



Immobilien Quarterly

Ausgabe Q1/2025 11.12.2024 | LBBW Research | Macro/Strategy

2025 – Abschied vom Zins als maßgeblichem Markttreiber

01 Auf einen Blick S. 2

02 Immobilien Heatmap S. 3

- Büro: Belastungsfaktoren überwiegen weiterhin
- Wohnen: Aufwärts, wenn auch nur moderat

03 Konjunktur, Inflation und Zinsen S. 4

- Konjunkturaussichten haben sich abermals eingetrübt

04 Büroimmobilien S. 5

- 2025 bleibt herausfordernd

05 Wohnimmobilien S. 8

- Mit gebremstem Schaum ins neue Jahr

06 Sonderthema S. 13

- Daten belegen verschlechterte Erschwinglichkeit

07 Anhang S. 17

Martin Güth, CQF
Senior Economist
+49 711 127-79603
Martin.Gueth@LBBW.de

LBBWResearch@LBBW.de

Erstellt am:
11.12.2024 10:31

01 |

Auf einen Blick

- Am **Büroimmobilienmarkt** dauert die Marktberichtigung an. Die schwache Wirtschaftsentwicklung dürfte die Leerstände weiter steigen lassen und einer Markterholung im kommenden Jahr im Wege stehen. Auch wenn der weitaus größte Teil des Rückgangs vermutlich hinter uns liegt: Um gut 5 % dürften die Preise noch nachgeben.
- Der **Wohnimmobilienmarkt** ist auf Kurs. Am privaten Markt sind Preise und Umsätze weiter leicht gestiegen. Der gewerbliche Markt hinkt zwar erwartungsgemäß hinterher, sendet aber ebenfalls Zeichen einer gewissen Belebung. Der Wohnungsmarkt bleibt zwar angespannt, weiter verschärfen sollte sich die Lage aber nicht, da die Zuwanderung deutlich nachgelassen hat. 2025 dürfte dem Markt ein Preisplus von 4 % bringen.
- Viele nehmen die **Erschwinglichkeit** von Wohnraum als sehr schlecht wahr. Erschwinglichkeitsmaße zeigen allerdings, dass bis Anfang der 2000er-Jahre Wohnraum in Deutschland noch deutlich weniger erschwinglich war. Dieser scheinbare Widerspruch lässt sich zum Teil durch psychologische Phänomene erklären. Doch hat sich Wohneigentum vermutlich auch stärker verteuert, als es gängige Statistiken ausweisen.
- Die **Konjunktur** enttäuscht weiterhin. Die Aussichten haben sich durch die jüngsten US-Präsidentenwahlen zusätzlich eingetrübt. Das deutsche BIP dürfte 2025 um 0,2 % schrumpfen. Wir erwarten stärkere **Leitzinssenkungen** als zuvor. Für die **Langfristzinsen** gehen wir nur von einer Seitwärtsbewegung aus, da sie Aufwärtsdruck aus den USA erfahren.

Abb. 1: Prognosen des LBBW Research zu Konjunktur und Zinsen

Konjunktur					
in %		2022	2023e	2024e	2025e
Deutschland	BIP	1,4	-0,1	0,0	-0,2
	Inflation	6,9	5,9	2,2	2,1
Euroraum	BIP	3,6	0,4	0,8	0,4
	Inflation	8,4	5,4	2,4	2,1
USA	BIP	2,5	2,9	2,7	2,0
	Inflation	8,0	4,1	3,0	3,0
China	BIP	3,0	5,2	3,5	3,8
	Inflation	2,0	0,2	0,5	1,3
Welt	BIP	3,5	2,9	2,8	3,0
	Inflation	8,7	5,3	2,7	2,9

Zinsen und Spreads					
in %		aktuell	31.03.25	30.06.25	31.12.25
EZB Einlagesatz		3,25	2,50	2,00	1,75
Bund 10 Jahre		2,12	2,40	2,25	2,20
Fed Funds		4,75	4,50	4,50	4,25
Treasury 10 Jahre		4,23	4,70	4,60	4,40
BBB Bundspread (in Bp.)		111	130	130	120

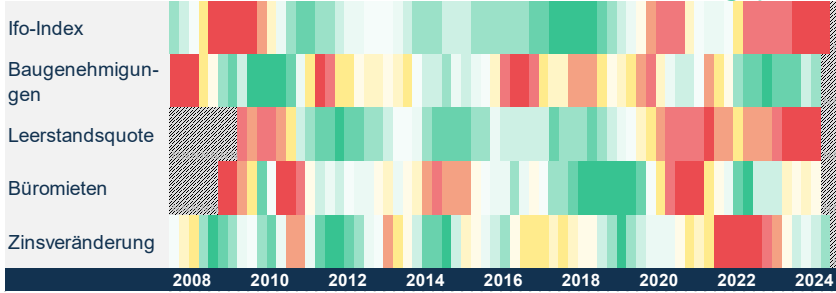
Quellen: LSEG, LBBW Research



02 |

Immobilien Heatmap

Abb. 2: Büroimmobilien – Treiber für die Preisentwicklung *)

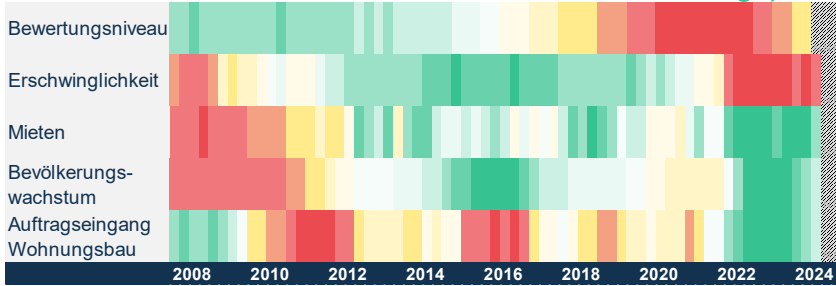


Grüne Farbe = Indikator spricht für steigende Preise; rote Farbe = Indikator spricht für fallende Preise.

Quellen: LSEG, Bloomberg, ifo Institut, Destatis, Colliers, vdpResearch, LBBW Research

Nur in Nuancen zeigen sich in unserer Heatmap Veränderungen. Unverändert überwiegen die Belastungsfaktoren, allen voran ein niedriger Stand des ifo-Geschäftsklimaindex¹ sowie eine weiter ansteigende Leerstandsquote. Die Baugenehmigungen bewegen sich zwar auf unterdurchschnittlichem Niveau, können aber vorerst einen weiteren Anstieg der Leerstände nicht verhindern. Die von vdpResearch berichteten Neuvertragsmieten steigen nur langsam. Rückenwind bieten gesunkene Kapitalmarktzinsen. Doch er ist zu schwach, als dass er die bremsenden Kräfte aufwiegen könnte. Die Marktberreinigung braucht weiter ihre Zeit.

Abb. 3: Wohnimmobilien – Treiber für die Preisentwicklung *)



Grüne Farbe = Indikator spricht für steigende Preise; rote Farbe = Indikator spricht für fallende Preise.

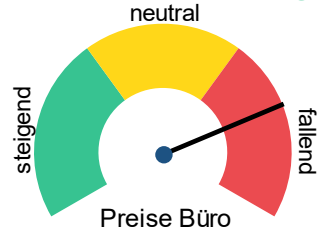
Quellen: LSEG, OECD, Deutsche Bundesbank, vdpResearch, Destatis, LBBW Research

Bei unserem Indikator für das Bewertungsniveau kam seit der letzten Ausgabe kein neuer Datenpunkt hinzu, da Destatis erst am 20. Dezember seinen Häuserpreisindex für das dritte Quartal veröffentlicht. Der Indikator zeigt an, dass der Wohnimmobilienmarkt 5 % höher bewertet ist als im Durchschnitt seit 1990 – nicht viel, wenn man sich die derzeitige Wohnraumknappheit vor Augen führt. Die Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien hat sich etwas verbessert und dürfte sich weiter verbessern aufgrund des Zinsrückgangs der jüngsten Monate. Der Anstieg der Mieten ist weiterhin dynamisch, aber ein wenig schwächer als zuvor. Das Bevölkerungswachstum hat weiter an Tempo verloren. Der Auftragseingang im Wohnungsbau stabilisiert sich mehr und mehr auf tiefem Niveau. Wir bleiben bei unserer leicht positiven Wertung der Einflussfaktoren.

*) Erläuterungen zu den beiden Heatmaps siehe Anhang.

