

# DIGITALES ARCHIV

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft  
ZBW – Leibniz Information Centre for Economics

Möbert, Jochen; Schattenberg, Marc

## Book

# Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

### Provided in Cooperation with:

Deutsche Bank Research, Frankfurt am Main

*Reference:* Möbert, Jochen/Schattenberg, Marc (2020). Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020. Frankfurt, Main : DB Research.

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/11159/4716>

### Kontakt/Contact

ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft/Leibniz Information Centre for Economics  
Düsternbrooker Weg 120  
24105 Kiel (Germany)  
E-Mail: [rights\[at\]zbw.eu](mailto:rights[at]zbw.eu)  
<https://www.zbw.eu/econis-archiv/>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Dieses Dokument darf zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen. Sofern für das Dokument eine Open-Content-Lizenz verwendet wurde, so gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

<https://zbw.eu/econis-archiv/termsfuse>

### Terms of use:

*This document may be saved and copied for your personal and scholarly purposes. You are not to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public. If the document is made available under a Creative Commons Licence you may exercise further usage rights as specified in the licence.*



# Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

22. April 2020

## Autoren

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

Marc Schattenberg  
+49 69 910-31875  
marc.schattenberg@db.com

## Editor

Stefan Schneider

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

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Stefan Schneider

Aktuell überlagert die Corona-Krise alle anderen Immobilien Themen. In unserem Basisszenario gehen wir von einem starken Konjunkturerinbruch im ersten Halbjahr aus, auf den eine kräftige wirtschaftliche Erholung folgt. Temporär hat die Pandemie viele negative Auswirkungen auf den Immobilienmarkt. **Mittelfristig könnte aber eine Flucht in Sicherheit und womöglich eine höhere Zuwanderung positive Impulse setzen.** Dann rücken wieder strukturelle Themen in den Vordergrund. Beides beleuchten wir in diesem Jahresausblick.

**Wir halten an unserer Einschätzung fest, dass der Hauspreiszyklus wenigstens bis zum Jahr 2022 andauern wird.** Zwei Gründe sprechen dafür: Erstens das träge Angebot an neuem Wohnraum; die Zahl neuer Wohnungen stagnierte in den letzten Jahren nahezu. Zweitens ist im Jahr 2019 der Kreditzyklus kräftig angesprungen, wodurch die Haus- und Wohnungspreise zunächst noch dynamischer wachsen könnten.

**Neben einer lang anhaltenden Corona-Krise gibt es zwei weitere wesentliche Gründe, die dem Zyklus ein früheres Ende setzen könnten.** Hier ist die striktere Mietenpolitik zu nennen. Zudem dürfte sich nach der Corona-Krise auch der makroprudenzielle Gegenwind verstärken, nachdem der antizyklische Kapitalpuffer krisenbedingt auf null gesenkt wurde.

**Auch ohne die Corona-Krise wäre die Analyse aufgrund vermehrter Markteinriffe komplexer geworden.** Bereits marginale regulatorische Änderungen können zu einer Neueinschätzung führen. Dies gilt ebenso für fundamentale Marktfaktoren. Zum Beispiel hat die geringere Zuwanderung im Sommer 2019 die Wohnungsnachfrage temporär gedämpft. Solche Entwicklungen können heute einen sehr viel größeren Einfluss haben als zu Beginn des Zyklus.

**Die Corona-Krise belastet den Büromarkt in besonderer Weise.** Abgesehen vom erwarteten Rückgang der Zahl der Beschäftigten ist unklar, ob umfangreiche Homeoffice-Regeln einen Strukturbruch und damit das Zyklusende einläuten könnten. Wir halten diese Erwartung für verfrüht. Regulatorische Hindernisse, die große Bedeutung der Industrie, aber auch gesundheitliche Nachteile für Arbeitnehmer lassen allenfalls eine nur graduelle Ausweitung des Homeoffice erwarten. Folglich könnten die fundamentalen Faktoren im zweiten Halbjahr 2020 wieder an Bedeutung gewinnen. Dann würden die sehr niedrigen Leerstandsraten und die bestehende Büro-Not wieder stärker in der Vordergrund rücken.

**Risikoausblick: Wir diskutieren globale sowie für Deutschland spezifische Risiken und ihre Auswirkungen auf den Immobilienmarkt. Unseres Erachtens können lediglich die für Deutschland spezifischen Risiken den Zyklus beenden.** Aufgrund der rückläufigen Wettbewerbs- und Innovationsfähigkeit, der Herausforderungen für den Autosektor, der Energiewende und der demografischen Veränderungen steigen die Risiken perspektivisch kräftig an.



