakteristische dieser **zyklischen Branche**.

Schon zuvor im langjährigen Aufschwung an den Immobilienmärkten wollten manche nicht wahrhaben, dass dieser irgendwann zu Ende gehen würde. Zur Erklärung dieses Verhaltens vieler Wirtschaftsakteure ist wohl weniger volkswirtschaftliches Wissen hilfreich als **psychologische Erkenntnis**. Denn gerne wird dann nach Gründen gesucht, warum es ausgerechnet dieses eine Mal genau so weitergehen soll.<sup>1</sup> Allerdings sind zyklische Wendepunkte in der Regel schwer vorhersehbar, da Korrekturen meist von kaum prognostizierbaren externen Ereignissen ausgelöst werden.

Diesmal sind es die **kräftig gestiegenen Zinsen** am Kapitalmarkt, die den Boom an den Immobilienmärkten in Deutschland und anderswo beendet haben – nicht zuletzt eine Folge der geldpolitischen Reaktion auf die kräftig gestiegene Inflation, ausgelöst durch Nachfrageüberschüsse und die rasant gestiegenen Energiepreise.

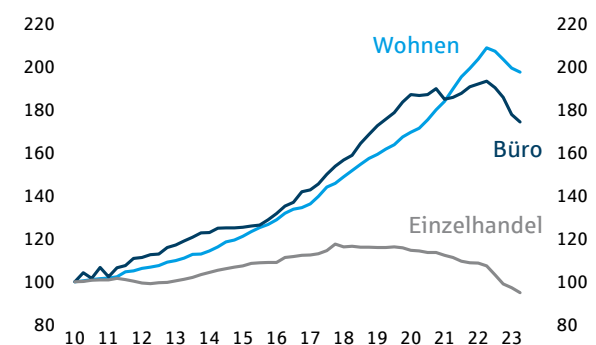
Am **deutschen Immobilienmarkt** sinken seit etwa Mitte 2022 die Kaufpreise sowohl im gewerblichen Segment als auch am Wohnungsmarkt. Eine Ausnahme sind die Preise für Einzelhandelsimmobilien, die vor allem aufgrund der zunehmenden Konkurrenz des Onlinehandels für die Ladengeschäfte bereits seit 2018 den Rückwärtsgang eingelegt hatten.

Nach den Immobilienindizes des Pfandbriefverbands vdp betragen die **Korrekturen** seit den jeweiligen Höchstständen bis zum 2. Quartal 2023 bisher 5,4 % bei Wohnimmobilien<sup>2</sup>, 9,8% bei Büroimmobilien sowie 18,6 % bei Einzelhandelsimmobilien (siehe Chart).

Zur Beantwortung der Frage, wie lange die Talfahrt noch andauern könnte, ist eine ganze Reihe von Aspekten zu berücksichtigen. Einige davon sollen im Folgenden analysiert werden.

### Preiskorrektur am deutschen Immobilienmarkt

vdp Immobilienindizes, Kapitalwerte, Q1 2010 = 100



Quellen: vdp, Helaba Research & Advisory

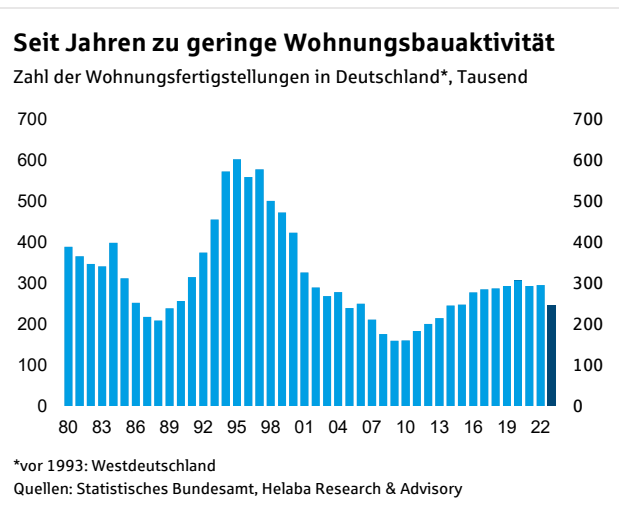
<sup>1</sup> Siehe hierzu den Klassiker von Carmen M. Reinhart und Kenneth S. Rogoff, „This time is different“ (2009) über die Finanzkrisen der letzten Jahrhunderte

<sup>2</sup> Der Hauspreisindex des Statistischen Bundesamtes weist sogar bis zum 2. Quartal einen Rückgang um fast 10 % aus.