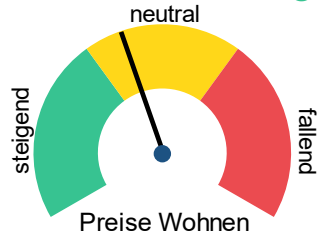
Büro: Belastungsfaktoren überwiegen weiterhin

Unsere Wertung



Wohnen: Aufwärts, wenn auch nur moderat

Unsere Wertung



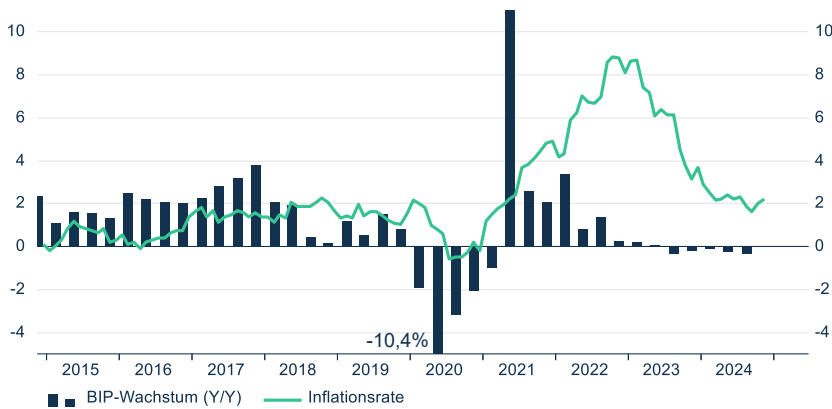
03 |

Konjunktur, Inflation und Zinsen

Konjunktur abermals schlechter, Inflation im Zaum

Die deutsche Wirtschaftsleistung schrumpft. Die Perspektiven haben sich mit der Wahl von Donald Trump zum nächsten Präsidenten der USA nochmals eingetrübt, weshalb wir unsere Prognose für das BIP-Wachstum im kommenden Jahr von 0,7 % auf -0,2 % gesenkt haben. Eine neue Bundesregierung könnte 2025 möglicherweise Aufbruchstimmung vermitteln, aber vorerst dominiert die Unsicherheit. Die Inflationsrate ist zwar etwas angestiegen, aber weniger als von uns erwartet.

Abb. 4: Deutschland: BIP-Wachstum und Inflationsrate in %

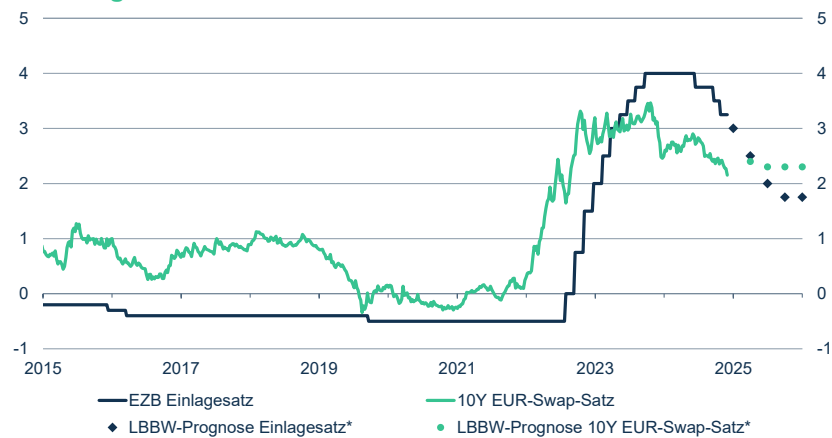


Quellen: LSEG, LBBW Research

EZB dürfte Leitzinsen zügig weiter senken

Für das kommende Jahr haben wir unsere Leitzinsprognosen in Reaktion auf die verschlechterte Konjunktur gesenkt. Bis Ende 2025 dürfte der Einlagesatz auf 1,75 % fallen. Die Kapitalmarktzinsen sind zuletzt weiter gesunken. Unsere Prognosen haben wir weitgehend unverändert gelassen, denn für die USA rechnen wir nun mit höheren Zinsen als zuvor. Das höhere dortige Zinsniveau dürfte auf die europäischen Langfristzinsen abstrahlen.

Abb. 5: Leitzins und Kapitalmarktzins inkl. Prognosen des LBBW Research in %



Quellen: LSEG, LBBW Research (* per Quartalsende)

BIP-Prognose abermals gesenkt

Leitzinsen runter, Langfristzinsen seitwärts

04 |

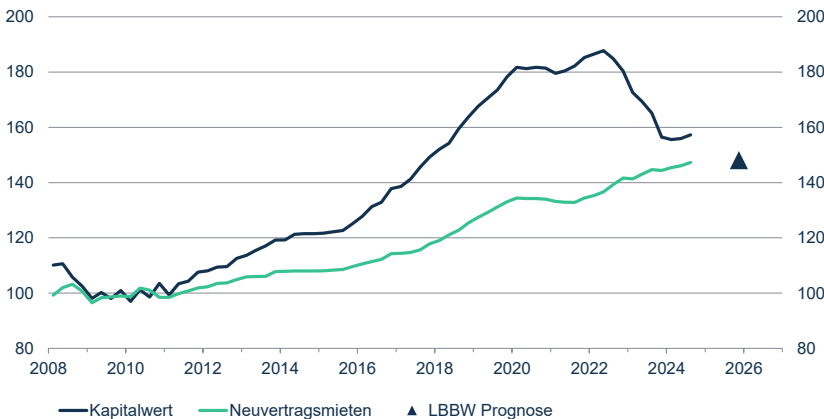
Büroimmobilien: 2025 bleibt herausfordernd

Preisindizes leicht höher, Umsätze aber noch ohne Belebung

Der Kapitalwertindex des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) verzeichnete im dritten Quartal mit einem Plus von 0,8 % den zweiten Quartalsanstieg in Folge. Der VICTOR Prime Office Indikator von JLL für fünf Großstädte stieg um 0,4 % an, nachdem er die vorangegangenen neun Quartale stets gefallen war. Beide Indizes notieren derzeit in etwa auf dem jeweiligen Niveau von Ende 2023. Wir bleiben derweil skeptisch, wie belastbar diese Daten sind beziehungsweise wie repräsentativ sie für den Gesamtmarkt sind. Die Zahlen stehen im Kontrast zu einer weiterhin durchwachsenen Nachrichtenlage und auch zu einer weiterhin schwachen Entwicklung der Umsätze. Bei alledem: Bei Letzteren sind sich die großen Maklerhäuser uneins. Es gibt sowohl Berichte über einen Anstieg als auch über einen Rückgang oder eine Seitwärtsbewegung des Transaktionsvolumens. Wir bleiben bei unserer Einschätzung, dass der Büromarkt in seiner Gesamtheit noch nicht die Talsohle bei den Preisen gesehen hat, auch wenn der ganz wesentliche Teil des Preisrückgangs hinter uns liegen sollte.

Datenlage
bleibt diffus

Abb. 6: Preis- und Mietindizes für Büroimmobilien, 2010 = 100



Quellen: vdpResearch, LBBW Research

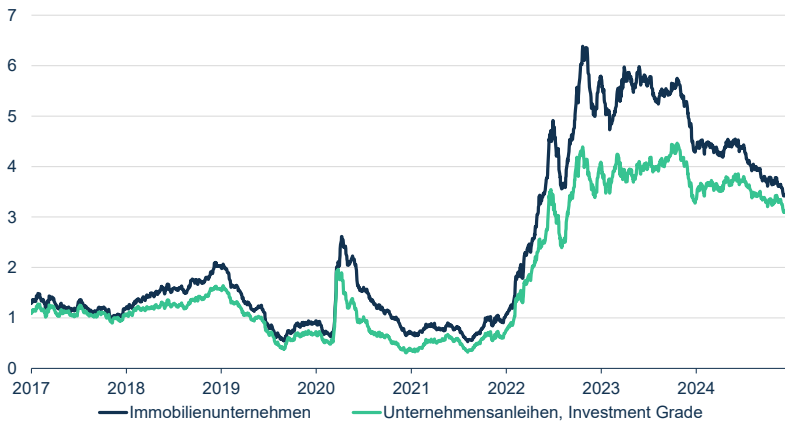
Zinsrückgang hilft – für den Moment

Der Zinssenkungszyklus der EZB ist in vollem Gange. Auch liegen die Langfristzinsen spürbar niedriger als noch in der ersten Jahreshälfte. Die Risikoaufschläge von Anleihen von Immobilienunternehmen gegenüber sicheren Staatsanleihen oder Anleihen anderer Unternehmen sind in den vergangenen zwei Jahren kräftig abgeschmolzen (siehe Abb. 7). Das niedrigere Zinsniveau hilft den Bestandshaltern. Die gesunkenen Risikoaufschläge verdeutlichen, dass am Kapitalmarkt nicht mehr alle Immobilienunternehmen gemeinschaftlich „in Sippenhaft“ genommen werden, sondern sich der Nebel ein gutes Stück verzogen hat. Die Risiken der künftigen Entwicklung der Zinsen und Immobilienpreise haben in unseren Augen abgenommen. Dies sehen offenbar auch die Akteure am Kapitalmarkt so. Richtig ist bei alledem aber auch, dass trotz dieser Verbesserungen der Zugang zu Krediten angesichts verschlechterter Kennziffern (etwa die Höhe des Kredits in Relation zum Wert der Immobilie

Zinsen und Risiko-
aufschläge
sind gesunken

oder die Höhe der Mieteinnahmen in Relation zum Schuldendienst) eine Herausforderung bleibt.