Inhaltsverzeichnis	Seite
Die Corona-Krise und der Immobilienmarkt	3
Deutscher Häuser- und Wohnungsmarkt	3
Berliner Regulierung verunsichert Investoren	3
Auch bundesweit verschärfte Mietgesetzgebung	4
Regulierung dürfte Kreditvergabe dämpfen	5
Bau- und volkswirtschaftliches Umfeld: Angebot bleibt träge und deutlich unter der Nachfrage	6
Nachfrage nach Wohnraum strukturell stabil	7
Preisdynamik im Jahr 2020 dürfte zurückgehen	9
Zinsausblick: Im Basisszenario laufen die Hypothekenzinsen bis zum Jahr 2021 seitwärts	11
Zusammenfassung: Die Komplexität und damit die Sensitivität unserer Prognose steigen	12
Wann endet der Preiszyklus? Nicht im Jahr 2020	13
Wohnungspolitik und makroprudenzielle Regulierung wirken ambivalent	13
Fehlende und falsche Kommunikation tragen zur regulatorischen Unsicherheit bei	15
<b>Deutscher Büromarkt</b>	16
Leerstände fielen 2019 weiter, in vielen Städten herrschte Büro-Not	16
2019 Büromarkt: Kräftiges Mietwachstum setzte sich fort	17
EZB befeuert weiteren Fall der Mietrenditen im Jahr 2019	17
2020 Corona-bedingter Beschäftigungsrückgang	17
2020 Homeoffice-Ausweitung dämpft nur temporär die Nachfrage	18
Perspektivisch könnte Homeoffice an Bedeutung gewinnen	18
Bedingungen für ein Ende des Bürozyklus	19
2020: Stagnierende Mieten in der ersten Jahreshälfte	19
<b>Volkswirtschaftlicher Risikoausblick</b>	19
Internationale Risiken dürften deutschen Zyklus kaum beenden	19
Wettbewerbs- und Innovationsfähigkeit sind rückläufig	20
Große sektorale Herausforderungen sind zu meistern	20
Kräftiger Rückgang der Haus- und Wohnungspreise	21



## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

Die Topthemen im Jahr 2019 und 2020 vor der Pandemie

1

- Berliner Mietendeckel
- Enteignung privater Investoren
- Verschärfung der Mietpreisbremse
- Verlängerung des Bezugszeitraums bei der ortsüblichen Vergleichsmiete
- Anhebung des antizyklischen Kapitalpuffers durch die BaFin

Quelle: Deutsche Bank Research

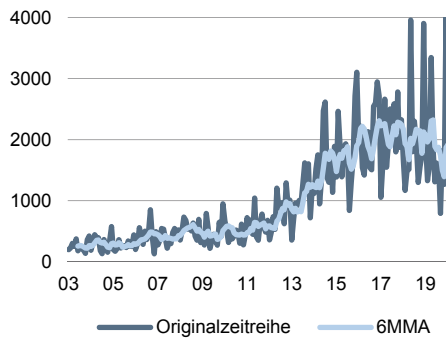
## Die Corona-Krise und der Immobilienmarkt

Aktuell überlagert die Corona-Krise alle anderen Immobilitätsthemen. Aufgrund des Kontaktverbots und des temporären Zusammenbruchs vieler globaler Lieferketten unterstellen wir in unserem Basisszenario<sup>1</sup> eine tiefe Rezession. Im ersten Halbjahr 2020 erwarten wir ausgehend vom Jahresende 2019 einen Einbruch des deutschen BIP um rund 12% und im Anschluss eine kräftige Erholung. In unserem Szenario wird das BIP bis zur Jahresmitte 2021 wieder auf dem Vorkrisenniveau sein. Entsprechend stehen dann wieder strukturelle Themen im Vordergrund. Auf das Zusammenspiel der Auswirkungen der Corona-Krise und der fundamentalen Faktoren konzentrieren wir uns in diesem Ausblick. Eine Ad-hoc-Einschätzung, welche kurz- und mittelfristigen Folgen die Corona-Krise haben könnte, können Sie in unserem Beitrag „Deutscher Immobilienmarkt in Zeiten der Corona-Krise“ von Anfang April 2020 nachlesen.

Berlin: Wohnbaugenehmigungen

2

pro Monat



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

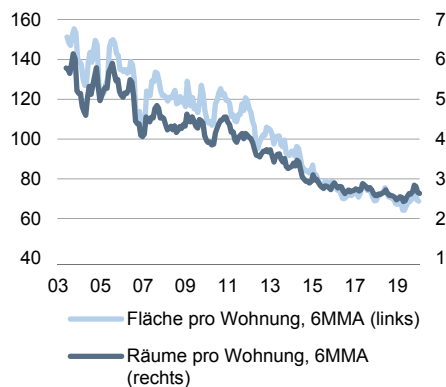
## Deutscher Häuser- und Wohnungsmarkt

Bereits in unserem Ausblick auf das Jahr 2019 haben wir auf die zunehmende Komplexität des aktuellen Preiszyklus hingewiesen. Wenngleich wir in diesem Zusammenhang eine Zunahme regulatorischer Maßnahmen sahen, war deren Tiefe und Breite überraschend. In diesem Ausblick diskutieren wir vor dem Hintergrund der Corona-Krise die immer restriktive Wohnungspolitik, die verschärfte makroprudenzielle Regulierung, das durch Niedrigzinsen nach oben getriebene Kreditwachstum und das volks- und bauwirtschaftliche Umfeld. Das Abwägen aller Argumente erfolgt in der Zusammenfassung.