### Korrektur, aber kein Platzen einer Blase

Die deutschen Immobilienpreise waren seit etwa 2010 in vielen Segmenten kräftig gestiegen und die Boomphase dauerte mit rund zwölf Jahren im historischen Vergleich überdurchschnittlich lange. Neben der hohen Bewertung und der – von der exzessiven Geldpolitik verursachten – reichlichen Liquidität an den Finanzmärkten waren aber andere wichtige **Kennzeichen einer Blase**, wie sie üblicherweise zu beobachten sind, **nicht erfüllt**. Dazu zählen eine kräftige Ausweitung der Kreditvergabe sowie das Auftreten spekulativen Verhaltens der Marktteilnehmer.

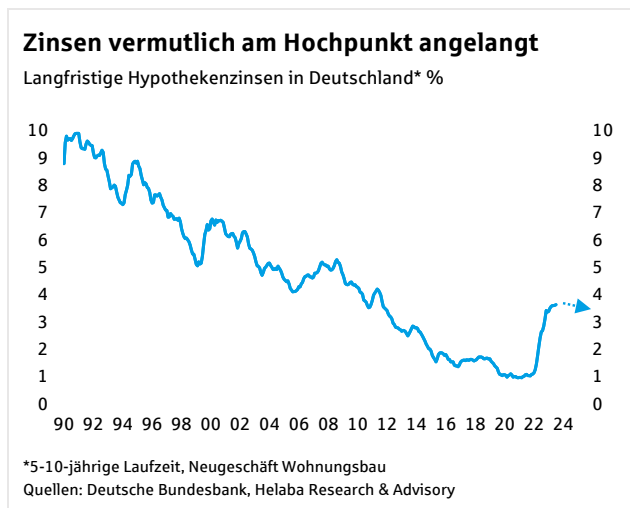
Ein Großteil der Preisanstiege deutscher Immobilien kann zudem als **fundamental gerechtfertigt** angesehen, also durch ein knappes Angebot bei hoher Nachfrage erklärt werden. So liegt die Zahl der Wohnungsfertigstellungen seit Jahren deutlich unter dem geschätzten Bedarf von rund 400.000 Einheiten jährlich und wird im laufenden Jahr sogar weiter kräftig zurückgehen. Dem steht eine deutlich zunehmende Bevölkerungszahl durch Zuwanderung gegenüber. Auch am deutschen Büromarkt kann angesichts einer durchschnittlichen Leerstandsquote in den Top-Standorten von aktuell etwa 5 ½ % nicht von einem Überangebot gesprochen werden – in den Jahren vor der Finanzkrise 2008 lag diese stets über 9 %.



### Zinsanstieg vermutlich beendet

Hauptursache für die aktuelle Korrektur am Immobilienmarkt ist der schnelle und kräftige Anstieg der Zinsen. Dadurch haben sich die **Finanzierungskosten** erheblich verteuert und die **relative Attraktivität** der Immobilie als Kapitalanlage insbesondere gegenüber festverzinslichen Wertpapieren verschlechtert. Die Finanzierungszinsen für Wohnimmobilien in Deutschland stiegen nach Angaben der Deutschen Bundesbank in kurzer Zeit von rund

1 % auf etwa 3,6 %. Dies hat die **Erschwinglichkeit von Wohneigentum** erheblich verringert, zumal bei hohen Immobilienpreisen und sinkenden Reallöhnen. Auch manche gewerblichen Immobilienprojekte rechnen sich zu den höheren Finanzierungskosten nun nicht mehr.



Perspektivisch sieht es hier etwas besser aus: Die Kapitalmarktzinsen dürften mit der jüngsten und vermutlich letzten Leitzinserhöhung der EZB inzwischen ihren **Hochpunkt erreicht** haben. Bei den Hypothekenzinsen war die Aufwärtsdynamik schon vor einigen Monaten weitgehend zum Erliegen gekommen. Zwar dürften die Zinsen in absehbarer Zukunft nicht deutlich zurückgehen. Wenn in den nächsten Monaten allerdings **Zinssenkungserwartungen** hinsichtlich der Noten-

bank am Kapitalmarkt zunehmen, könnte dies aber auch bei den Hypothekenzinsen zumindest zum Rückgang um den ein oder anderen Zehntelpunkt führen.

Auch bei den beiden anderen wichtigen Faktoren der Erschwinglichkeit von Wohneigentum zeichnet sich eine Entspannung ab. Die Hauspreise sind leicht rückläufig und die **Reallöhne** werden angesichts derzeit hoher Lohnsteigerungen und in den kommenden Monaten deutlich sinkender Inflationsraten wieder zulegen.