Abb. 7: Anleiherenditen im Vergleich (iBoxx-Indizes, in %)



Quellen: LSEG, LBBW Research

Für den weiteren Verlauf des Jahres 2025 erwarten wir, dass der Einfluss der Zinsentwicklung auf die Immobilienmärkte geringer wird. Die Immobilienmärkte verlieren ihre Rolle als Anleiheersatz, die sie in der Niedrigzinsphase für einige Marktteilnehmer eingenommen hatten. Nun stellen sie wieder stärker eine eigenständige Assetklasse dar. Wie wir in [Kapitel 5](#) darlegen, war für den Wohnimmobilienmarkt in der weiter zurückliegenden Vergangenheit der Zins nicht so ein maßgeblicher Einflussfaktor, wie das seit 2015 der Fall war. Für den Büromarkt, der stärker von der Wirtschaftsentwicklung berührt wird als der Wohnungsmarkt, gilt dies umso mehr. Ohnehin erwarten wir für die Langfristzinsen 2025 im Wesentlichen eine Seitwärtsbewegung.

Damit rücken die fundamentalen Faktoren mehr in den Fokus, also die Entwicklung der Leerstände und der Mieten. In diesem Kontext stellen die verschlechterten Konjunkturperspektiven eine schlechte Nachricht dar. In unserer Ausgabe dieser Publikation vom 2. Oktober hatten wir noch ein BIP-Wachstum von 0,7 % für das kommende Jahr prognostiziert. Inzwischen rechnen wir mit einem Minus von 0,2 % (siehe [Seite 4](#)).

Fortgesetzter Anstieg der Leerstände

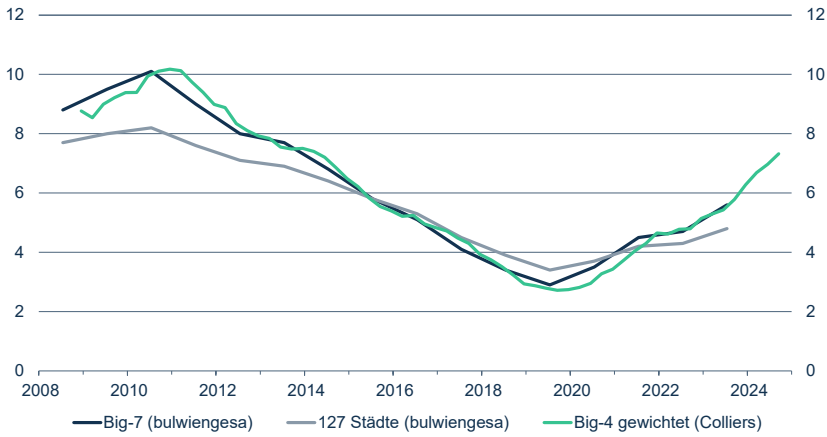
Die Leerstandsquoten in den großen Städten haben im dritten Quartal ihren Aufwärtstrend fortgesetzt. Die grüne Linie zu den Leerständen in den vier größten Märkten in Abbildung 8 ist zwar nicht repräsentativ für den Gesamtmarkt. So wurden besonders in Berlin und München in den vergangenen Jahren viele Neubauprojekte angestoßen, deren Fertigstellungen derzeit auf den Markt kommen. Doch auch andernorts tendieren die Leerstände höher.

In einen Markt zu investieren, der sich vermutlich noch einige Zeit steigenden Leerständen gegenübersteht, ist psychologisch sicherlich herausfordernder, als auf einen bestehenden Aufwärtstrend aufzuspringen. Wie sehr sich die künftig steigenden Leerstände bereits heute im Preis widerspiegeln, dürfte Gegenstand vieler Preisverhandlungen sein.

Immobilien nicht
mehr
Anleiheersatz

Konjunktur
belastet
den Büromarkt

Abb. 8: Leerstandsquoten von Büroimmobilien in %



(Big-4 = Berlin, Frankfurt, Hamburg, München)

Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bundesbank, Colliers, Bloomberg, LBBW Research

Bundesbank wird ihrer Rolle als Mahner gerecht

Die Deutsche Bundesbank veröffentlichte am 21. November ihren Finanzstabilitätsbericht 2024. Die Währungshüter sind in unserer Wahrnehmung zwar nicht in Alarmstimmung, bleiben aber in einem Zustand erhöhter Aufmerksamkeit. Vorstands-Mitglied Michael Theurer erklärte: „Erhöhte Risiken gehen weiterhin vom Gewerbeimmobilienmarkt aus. Nach unserer Einschätzung ist die Wahrscheinlichkeit weiter sinkender Preise sehr hoch.“ Die Notenbank ruft die Geschäftsbanken dazu auf, mehr Rückstellungen zu bilden. Gleichzeitig stellt sie fest, dass die Marktkorrektur bisher weitestgehend geordnet ablaufe und es das Bankensystem verkräften würde, wenn die Kreditausfälle bei Gewerbeimmobilien stärker als erwartet ansteigen sollten.

Fazit: Die Preise dürften noch gut 5 % nachgeben

Angesichts deutlich eingetrübter Konjunkturaussichten erwarten wir für das kommende Jahr nochmals rückläufige Preise in einer Größenordnung von gut 5 %. Wir halten damit an unserer Einschätzung fest, dass der wesentliche Teil des Preisrückgangs im aktuellen Zyklus hinter uns liegt. Die Mieterträge dürften in den kommenden Jahren der Motor für ein rentables Investment sein. Der schnelle Euro durch rasch steigende Preise winkt wohl so schnell nicht.

Bundesbank
erwartet noch
Preisrückgänge

Konjunktur-
schwäche dürfte
Preise noch
sinken lassen

05 |

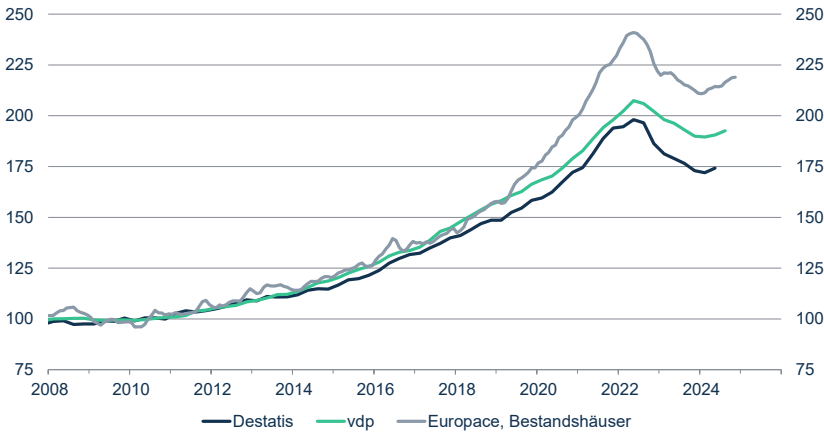
Wohnimmobilien: Mit gebremstem Schaum ins neue Jahr

Bild moderat steigender Preise intakt

Unser in der vergangenen Ausgabe gezeichnetes Bild ist unverändert intakt: Der Markt tendiert leicht aufwärts. Die Bäume dürften bei alledem auf absehbare Zeit nicht in den Himmel wachsen. Daten des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) sowie der Finanzierungsplattform Europace deuten darauf hin, dass seit der Jahresmitte die Preise weiter gestiegen sind (siehe Abb. 9). vdp berichtet für das dritte Quartal von einem Preisanstieg um 1,1 % im Vergleich zum Vierteljahr zuvor. Das Statistische Bundesamt (Destatis) veröffentlicht seinen Häuserpreisindex für das dritte Quartal am 20. Dezember.