Berlin: Wohnbaugenehmigungen

3

linke y-Achse: Fläche in qm<sup>2</sup> pro Wohnung  
rechte y-Achse: Anzahl Räume pro Wohnung



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

## Berliner Regulierung verunsichert Investoren

Das Jahr 2019 brachte eine Fülle neuer regulatorischer Anforderungen auf den Weg. Topthema war zweifellos der Berliner Mietendeckel<sup>2</sup>, der kurzfristig tatsächlich die Mieten in Berlin einfrieren dürfte. Er dürfte aber auch eine Vielzahl an Ausweichmöglichkeiten und regulatorischer Arbitrage nach sich ziehen. Daher erwarten wir, dass Berlin für langfristig orientierte Investoren ein interessanter Standort bleibt (siehe unseren Deutschland-Monitor „Berliner Wohnungsmarkt“, Februar 2020). Der Berliner Mietendeckel ist auch von bundesweiter Bedeutung. Viele Politiker des linken politischen Spektrums begrüßen die Entwicklungen in Berlin. In Bayern, dem wirtschaftsstärksten Bundesland, könnte es in den nächsten Monaten wohl ein Volksbegehren<sup>3</sup> geben, welches zu einem Volksentscheid über einen 6-jährigen Mietenstopp führen könnte.

Auch das zweite große Thema des Jahres 2019, die Forderung nach Enteignung von großen privaten Wohnungsgesellschaften, hat seinen Ursprung in Berlin. Dort könnte im Herbst 2020 ein Volksbegehren zur „Enteignung von Immobilienunternehmen mit mehr als 3.000 Wohnungen“ anberaumt werden. Die Umfragen signalisieren nach einer mehrheitlichen Befürwortung zu Beginn des Jahres 2019 aber eine ablehnende Mehrheit.<sup>4</sup> Daher hat der Volksentscheid zumindest aktuell an Bedeutung verloren. Würden die Berliner das aktuelle Volksbegehren unterstützen und setzte das Berliner Abgeordnetenhaus das Volksbe-

<sup>1</sup> David Folkerts-Landau et al. (2020). Impact of Covid-19 on the global economy: Beyond the abyss. Deutsche Bank Research.

<sup>2</sup> Ein Gesetz des Stadtstaates Berlins und kein Bundesgesetz der deutschen Regierung.

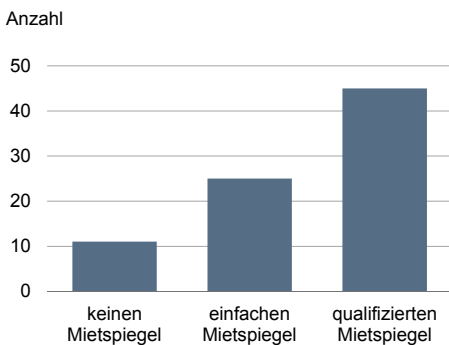
<sup>3</sup> Am 17. April 2020 legte das Bayerische Innenministerium das beantragte Volksbegehren „#6 Jahre Mietenstopp“ dem Bayerischen Verfassungsgericht zur Entscheidung vor.

<sup>4</sup> Morgenpost.de. Umfrage: Berliner für Mietendeckel, aber gegen Enteignungen. Abruf 19.2.2020.



## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

### Mietspiegel in Städten mit mehr als 100.000 Einwohnern



Quelle: Deutscher Bundestag

gehen nicht um, dann folgte gemäß der Verfassung der Stadt Berlin ein politisch bindender Volksentscheid. Allerdings gab es in der Vergangenheit auch politische Entscheidungen, die vom Berliner Abgeordnetenhaus erst umgesetzt und im Anschluss wieder modifiziert wurden. Folglich dürften juristische Feinheiten von Bedeutung sein. Zumal die Fragestellung im Volksentscheid zwangsläufig nur eine Kurzversion des finalen Gesetzestextes darstellen kann. Auch der grüne Oberbürgermeister Tübingens, Boris Palmer, hat zu Beginn des Jahres 2019 laut über Enteignungen bzw. einen Bauzwang für unbebaute Grundstücke in seiner Stadt nachgedacht. Diese Diskussion ist aber verebbt und scheint ohne Konsequenzen zu bleiben. Die Deutschen lehnen laut Umfragen Enteignungen als Markteingriff – zumindest bisher – generell ab. Dies dürfte sich unseres Erachtens auch infolge der Corona-Pandemie nicht wesentlich verändert haben. Daher dürften die Auswirkungen des Berliner Volksentscheids, wenn er denn zulässig ist und stattfindet, gering bleiben.