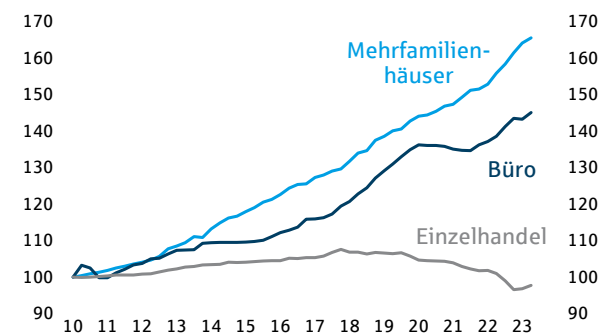
## Mietentwicklung als Stütze

Während steigende Zinsen die Immobilienwerte drücken, zeigt sich bei den Mieten ein anderes Bild: Am Wohnungsmarkt sind die Neumieten zuletzt sogar beschleunigt gestiegen. Da der Wohneigentumserwerb angesichts höherer Finanzierungs- und Baukosten für viele private Haushalte derzeit kaum möglich ist, bleiben diese auf den **Mietwohnungsmarkt** angewiesen. Dadurch nimmt der **Druck auf die Mieten** zu. Nach den Daten des Pfandbriefverbands vdp lagen sie im 2. Quartal im Bundesdurchschnitt um 6,2 % über dem Vorjahresstand.

Bei **Büroimmobilien** sorgen ebenfalls nach wie vor steigende Mieten in einer Größenordnung von zuletzt 4 bis 5 % für einen soliden Cash-Flow. Dagegen sind die Mieten bei **Einzelhandelsimmobilien** bereits seit 2018 rückläufig. Immerhin deuten hier die jüngsten Daten auf eine Bodenbildung hin. Die insgesamt überwiegend positive Entwicklung der Mieten bietet eine wichtige **Unterstützung** dafür, dass auch die Immobilienpreise nicht stärker einbrechen werden.

### Mietentwicklung stützt Immobilienwerte

vdp Immobilienindex, Neuvertragsmieten, Q1 2010 = 100



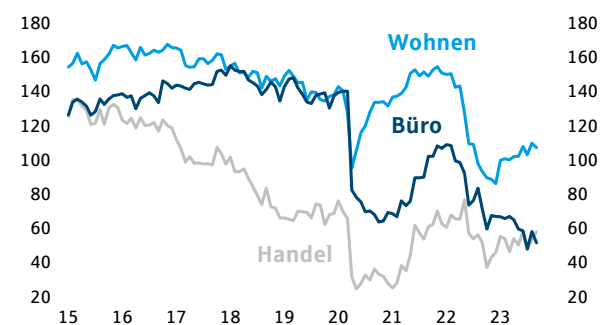
Quellen: vdp, Helaba Research & Advisory

## Stimmung hellt sich auf

Die **Stimmung** im Bau- und Immobiliensektor war zuletzt geprägt von sinkenden Kaufpreisen, niedrigen Transaktionszahlen und einer Reihe von Insolvenzen. Erfahrungsgemäß bleibt sie aber nicht längere Zeit „am Boden“, sondern verhält sich ebenfalls zyklisch. Solche Umschwünge in Umfragen werden nicht nur unter Finanzmarktteilnehmern häufig als **Signal für eine bevorstehende Trendwende** genutzt. Beispielsweise zeigt das monatlich von der Deutsche Hypo unter Branchenexperten erhobene Immobilienklima für das Segment Wohnen bereits eine Aufhellung, für den Handel zumindest eine Bodenbildung auf niedrigem Niveau. Lediglich das Büroklima deutet bis zuletzt gen Süden.

### Stimmungsverbesserung – aber nicht überall

Immobilienklima nach Segmenten, Index



Quellen: Deutsche Hypo, Helaba Research & Advisory

### Immobilienaktien als Frühindikator?

Aktienindizes Deutschland, 1.1.2022 = 100



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Dem Aktienmarkt wird üblicherweise die Eigenschaft zugesprochen, wirtschaftliche Entwicklungen vorwegzunehmen. Aus diesem Grund ist ein Blick auf den entsprechenden Branchenindex der Deutschen Börse für Immobilien interessant. **Deutsche Immobilienaktien** wiesen seit Anfang 2022 gegenüber dem Leitindex DAX eine starke Underperformance auf, liegen allerdings aktuell trotz des Rückgangs in den letzten Tagen noch 37 % über dem letzten Tiefstand Ende von März 2023. Dabei ist zu berücksichtigen, dass wenige große Wohnungsunternehmen den Subindex Real Estate dominieren. So ist davon auszugehen, dass sich die Performance des Index bei einer stärkeren Gewichtung gewerblicher Segmente zuletzt wohl schlechter entwickelt hätte.