Fortgesetzter
Preisanstieg im
zweiten Halbjahr

Abb. 9: Preisindizes für Wohnimmobilien, 2010 = 100

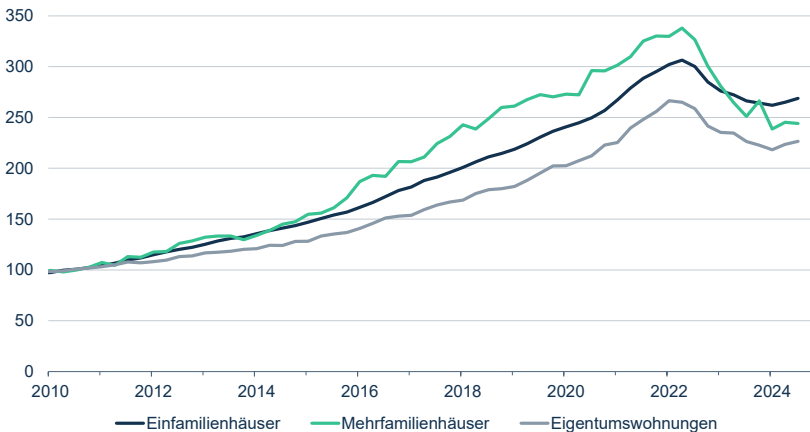


Quellen: Destatis, vdpResearch, LSEG, LBBW Research

Auch im dritten Quartal hat sich unsere Einschätzung bestätigt, dass die Marktstabilisierung vom privaten Wohnungsmarkt ausgeht und der gewerbliche Wohnungsmarkt hinterherläuft. Hierauf deuten etwa die Daten des German Real Estate Index (GREIX) für 19 Großstädte hin. Die Preisentwicklung von Mehrfamilienhäusern entkoppelte sich im dritten Quartal vom Anstieg bei den Einfamilienhäusern und Eigentumswohnungen.

Gewerblicher
Markt hinkt
hinterher

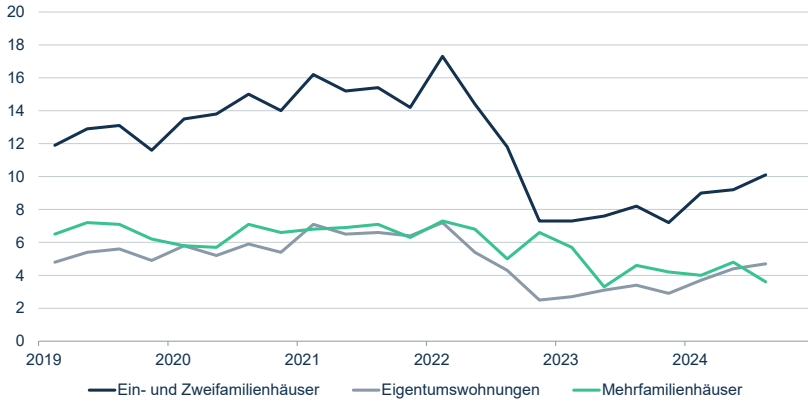
Abb. 10: GREIX, 2010 = 100



Quellen: Destatis, vdpResearch, LSEG, LBBW Research

Bei der Kreditvergabe für die Finanzierung von Wohnimmobilien zeigt sich ein ähnliches Bild: Während die vdp-Mitgliedsinstitute im dritten Quartal ihre Darlehenszusagen für Ein- und Zweifamilienhäuser sowie für Eigentumswohnungen ausgeweitet, war das Finanzierungsvolumen für Mehrfamilienhäuser rückläufig.

Abb. 11: Darlehenszusagen für Wohnimmobilienfinanzierung der vdp-Mitgliedsinstitute, in Mrd. Euro je Quartal



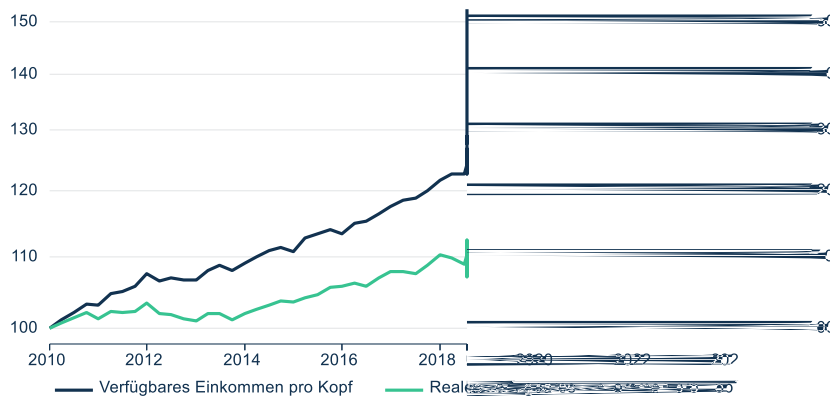
Quellen: vdpResearch, LBBW Research

Wir bleiben derzeit zuversichtlich, dass auch am gewerblichen Wohnimmobilienmarkt die Umsätze und die Preise anziehen werden. Nicht zuletzt eine Reihe von Meldungen über größere Transaktionen börsennotierter Immobilienunternehmen macht uns hier Hoffnung. Auch lesen sich die Ausblicke dieser Unternehmen für uns zunehmend positiv.

Bundesbank zeigt sich weniger besorgt

Die Deutsche Bundesbank beäugte den deutschen Wohnimmobilienmarkt in den vergangenen Jahren kritisch und diagnostizierte eine deutliche Überbewertung. Im jüngsten Finanzstabilitätsbericht äußerte sie nun die Einschätzung, ein geordneter Abbau der Verwundbarkeiten am Wohnimmobilienmarkt sei wahrscheinlicher geworden. Für Wohnimmobilienkredite, die während der Niedrigzinsphase abgeschlossen wurden, dürften insbesondere ab dem Jahr 2028 verstärkt Anschlussfinanzierungen notwendig werden. Die Schuldenlast dürfte nach Einschätzung der Bundesbank aber aufgrund von erfolgten Tilgungen und gestiegenen Einkommen insgesamt tragfähig bleiben. Wie wir in der Vergangenheit bereits dargelegt haben, teilen wir diese Einschätzung.

Abb. 12: Verfügbares Einkommen, nominal und real, 2010 = 100



Quellen: LSEG, LBBW Research

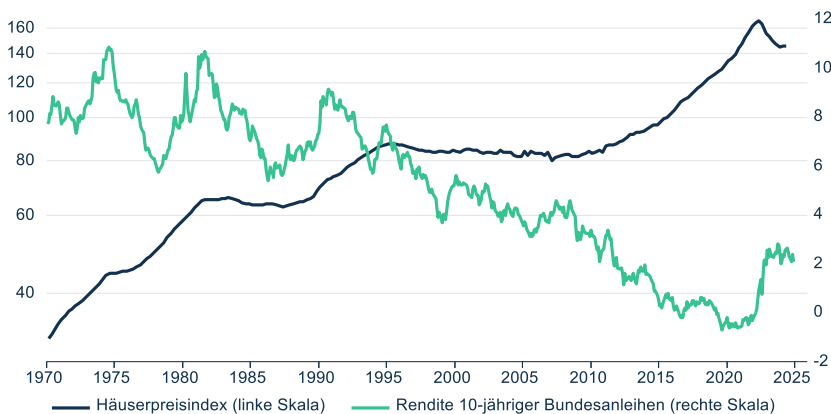
Immobilien-
unternehmen
machen Mut

Markt weniger
verwundbar

Zinsentwicklung dürfte langfristig an Einfluss verlieren

Der Anstieg der Wohnimmobilienpreise erfolgte seit dem Jahr 2010 aufgrund einer zunehmenden Knappheit an Wohnraum in vielen Städten. Vor allem ab dem Jahr 2015 spielten daneben auch ausgesprochen niedrige Zinsen eine große Rolle. Entsprechend schlug bei den Immobilienpreisen ab dem Jahr 2022 das Pendel in die andere Richtung aus, als die Zinsen schnell und kräftig stiegen. Der Einfluss der Zinsen war aber mitnichten immer so dominant wie zu dieser Zeit. Vielmehr zeigte sich über weite Strecken in Deutschland nicht, dass sinkende Zinsen zu steigenden Hauspreisen geführt (z.B. 1982 bis 1987, 1995 bis 2010) oder dass steigende Zinsen einen Preisanstieg verhindert hätten (z.B. 1978 bis 1981, 1987 bis 1991).