### Übersicht über wesentliche Gesetze

Inkrafttreten	Inhalt
01. Jun 15	Mietrechtsnovellierungsgesetz: Wiedervermietungs-miete darf ortsübliche Vergleichsmiete höchstens um 10% übersteigen.
01. Jan 18	Baukindergeld: Staatlicher Zuschuss beim Ersterwerb von EUR 1.200 pro Kind und pro Jahr.
01. Jan 19	Mietrechtsanpassungsgesetz zwingt Vermieter zu Transparenzpflicht bei der Mietpreisbremse.
01. Jan 20	Gesetz zur Verlängerung des Betrachtungszeitraums für die ortsübliche Vergleichsmiete.
01. März 20 oder später	Mietpreisbremse verlängert bis zum 31.12.2025 und verschärft: Rückzahlungsanspruch des Mieters gegen den Vermieter auf 30 Monate ab Vertragsbeginn ausgeweitet.
1. Hj 2020	Reform der Grunderwerbsteuer: Ziel Unterbindung von Share Deals.
01. Jan 25	Neue Grundsteuer wertabhängige oder wertunabhängige Regelungen möglich je nach Bundesland.

Quellen: bundestag.de, Frühjahrsgutachten Immobilienwirtschaft 2020

## Auch bundesweit verschärfte Mietgesetzgebung

Neben dem „Mietendeckel-/Enteignungs-Schock“ in Berlin gab es auch auf Bundesebene Gesetzesverschärfungen. So wurde Ende des Jahres 2019 eine Verlängerung des Bezugszeitraums für die Berechnung von Mietspiegeln von vier auf sechs Jahre beschlossen. Mietspiegel sind historische Durchschnittsmieten, die viele Städte als Orientierung veröffentlichen. Mit dieser Maßnahme soll eine gedämpfte Steigerung der ortsüblichen Vergleichsmiete erreicht werden. Diese Durchschnittsmiete ist Maßstab für Erhöhungen bei Bestandsmieten und ebenso für die Mietpreisbremse. In der Rechtspraxis besteht über die Verwendung von Mietspiegeln bisher hohe regulatorische Unsicherheit. Beispielsweise bezeichnete ein Gericht in der Vergangenheit den Mietspiegel einer Stadt als „unwissenschaftlich“ und damit als unzulässiges Instrument für die Mietfestsetzung. Die Bundesregierung will mit einem weiteren Gesetz (wahrscheinlich – sofern die Corona-Krise keine Verschiebung erzwingt – im Laufe des Jahres 2020) die Rechtssicherheit von qualifizierten Mietspiegeln und damit das regulatorische Fundament, auf dem sie ihre Mietgesetze aufbaut, stärken.

Des Weiteren wurde im Februar des Jahres 2020 die Mietpreisbremse, die im Jahr 2015 erstmals Anwendung fand, verschärft. Bisher darf die Miete bei Wiedervermietungen nicht mehr als 10% über der ortsüblichen Vergleichsmiete liegen. Basierend auf der Evaluation der Mietpreisbremse durch das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) hat die Bundesregierung geschlossen, dass die Mietanstiege durch die erstmals im Jahr 2015 für fünf Jahre eingeführte Mietpreisbremse reduziert worden seien.<sup>5</sup> Um die Effektivität der Mietpreisbremse zu erhöhen und um die zahlreichen Umgehungsversuche zu reduzieren, ist nun eine verschärfte Variante verabschiedet worden. Diese erlaubt Mietern, zu viel gezahlte Miete auch rückwirkend für 30 Monate zurückzufordern. Geltungsdauer ist wie bisher fünf Jahre. Somit besteht für die Bundesländer nun die Möglichkeit, erneut angespannte Wohnungsmärkte unter verschärften Bedingungen auszuweisen.

<sup>5</sup> Zwei grundlegende Kritikpunkte sind aus unserer Sicht berechtigt. (1) Das DIW schreibt in seiner Zusammenfassung des Berichts (Evaluation der Mietpreisbremse 2018) auf S. 40: „Empirische Analysen zeigen übereinstimmend [unsere Hervorhebung], dass sich mit der Einführung der Mietpreisbremse die Dynamik der Mietentwicklung in regulierten Märkten verlangsamt hat.“ Diese Aussage beruht auf drei Kausalstudien für den Berliner Markt und zwei bundesweiten Studien.