### Bessere Rahmenbedingungen absehbar

Insgesamt dürften sich die **wirtschaftlichen Bedingungen** mit Blick auf 2024 wieder **verbessern**. Nach mehreren Quartalen mit rückläufiger Wirtschaftsleistung wird die deutsche Volkswirtschaft im kommenden Jahr voraussichtlich wieder moderat wachsen, vor allem dank einer Erholung des privaten Konsums. Davon werden auch für den eng mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung verbundenen Immobilienmarkt Impulse ausgehen.

Für die **Bauwirtschaft** kann allerdings noch keine Entwarnung gegeben werden. Kräftig gesunkene Baugenehmigungen und Auftragseingänge sprechen für einen Rückgang der realen Bauinvestitionen auch im kommenden Jahr. Zumindest deuten die jüngsten Bauaufträge auf eine Trendwende. Die Daten für den Monat Juli sind allerdings durch Großaufträge vor allem im Tiefbau geprägt. Im Hochbau stellt sich die Auftragslage weniger vorteilhaft dar.

### Mehr staatliche Unterstützung

Die krisenhafte Entwicklung in der Bauwirtschaft scheint inzwischen auch bei den Verantwortlichen in der Politik angekommen zu sein. Die Bundesregierung hat beim Baugipfel am 25. September ein **umfassendes Maßnahmenpaket** vorgelegt, das der Branche helfen soll. Neben der bereits im Vorfeld angekündigten degressiven Abschreibung von jährlich 6 % für neue Wohngebäude zählen dazu beispielsweise die Aussetzung des geplanten Energie-sparstandards EH40, zusätzliche Mittel für den sozialen Wohnungsbau und die deutliche Anhebung der Einkommensgrenzen für zinsvergünstigte Darlehen.

Zwar geht das Paket aus insgesamt 14 Maßnahmen grundsätzlich in die richtige Richtung, einiges ist jedoch kurzfristig nicht umsetzbar, z.B. weil die Zustimmung der Länder erforderlich ist (Bauordnungen, Grunderwerbsteuer), anderes wird erst mit zeitlicher Verzögerung wirken. Das Ziel der Bundesregierung von jährlich 400.000 neuen Wohnungen dürfte daher auch in den kommenden Jahren deutlich verfehlt werden.

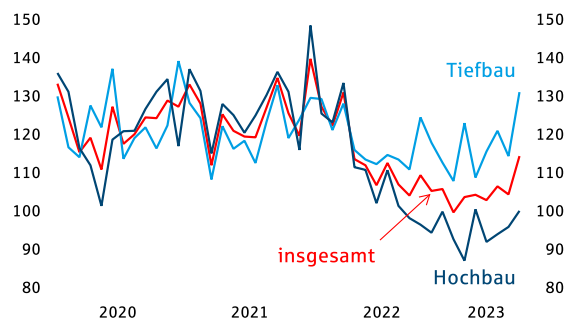
### Ausblick: Licht und Schatten am Immobilienmarkt

Aus **Sicht des Investors** dürfte sich die Lage am Immobilienmarkt bald aufhellen. Die Preiserückgänge haben sich bereits deutlich verlangsamt und dürften demnächst auslaufen. Die positive Mietentwicklung vor allem am Wohnungsmarkt sollte sich fortsetzen und zur Stabilisierung beitragen. Eigenkapitalstarke Anleger werden demnächst wieder für mehr Transaktionen sorgen. Die Zinsen dürften nicht weiter steigen und vermutlich sogar leicht nachgeben.

Dennoch sind die Risiken vor allem für **Immobilienentwickler und Bauunternehmen** nicht auszublenden. Hier wird die Erholung länger dauern. Die Zahl der Insolvenzen – üblicherweise ein nachlaufender Indikator der wirtschaftlichen Entwicklung – wird erst einmal hoch bleiben. Bei manchen Refinanzierungen werden die gegenüber der ursprünglichen Finanzierung deutlich höheren Zinsen noch über mehrere Jahre Probleme verursachen.

### Baufträge: Vor allem Tiefbau erholt sich

Index: 2015 = 100, real



Quellen: Macrobond, Helaba Research & Advisory



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mütze

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/

Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Tel. 0 69/91 32-20 24

Internet: <http://www.helaba.de>

## Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.