Abb. 13: Häuserpreisindex und Rendite 10-jähriger Bundesanleihen, in Indexpunkten (2015 = 100) bzw. in %



Quellen: LSEG, LBBW Research

Vorerst dürfte zwar der Zinsrückgang, der in der zweiten Jahreshälfte 2024 zu beobachten war, die Erholung am Wohnimmobilienmarkt weiterhin vorantreiben. Längerfristig erwarten wir aber, dass die Zinsentwicklung nicht mehr einen so starken Einfluss auf den Immobilienmarkt ausüben wird wie in den zurückliegenden Jahren. Die Zeit der Negativzinsen stellt vermutlich eine Ausnahmesituation dar und sollte nicht als Maßstab für die künftige Entwicklung zugrunde gelegt werden. Dies gilt umso mehr, als wir nach der nun stattgefundenen Zins-Normalisierung im Wesentlichen mit einer Seitwärtsbewegung der Hypotheken-Zinsen im kommenden Jahr und darüber hinaus rechnen. Fundamentale Faktoren dürften damit an Bedeutung gewinnen.

Wohnraum bleibt knapp – zumindest wird er nicht noch knapper

Wohnraum ist bekanntermaßen vielerorts knapp oder auch sehr knapp. Laut Zensus standen im Mai 2022 deutschlandweit 4,5 % aller Wohnungen leer. Nur 1,7 % aller Wohnungen standen innerhalb dreier Monate für einen Bezug zur Verfügung. In vielen Städten liegt die Quote noch deutlich tiefer.

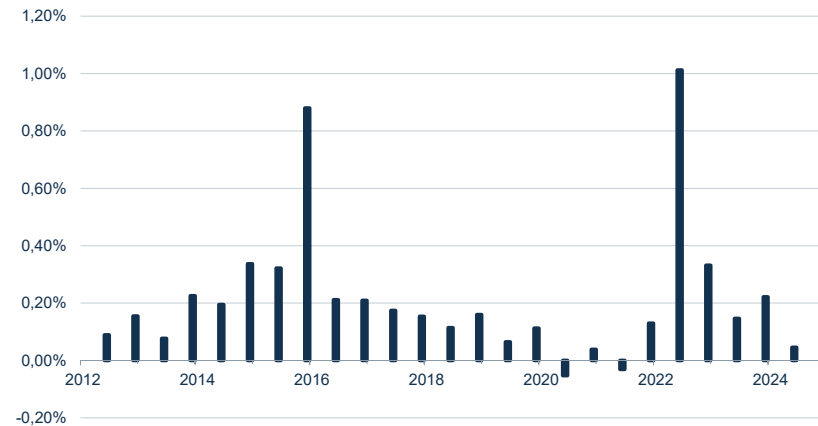
Schnelle Besserung ist angesichts einer eingebrochenen Auftragslage im Wohnungsbau nicht zu erwarten. Bislang wenig in der öffentlichen Aufmerksamkeit steht die Veränderung der Nachfrageseite. Hier spielt das Wachstum der Bevölkerung eine ganz wesentliche Rolle. Im Jahr 2022 war, noch vor dem Hintergrund des Kriegs in der Ukraine, das stärkste Bevölkerungswachstum seit der deutschen Wiedervereinigung

2015 bis 2023
war eine außer-
gewöhnliche
Marktphase

Fundamentale
Faktoren dürften
wieder wichtiger
werden

zu verzeichnen gewesen. Dieser starke Zuzug nach Deutschland ist inzwischen Geschichte. Im ersten Halbjahr 2024 wuchs die Bevölkerung Deutschlands um knapp 40.000 Einwohner. Mit Ausnahme der Zeit der Corona-Pandemie ist dies der geringste Zuwachs in einem Halbjahr seit 2013.

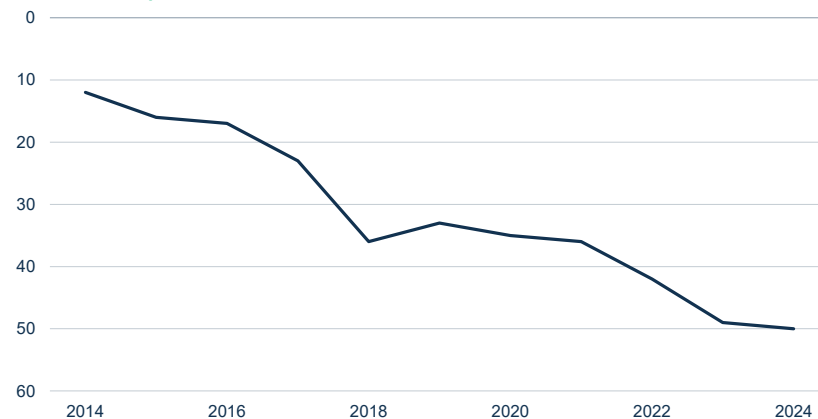
Abb. 14: Bevölkerungswachstum gegenüber dem Halbjahr zuvor



Quellen: LSEG, LBBW Research

Das Bevölkerungswachstum resultiert auf kurze und mittlere Frist vor allem aus der Migration. Der Zuzug von Geflüchteten wurde 2024 politisch und gesellschaftlich ein immer größeres Thema. Die Politik ist mehr und mehr bestrebt, deren Zuwanderung zu reduzieren. Gleichzeitig dürfte sich die politisch gewünschte Zuwanderung von Fachkräften verhalten entwickeln. Die Beliebtheit Deutschlands als Einwanderungsland hat in den vergangenen zehn Jahren erheblich gelitten.

Abb. 15: Beliebtheit Deutschlands als Einwanderungsland – Platzierung (berücksichtigt wurden im Zeitablauf zwischen 53 und 68 Ländern)



Quelle: Internations, LBBW Research

Unter 53 Einwanderungsländern belegt Deutschland in der aktuellen [Umfrage Expat Insider](#) des Auswanderer-Netzwerks Internations den 50. Platz. Hierzu tragen überlastete Ausländerbehörden ebenso bei wie die brüchige Infrastruktur, nicht überall verfügbares schnelles Internet, unübersichtliche Bürokratie und Bildungsprobleme. Auch die „Willkommenskultur“ Deutschlands wird von den Expats immer negativer eingeschätzt. Diese Aspekte sowie das im europäischen Vergleich ausgesprochen schwache Wirtschaftswachstum Deutschlands sprechen dafür, dass die Zuwanderung und damit auch das Bevölkerungswachstum

Bevölkerungswachstum fast zum Erliegen gekommen

Zuwanderung dürfte künftig geringer ausfallen

Eine ausführlichere Diskussion dieses Themas finden Sie in folgendem [Blickpunkt](#).

2025 niedrig ausfallen wird. Für den Wohnimmobilienmarkt bedeutet dies, dass die Wohnraumknappheit zwar ausgeprägt ist, sich aber nicht weiter verschärft.

Fazit: Preisanstieg von 4 % für das kommende Jahr erwartet

Wir erwarten – vor allem aufgrund in den vergangenen Monaten gesunkener Hypothekenzinsen – für 2025, dass die Wohnimmobilienpreise um 4 % zulegen werden. Der Preisanstieg sollte damit zwar höher ausfallen als die Inflation, aber nicht an die Steigerungsraten früherer Boomjahre heranreichen. Auch darüber hinaus rechnen wir nur mit moderat steigenden Preisen aufgrund unserer Zins- und Konjunkturprognosen sowie unserer gedämpften Erwartungen hinsichtlich des Bevölkerungswachstums.

Preise werden
weiter steigen

06 |

Sonderthema:

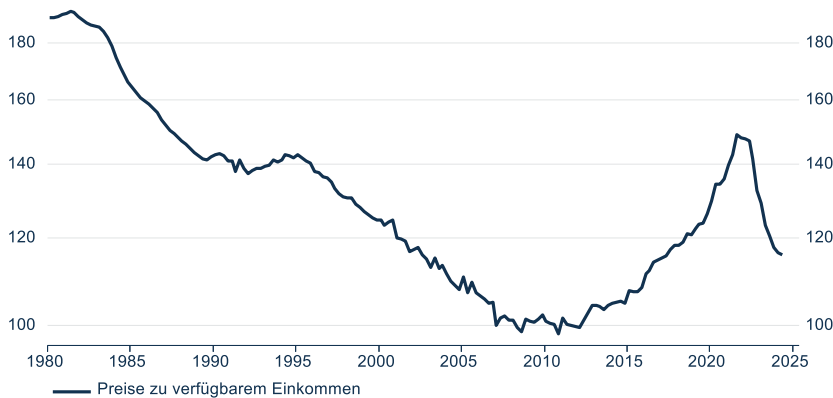
Daten belegen verschlechterte Erschwinglichkeit

Große Sorge, dass Wohnraum unbezahlbar wird

Die Erschwinglichkeit von Wohnraum ist ein gesellschaftlich brisantes Thema. In der jährlichen Umfrage der R+V Versicherung zu den Ängsten der Deutschen landet die Angst vor unbezahlbarem Wohnraum jedes Jahr unter den ersten drei Plätzen, seitdem die Versicherung im Jahr 2022 erstmals danach fragte. Für den Immobilienmarkt ist es wichtig, wie viele Haushalte sich den Erwerb einer Immobilie leisten können.