## Regulierung dürfte Kreditvergabe dämpfen

Neben der Verschärfung des Mietrechts dürfte auch die makroprudenzielle Regulierung in den kommenden Jahren den deutschen Wohnungsmarkt zunehmend beeinflussen. Im Jahr 2019 wuchs das Hypothekenkreditbuch aller Banken zum ersten Mal in diesem Zyklus zeitweilig mit einer zweistelligen Jahreswachstumsrate. Diese rasante Entwicklung hat die Wohnungspreise kräftig angeheizt. Nicht nur aufgrund der Corona-Krise, sondern auch aufgrund der bekannten Strukturprobleme dürfte die EZB die Nullzinspolitik noch einige Jahre fortsetzen. Daher dürfte der Wohnungsmarkt nach der Überwindung des Kontaktverbots im zweiten Halbjahr 2020 erneut kreditgetriebene Preisimpulse erfahren. In den Folgejahren droht bei hoher Kreditdynamik zunehmend eine Hauspreisblase. Bereits im Jahr 2019 sah der Europäische Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) für den deutschen Wohnimmobiliensektor mittelfristig Risiken aufziehen. Insbesondere die hohe Preisdynamik, die Überbewertungen in Städten und die fehlende Datenqualität bei Kreditvergabestandards ist laut ESRB ein Risiko.<sup>6</sup> Im Frühjahr 2019 hat die BaFin auf Vorschlag des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS)<sup>7</sup> mit der Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers bisher lediglich Minimalforderungen erhoben und eher Symbolpolitik betrieben. Steigen die Wohnimmobilienpreise in den nächsten Jahren wie von uns erwartet weiter, dann dürfte auf die Corona-bedingte Herabsetzung des antizyklischen Kapitalpuffers auf 0% von April bis Jahresende 2020 schon bald eine sukzessive Anhebung erfolgen. Zudem stehen der Bundesregierung seit dem Jahr 2017 zwei schuldnerbasierte Instrumente für die Begrenzung der Kreditvergabe für Wohnimmobilien zur Verfügung. Diese erlauben der BaFin, eine Obergrenze für den Beleihungswert und eine Amortisationsanforderung, d.h. eine Forderung über die prozentuale Kredittilgung nach einer bestimmten Zeit, festzulegen. Beide Instrumente dienen hauptsächlich dazu, im Falle eines Kreditausfalls das Bankensystem zu schützen. Im Detail könnte aber die Einführung einer Grenze für den Beleihungswert neue Fragen aufwerfen, da die Beleihungswerte in Deutschland nicht einheitlich definiert sind. Außerdem wäre es keine Überraschung, wenn die Bundesregierung, wie vom AFS bereits im Jahr 2015 vorgeschlagen und jüngst auch vom ESRB gefordert, einkommensbezogene Instrumente einführt. Obergrenzen für die Schuldendienstfähigkeit und Kreditobergrenzen in Abhängigkeit von der Einkommenshöhe könnten auch das Ausfallrisiko reduzieren und damit zu risikofreudige Kreditnehmer und Kreditgeber schützen.

---

Zwei Fakten sind hierbei bemerkenswert. (1) Eine der „Berliner“ Studien endet mit dem Fazit: „Auch die hier umrissene analytische Untersuchung müsste nach Vorliegen längerer Zeitreihen umfangreicher konzipiert werden, bevor [unsere Hervorhebung] der Politik eine Wirkung der Maßnahme attestiert oder versagt werden könnte.“ Der Abschlussbericht hat mit „übereinstimmend“ die Ergebnisse dieser Studie nicht im Sinne der Autoren interpretiert. Vgl. Thomschke, Lorenz und Sebastian, Hein (2015b). So schnell schießen die Preußen nicht. Effekte der Mietpreisbremse in Berlin, S.9, Empirica AG; laut Literaturverzeichnis des DIW-Berichts 2015b im Text aber immer mit 2015 spezifiziert. Eine der beiden Studien mit bundesweitem Bezug, beide vom DIW, kommt zu dem Ergebnis: „keine signifikanten Effekte“. Die Studienlage könnte für Berlin aber insbesondere mit bundesweitem Fokus als unklar bezeichnet werden. (2) Der Einfluss der Mietpreisbremse auf die Neubautätigkeit ist laut DIW-Bericht auf S.29 folgendermaßen zusammengefasst: „Es deutet darauf hin, dass die Ausnahmeregelung der Mietpreisbremse ihre gewünschte Wirkung entfalten konnte und zu einer Ausweitung der Bautätigkeit in den betroffenen Gemeinden geführt hat. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob sich dieses Bild anhand der Baufertigstellungsstatistik der Jahre 2017 und später bestätigen lassen wird.“ Heute wissen wir, dass die Baufertigstellungen im Jahr 2017 und 2018 nahezu stagnierten. Entscheidend ist dabei nicht, ob mehr gebaut wird, sondern ob irgendwann so viel gebaut wird, dass Leerstände entstehen. Ohne Leerstände bleibt der Preis- und Mietdruck erhalten, auch wenn man ihn zu regulieren versucht.

<sup>6</sup> European Systemic Risk Board (2019). Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries. September 2019.

<sup>7</sup> Ein Gremium, in dem das Bundesfinanzministerium, die Bundesbank und die BaFin gemeinsam Regulierungsvorschriften erarbeiten.

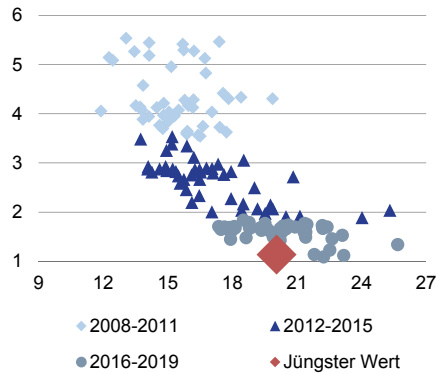


## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

### Rasante Entwicklung bei neuen Wohnbaukrediten

6

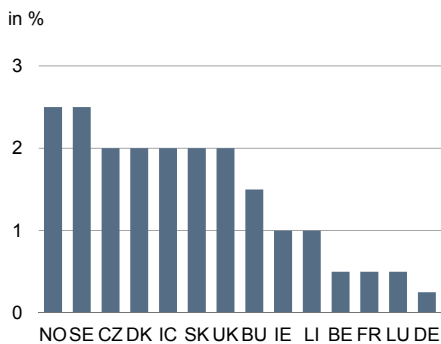
y-Achse: Hypothekenzinsen in %, x-Achse:  
Neue Wohnbaukredite in EUR Mrd. pro Monat



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Anfang 2020: Länder mit antizyklischem Kapitalpuffer über null

7



Quelle: ESRB

## Bau- und volkswirtschaftliches Umfeld: Angebot bleibt träge und deutlich unter der Nachfrage

Unter der Voraussetzung, dass die Corona-Pandemie unter Kontrolle gebracht werden kann und in der zweiten Jahreshälfte 2020 eine wirtschaftliche Erholung einsetzt, dürfte sich das fundamentale Umfeld im deutschen Wohnungsmarkt im Jahr 2020 kaum ändern. Das bundesweite Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage besteht weiterhin. Im Jahr 2017 und 2018 wurden laut Statistischem Bundesamt jeweils etwas mehr als 285.000 Wohnungen fertiggestellt. Damit liegt der Neubau deutlich unter den 375.000 pro Jahr, die für das Erreichen des Ziels der Bundesregierung von 1,5 Mio. neuen Wohnungen bis zum Ende der laufenden Legislaturperiode 2021 nötig wären. Aufgrund der vielen das Angebot hemmenden Faktoren dürfte die Zahl der fertiggestellten Wohnungen auch im Jahr 2019<sup>8</sup> nur leicht ausgeweitet worden sein. Im Corona-Jahr 2020 dürfte die Zahl der fertiggestellten Wohnungen dagegen kräftig einbrechen. Aufgrund von Lieferengpässen bei Baumaterial, fehlenden Ersatzteilen für Maschinen und, womöglich noch bedeutender, des Mangels an einsetzbaren Fach- und Hilfskräften halten wir einen Rückgang auf 260.000 fertiggestellte Wohnungen, also ein Minus von gut 10% für realistisch. In den Folgejahren dürfte aufgrund der grundsätzlichen Kapazitätsrestriktionen nur ein geringer Teil nachgeholt werden und die Zahl der fertiggestellten Wohnungen nur allmählich auf über 300.000 steigen. Schätzungen zum Baubedarf in Deutschland deuten für das Jahr 2019 auf eine Nachfrage von bis zu 350.000 Wohnungen<sup>9</sup> hin. Die Zahl von rund 360.000 Baugenehmigungen im Jahr 2019 ließ diese Schätzungen ebenfalls für die Wohnungsnachfrage im Jahr 2020 plausibel erscheinen. Die Corona-Krise dürfte die Wohnungsnachfrage um deutlich mehr als die erwarteten 10% des Wohnangebots einbrechen lassen. Die Job- und Existenzsicherung sowie die Gehaltseinbußen für die vielen Millionen Kurzarbeiter dürften hier temporär einen kräftigen Dämpfer bewirken. Erfolgt hier die erwartete wirtschaftliche Erholung, dürfte sich die Nachfrage im Jahr 2021 kräftig wiederbeleben. Hierfür spricht auch die seit Jahren hohe unbefriedigte Nachfrage. Nach den jüngsten Angaben des Statistischen Bundesamtes hat sich der „Baustau“ – d.h. die Zahl der genehmigten, aber noch nicht fertiggestellten Wohnungen – zwischen den Jahren 2008 und 2018 von 320.000 auf fast 700.000 erhöht! Da nicht jede potenzielle Nachfrage auch zu einer Genehmigung führt, dürfte die Wohnungsnachfrage insgesamt noch größer sein, als der Baustau impliziert. Wenngleich eine über Jahre unbefriedigte Nachfrage in der Zukunft nur noch teilweise marktrelevant sein könnte, fehlen unserer Einschätzung nach aggregiert über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 mehr als eine Mio. Wohnungen. Vor diesem Hintergrund halten wir, wenn die Corona-Krise tatsächlich schnell überwunden werden kann, an unserer Erwartung fest, dass der laufende Zyklus mindestens bis zum Jahr 2022 dauern wird. Aus fundamentaler Sicht dürften Mieten und Preise weiter steigen. Selbst bei einem Nachlassen der Wohnungsnachfrage werden der Abbau des Baustaus und die bisher unbefriedigte Nachfrage den Markt noch stützen. Die hohe Preisdynamik würde dann womöglich zügig zu Ende gehen, wenn die jährlichen Fertigstellungen die Wohnungsnachfrage übertreffen. Diese Entwicklung dürfte aber regional sehr unterschiedlich verlaufen. Insbesondere in einigen Ballungsgebieten und Metropolregionen, die eine hohe Attraktivität für Zuzügler aufweisen, könnte der Zyklus selbst unter diesen Vorzeichen noch länger fort dauern.