Setzt man die Höhe der Wohnimmobilienpreise in Relation zum verfügbaren Pro-Kopf-Einkommen, dann wirkt die Lage keineswegs dramatisch (siehe Abb. 16). Das Verhältnis ist sogar niedriger als im langfristigen Durchschnitt.

Abb. 16: Verhältnis des Destatis Häuserpreisindex zum verfügbaren Pro-Kopf-Einkommen, 2010 = 100



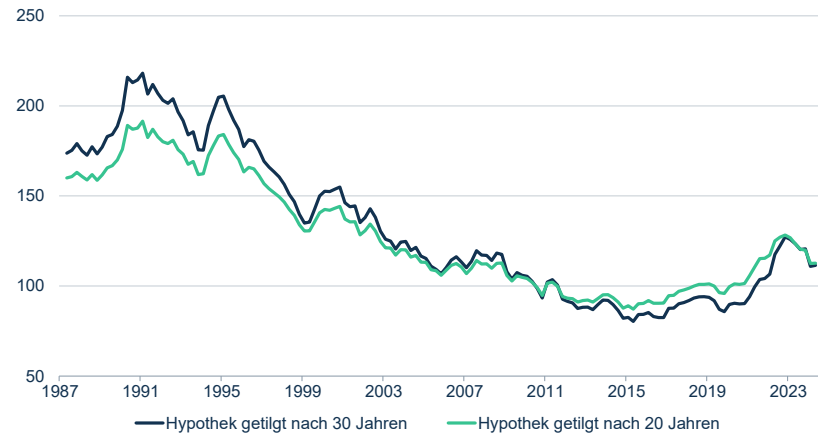
Quellen: LSEG, LBBW Research

Eine gewichtige Rolle spielt auch das Zinsniveau, da der Eigentumserwerb häufig mithilfe eines Hypothekendarlehns erfolgt. Die Deutsche Bundesbank hat einen Erschwinglichkeitsindikator entwickelt, bei dem sie die Höhe der Annuität eines hypothetischen Hypothekenkredits in Relation zum verfügbaren Haushaltseinkommen setzt. Der Indikator ist auch Bestandteil unserer Heatmap auf Seite 2. Er beginnt 2003, da die verwendeten Hauspreisdaten und Zinsdaten nicht früher verfügbar sind. Wir haben auf Basis der Swapsätze die Hypothekenzinsen für die fernere Vergangenheit geschätzt. Auf dieser Basis sowie mittels der Destatis Hauspreisdaten und der Pro-Kopf-Einkommen haben wir das Konzept des Erschwinglichkeitsindikators auf die Zeit von 1987 bis heute angewendet. Wir betrachten dabei die Annuität für eine Hypothek, die einmal nach 30 Jahren getilgt ist und einmal nach 20 Jahren. In dieser Darstellung bedeuten hohe Werte eine schlechte Erschwinglichkeit, da ein verhältnismäßig großer Teil des Einkommens für den Schuldendienst aufgewendet werden muss.

Erschwinglicher Wohnraum ist wichtig für die Gesellschaft

Kennzahlen deuten auf gute Erschwinglichkeit hin

Abb. 17: Höhe der Annuität einer hypothetischen Hypothek in Relation zum verfügbaren Einkommen, 2010 = 100



Quellen: LSEG, LBBW Research

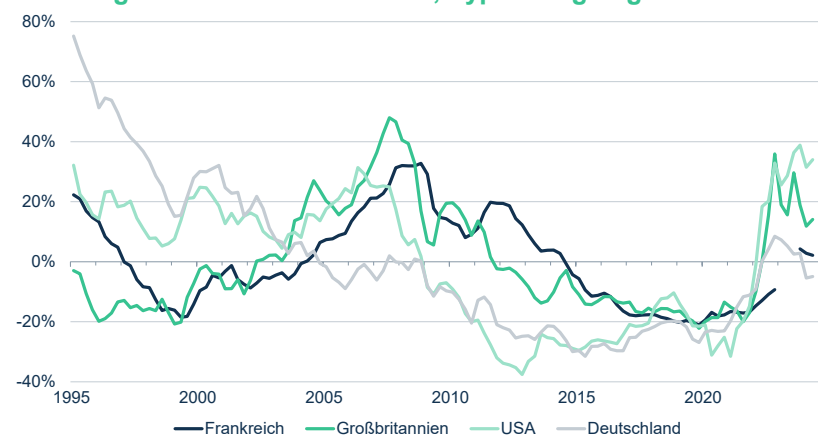
Die so berechneten Annuitäten sind aktuell zwar in Relation zum verfügbaren Einkommen ein gutes Stück höher als 2015. Sie ist jedoch erheblich niedriger als in den 1980er- oder 1990er-Jahren. Im Falle einer 20-jährigen Laufzeit variiert die Erschwinglichkeit weniger stark im Zeitablauf als bei einer Hypothek mit 30 Jahren Laufzeit, da der Einfluss der Zinsveränderungen hier geringer ist.

Schlechte Erschwinglichkeit in vielen Ländern ein Thema

Auch im Vergleich zu anderen Ländern erscheint der deutsche Markt vergleichsweise erschwinglich. Wir haben die Methodik des Erschwinglichkeitsindikators auf Frankreich, Großbritannien und die Vereinigten Staaten ausgeweitet. Hier liegen Hypothekenzinsen bis 1995 vor. Für Frankreich befindet sich der Indikator im zweiten Quartal 2024 fast genau auf dem Durchschnitt seit 1995 (2 % oberhalb). Für Großbritannien notiert der aktuelle Wert 14 % oberhalb des Durchschnitts seit 1995. In den USA war die Erschwinglichkeit in den vergangenen Quartalen so schlecht wie nie in den vergangenen fast 30 Jahren. Die Annuität liegt in Relation zum verfügbaren Einkommen um 34 % höher (!). Zum Vergleich: Deutschland liegt 5 % unter dem Mittelwert seit 1995.

Ausland weist schlechtere Erschwinglichkeiten auf

Abb. 18: Erschwinglichkeitsindikator für verschiedene Länder, Abweichung vom Mittelwert seit 1995, Hypothek getilgt nach 30 Jahren



Quellen: LSEG, LBBW Research

Der Vergleich zeigt in unseren Augen erstens: Um die Erschwinglichkeit ist es in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern nicht so schlecht bestellt. Und zweitens: Selbst in Ländern wie Großbritannien und den

USA, wo sich nach Medienberichten eine ganze Generation kein Eigentum mehr leisten kann, ist es nach Maßgabe des Indikators nicht so dramatisch bestellt, wie man angesichts der Meldungen vermuten sollte.

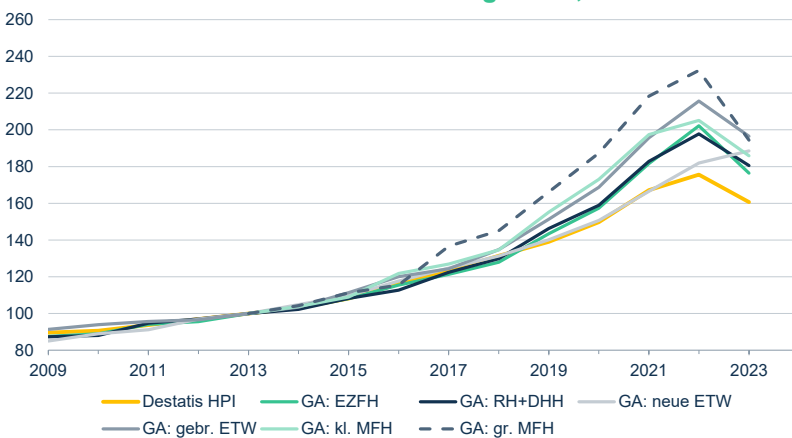
Es ist nicht nur Psychologie

Es lassen sich verschiedene Gründe anführen, warum es um die objektiv gemessene Erschwinglichkeit weniger schlecht bestellt ist als es der öffentlichen oder auch persönlichen Wahrnehmung entspricht. So dürften sich die Prioritäten im Konsumverhalten im Laufe der Jahrzehnte verschoben haben. Die Bereitschaft, auf Urlaubsreisen oder dergleichen für den Wohnungskauf zu verzichten, war, zumindest in unserer Wahrnehmung, vor 40 Jahren höher als jetzt – auch wenn wir dafür keine „harten Zahlen“ ins Feld führen können. Zudem konnte man früher angesichts höheren Wirtschaftswachstums und höherer Inflation auch kräftigere Lohnsteigerungen im Finanzierungsplan unterstellen als heute.

Wir sehen aber auch Gründe, die dafür sprechen, dass der Häuserpreisindex von Destatis das tatsächliche Ausmaß unterzeichnet. Ggf. muss heute tatsächlich viel mehr Geld aufgewendet werden als früher. So sind die Ansprüche an Wohnraum gestiegen: Die Haushalte sind kleiner geworden. Die Wohnfläche pro Person hat deutlich zugenommen – im früheren Bundesgebiet von 36,8m² im Jahr 1987 auf 48,2m² im Jahr 2023, in den neuen Ländern von 26,7m² auf 44,7m². Die Bausubstanz ist heutzutage besser. All dies bedeutet zwar ein komfortableres Wohnen, dies muss aber auch bezahlt werden. Es trägt zusätzlich zu den steigenden Marktpreisen dazu bei, dass heute deutlich mehr für eine Wohnung bezahlt wird als früher.

Hinzu kommt: Der Destatis-Preisindex ist ein qualitätsbereinigter Index, bei dem Unterschiede in der Grundstücksfläche, der Wohnfläche, dem Baujahr und der Lage herausgerechnet werden. In Abbildung 19 betrachten wir die Entwicklung der Medianpreise pro Quadratmeter für verschiedene Marktsegmente, wie sie von den Gutachterausschüssen veröffentlicht werden. Die Daten liegen ab 2009 vor, für kleine und große Mehrfamilienhäuser ab 2013. Sie zeigen, dass der Preisanstieg der gehandelten Objekte stärker war, als es der Index von Destatis ausweist.

Abb. 19: Destatis Häuserpreisindex und Medianpreise laut Gutachterausschüssen für einzelne Segmente, 2013 = 100



HPI = Häuserpreisindex, GA = Gutachterausschüsse, EZFH = Ein- und Zweifamilienhäuser, RH = Reihenhäuser, DHH = Doppelhaushälften, ETW = Eigentumswohnungen, MFH = Mehrfamilienhäuser
 Quellen: Destatis, Immobilienmarktberichte der Gutachterausschüsse, LBBW Research

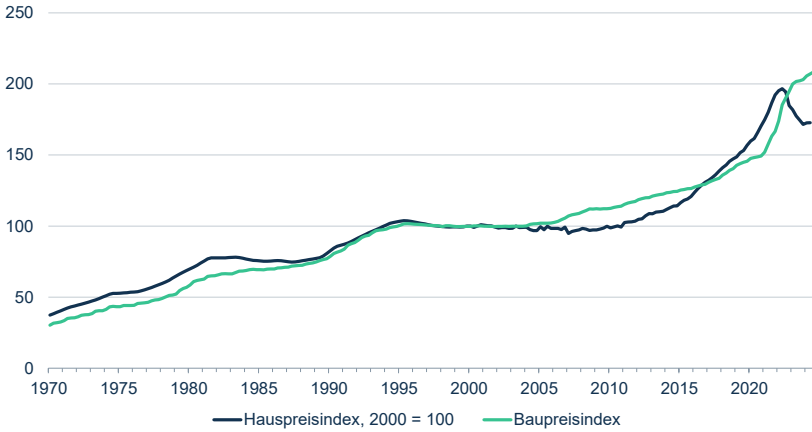
Veränderte
Wahrnehmung
durch höheren
Lebensstandard

Nicht nur der
Preisanstieg hat
Wohneigentum
verteuert

Auch hat sich in den vergangenen Jahrzehnten das Vorhaben, ein neues Gebäude zu bauen, stärker verteuert als der Immobilienbestand – vor allem in den 1980er-Jahren und seit 2022 (siehe Abb. 20). Dabei handelt es sich auch bei dem Baupreisindex um einen hedonischen Index, der Qualitätsverbesserungen herausrechnet. Der nicht bereinigte Anstieg der Baupreise dürfte noch stärker gewesen sein.

Auch ist Bauen
viel teurer
geworden

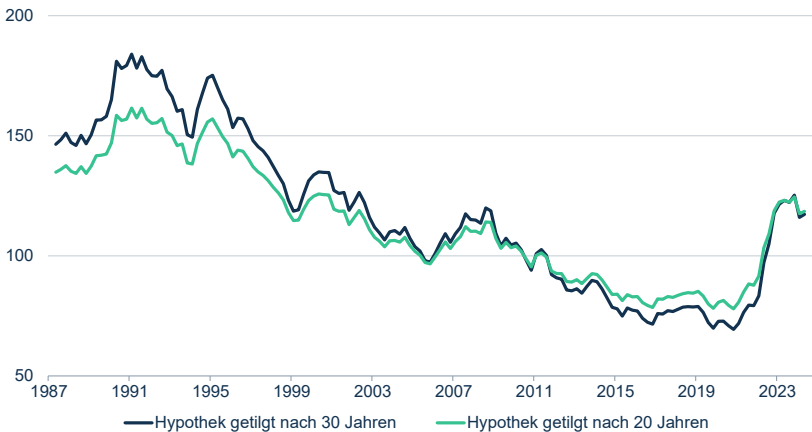
Abb. 20: Häuserpreis- und Baupreisindex Deutschland, 2000 = 100



Quellen: LSEG, LBBW Research

Das Konzept des Erschwinglichkeitsindikators, angewandt auf den Baupreisindex, veranschaulicht, wie erschwinglich es ist zu bauen. Die Erschwinglichkeit stellt sich hier (siehe Abb. 21) bei Weitem nicht mehr so positiv dar wie in Abb. 17 für die Wohnungspreise. Gegenüber den Jahren 2015 bis 2020 ist die Verschlechterung besonders massiv: Die Anuität liegt in Relation zum Einkommen aktuell 56 % höher. Für den Häuserpreisindex resultiert hingegen nur ein Anstieg von 27 %.

Abb. 21: Erschwinglichkeitsindikator für den Neubau, 2010 = 100



Quellen: LSEG, LBBW Research

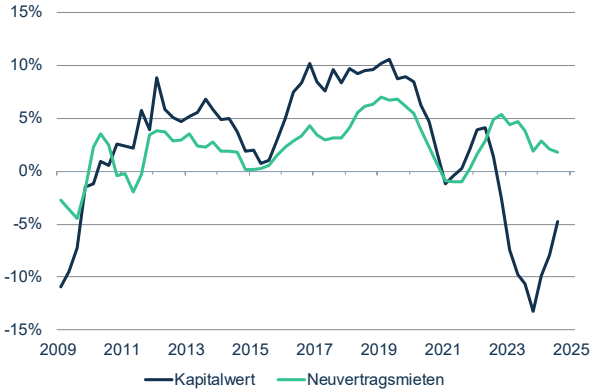
Wir kommen zu dem Schluss, dass der Eigentumserwerb herausfordernder ist, als es weithin betrachtete Kennzahlen suggerieren. Zwar trägt wohl auch eine verminderte Bereitschaft zum Konsumverzicht zum Gefühl der Nicht-Erschwinglichkeit bei. Doch der faktische Preis für eine Wohnung ist stärker gestiegen, als es allein die Bewegung der Marktpreise anzeigt. Auch schlagen sich Qualitätsverbesserungen in der Baub substanz und mehr Wohnfläche pro Bewohner in höheren Kaufpreisen nieder. Für Neubauten zeigt sich dies besonders ausgeprägt.