<sup>8</sup> Veröffentlichung im Mai/Juni 2020.

<sup>9</sup> Bundesministerium des Inneren, für Bau & Heimat: 350.000, Institut der deutschen Wirtschaft: 342.000.

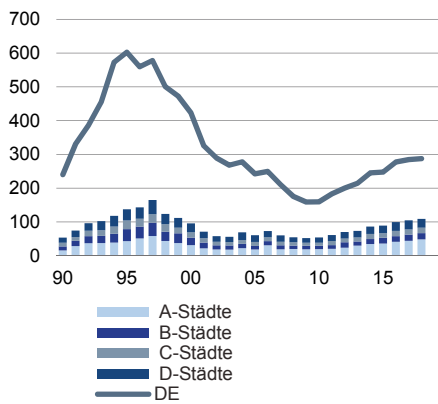


## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

### 1990-2018 Baufertigstellungen

8

Anzahl der Wohnungen in '000

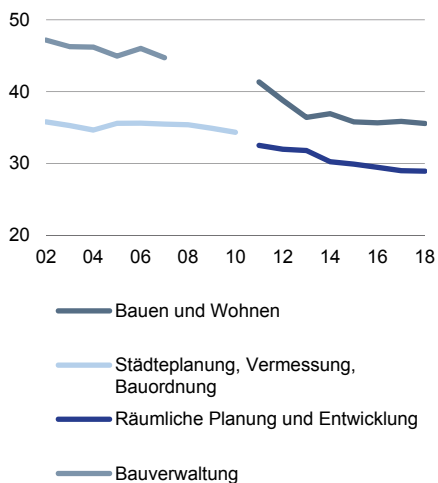


Quellen: riwis, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Personal im öff. Dienst der Kommunen im Bereich Bauen und Wohnen

9

in '000

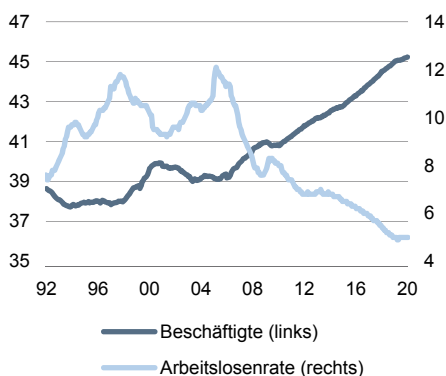


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Deutschland: Arbeitsmarkt

10

linke y-Achse: in Mio.  
rechte y-Achse: in %



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches Bundesamt

Der Mangel an Bauland bleibt ein Haupthindernis für den Neubau von Wohnungen, der sich insbesondere in den Ballungsgebieten bemerkbar macht. Hier bremsen langwierige Planungs- und Genehmigungsverfahren. Dazu trägt wohl auch eine oft knappe Personaldecke der Bauämter bei. Bundesweit ist die Zahl der Personalstellen im öffentlichen Dienst der Kommunen für den Bereich Bauen und Wohnen wie auch in der Bauverwaltung seit dem Jahr 2011 um rund 10% zurückgegangen. Viele Investoren klagen über die langwierigen Prozesse in den Bauämtern. Ist diese Hürde für Bauprojekte genommen, stellt der nach wie vor hohe Auslastungsgrad und vor allem Fachkräftemangel in den ausführenden Bauunternehmen das nächste Hemmnis für eine schnellere Fertigstellung neuer Wohnungen dar. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes stieg die Zahl der Beschäftigten im Bauhaupt- und Ausbaugewerbe zusammen vom Jahr 2009 bis 2019 zwar um 30%, der Auftragsbestand verdreifachte sich jedoch im gleichen Zeitraum nahezu. Entsprechend liegt laut ifo-Umfragen der Anteil der Unternehmen, die über einen Mangel an Arbeitskräften klagen, nahe der Allzeithochs. Die Corona-Krise verschärft dieses Dauerproblem weiter. Ausländische Arbeitskräfte können teilweise nicht mehr einreisen, denn einige Nachbarländer (Polen, Tschechien, Dänemark) erschweren die Ein- und Ausreise in Richtung Deutschland. Auch auf längere Sicht dürfte sich der allgemeine Arbeitskräftemangel am Bau kaum entspannen, da die Babyboomer das Rentenalter erreichen. Somit werden strukturelle Engpässe die Neubauaktivität dauerhaft belasten. Die in den letzten Jahren anziehenden Baukosten dürften unter diesen Vorzeichen eher noch an Dynamik gewinnen. Eine weitere Folge des Mangels an qualifizierten Arbeitskräften könnte ein massiver Rückgang der Bauqualität sein.