Gängige Kenn-
zahlen verharm-
losen die Lage

07 | Anhang

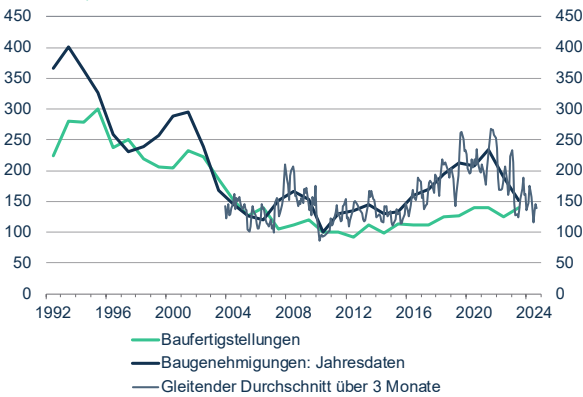
Büroimmobilien

Kapitalwert und Neuvertragsmieten, Veränderungsrate ggü. Vj., in %



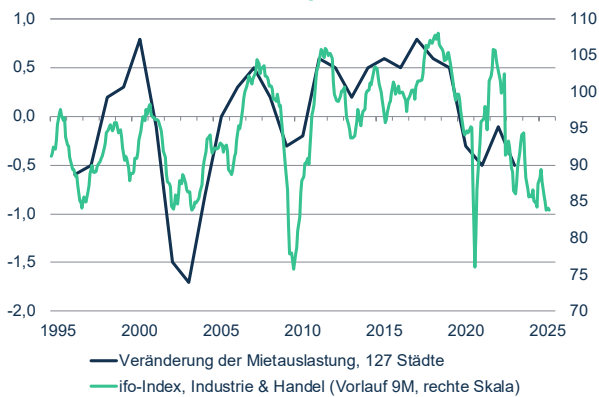
Quellen: vdpResearch, LBBW Research

Büro- und Verwaltungsgebäude: Baugenehmigungen und Fertigstellungen, Indizes, 2010 = 100



Quellen: LSEG, Deutsche Bundesbank, LBBW Research

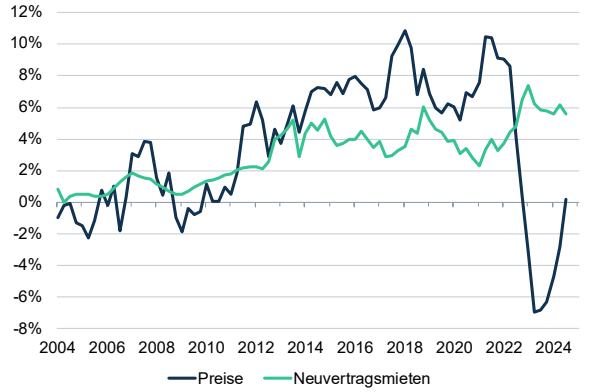
Veränderung der Mietauslastung und ifo Geschäftsklima, in Prozentpunkten bzw. Index



Quellen: LSEG, bulwiengesa, Deutsche Bundesbank, LBBW Research

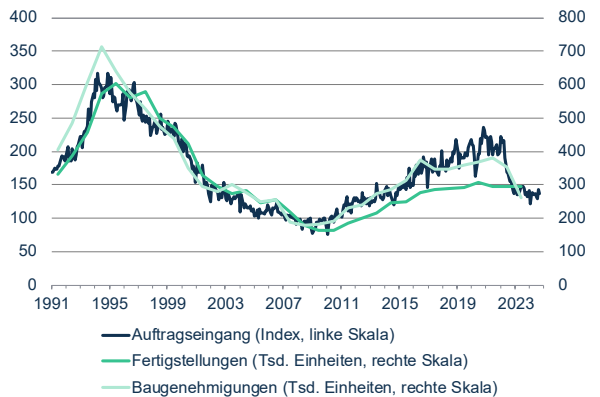
Wohnimmobilien

Preise und Neuvertragsmieten von Mehrfamilienhäusern, Veränderungsrate ggü. Vj., in %



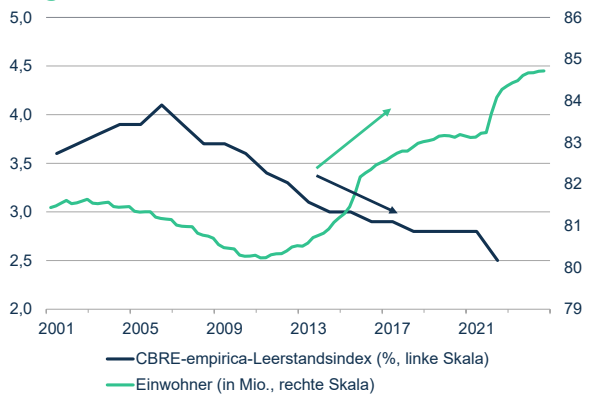
Quellen: vdpResearch, LBBW Research

Wohnungsbau: Auftragseingang und Baufertigstellungen, Volumenindex bzw. Anzahl in Tsd. Einheiten



Quellen: LSEG, Deutsche Bundesbank, LBBW Research

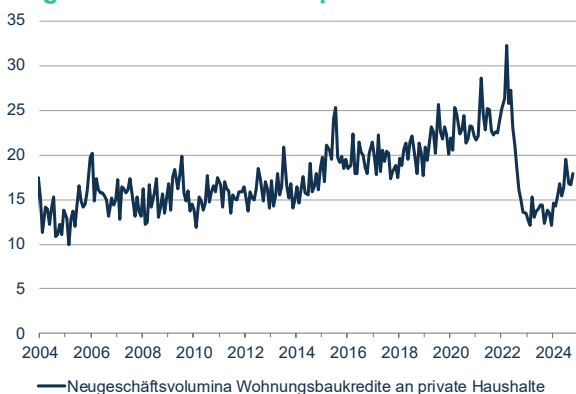
CBRE-empirica-Leerstandsindex und Bevölkerung Deutschlands, in % bzw. in Mio.



Quellen: LSEG, empirica, Destatis, LBBW Research

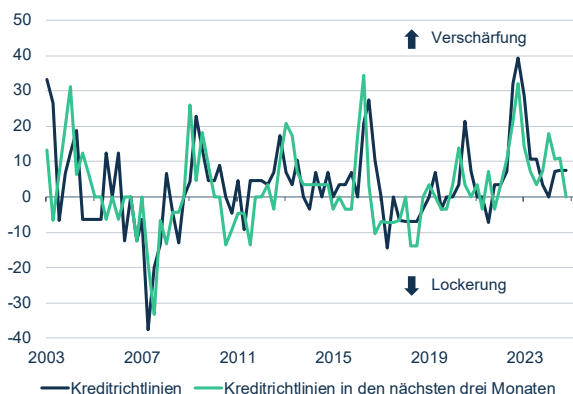
Wohnungsbaukredite

Wohnungsbaukredite an private Haushalte, Neugeschäft in Mrd. Euro pro Monat



Quellen: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

BLS: Gewährung von Wohnungsbaukrediten, Nettoanteil teilnehmenden Banken in %



Bank Lending Survey (BLS): Veränderung der Kreditstandards in den letzten drei Monaten bzw. erwartete Veränderung.

Quellen: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Überblick Marktentwicklung

Stand: Q3 2024	Veränderung gegenüber:				
	Vorquartal	Vorjahr	vor 2 Jahren	vor 5 Jahren	2010
Büro, Kapitalwert	0,8 %	-4,8 %	-14,9 %	-9,4 %	57,2 %
Büro, Neuvertragsmieten	0,8 %	1,8 %	5,8 %	12,3 %	47,3 %
Eigenheime, selbstgenutzt, Preisindex	0,8 %	-0,5 %	-6,1 %	23,1 %	86,4 %
Eigentumswohnungen, selbstgenutzt, Preisindex	1,0 %	-1,0 %	-7,6 %	19,4 %	87,3 %
Mehrfamilienhäuser, Kapitalwert	1,3 %	0,2 %	-6,6 %	14,9 %	98,8 %
Mehrfamilienhäuser, Neuvertragsmieten	0,7 %	5,6 %	11,7 %	25,8 %	75,8 %

Quellen: vdpResearch, LBBW Research

Erläuterungen zu den Einflussfaktoren der beiden Heatmaps von Seite 3

Büroimmobilien

Ifo-Index: Niveau des ifo-Geschäftsklimaindexes, Quartalsdurchschnitt.

Baugenehmigungen: Baugenehmigungen für Büro- und Verwaltungsgebäude laut Destatis, die vier letzten Quartale ggü. den jeweiligen Vorjahresquartalen.

Leerstandsquote: Gewichtetes Mittel der Leerstandsquoten von Berlin, Frankfurt, Hamburg und München lt. Colliers, aktuelles Quartal gegenüber den vier Vorquartalen.

Büromieten: Neuvertragsmieten gemäß vdpResearch, aktuelles Quartal ggü. den vier Vorquartalen.

Zinsveränderung: 10Y Swapsatz, Quartalsdurchschnitt, aktuelles Quartal ggü. den vier Vorquartalen.

Wohnimmobilien

Bewertungsniveau: LBBW-Hauspreisindikator (vgl. Immobilien Quarterly vom 29.04.2024, Seite 10).

Erschwinglichkeit: Niveau des Annuität/Einkommen-Verhältnisses laut [Deutscher Bundesbank](#).

Mieten: Neuvertragsmieten gemäß vdpResearch, aktuelles Quartal ggü. den vier Vorquartalen.

Bevölkerungswachstum: Die vier letzten Quartale ggü. den jeweiligen Vorjahresquartalen.

Auftragseingang Wohnungsbau: Die vier letzten Quartale ggü. den jeweiligen Vorjahresquartalen.

Alle Zeitreihen wurden normalisiert. Betrachteter Zeitraum ab 2004, sofern verfügbar.

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und 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 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.

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.