### Nachfrage nach Wohnraum strukturell stabil

Sofern die wirtschaftliche Dynamik schon bald wieder deutlich anzieht, treten in der zweiten Jahreshälfte 2020 die für die bisher kräftige Wohnungsnachfrage maßgeblichen Faktoren wieder in den Vordergrund. Neben dem Niedrigzinsumfeld wirkte bisher vor allem die Arbeitsmarktlage mit rekordhohem Beschäftigungsstand und solidem Lohnwachstum stützend. Nach vorläufigen Angaben des Statistischen Bundesamtes nahmen die Nominallöhne im Jahr 2019 um 2,6% und die Reallöhne um 1,2% zu. Beide Werte liegen damit auf dem Zehnjahresdurchschnitt. Die Lohnentwicklung dürfte in den Jahren 2020 und 2021 deutlich niedriger ausfallen. In den meisten Tarifverhandlungen dürfte die Beschäftigungssicherung größere Priorität gewinnen, wie schon der jüngste Abschluss in der Metall- und Elektroindustrie zeigte. Aufgrund des zu erwartenden massiven Wirtschaftseinbruchs im laufenden Jahr ist zu erwarten, dass der bis zum Jahr 2018 fulminante Beschäftigungsaufbau zum Erliegen kommt und die Erwerbstätigkeit im Jahr 2020 um gut 300.000 sinken dürfte. Insbesondere Selbstständige und geringfügig Beschäftigte dürften hiervon betroffen sein. Im Jahr 2021 könnte die Zahl der Erwerbstätigen dann im Zuge der von uns erwarteten Erholung wieder über die 45 Mio.-Grenze steigen. Wenngleich im boomenden Bausektor und auch im öffentlichen Dienst ein Fachkräftemangel herrscht und weiterhin Arbeitskräfte gesucht werden, sank in der Industrie die Beschäftigtenzahl bereits in den Monaten vor der Corona-Krise. Hier wie auch im arbeitsintensiven Dienstleistungssektor könnten die ausgeweiteten Regelungen zur Kurzarbeit erst einmal beschäftigungssichernd wirken, worauf der massive Anstieg der Meldungen im ersten Quartal (bis 15. April 725 Tsd.) schließen lässt. Dennoch dürften auch bei den durch die Social distancing-Maßnahmen ganz besonders beeinträchtigten Dienstleistungsunternehmen mittelfristig Stellen wegfallen. Wir erwarten für das Jahr 2020 einen Anstieg der Arbeitslosenquote auf rund 6%, der im Jahresdurchschnitt 2021 infolge der erwarteten Erholung auf 5,5% zurückgeht.



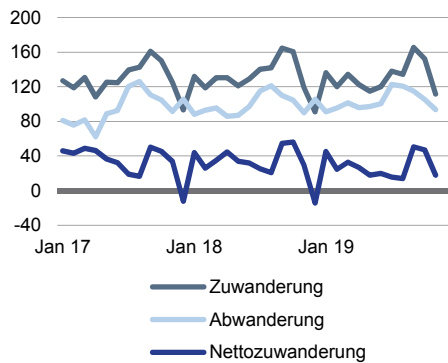


## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

### Zuwanderung

11

in '000 pro Monat



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Nettozuwanderung 2018: Top 20 Herkunftsländer

12

	in '000
Rumänien	68,1
Syrien	34,4
Kroatien	28,9
Bulgarien	26,8
Polen	20,2
Indien	16,9
Türkei	16,5
Italien	15,5
Iran, Islamische Republik	14,3
Bosnien und Herzegowina	12,4
Kosovo	11,9
Irak	11,8
Serbien	8,5
Nordmazedonien	7,8
Nigeria	7,8
Griechenland	7,6
China	7,6
Albanien	7,5
Russische Föderation	7,2
Ukraine	6,5

Quelle: Statistisches Bundesamt

In den vergangenen Jahren waren der boomende Arbeitsmarkt, das hohe Einkommensgefälle relativ zu den Herkunftsländern und der grundsätzlich hohe Lebensstandard ein Garant für die Zuwanderung und die Wohnungsnachfrage. Im Durchschnitt über die letzten Jahre erreicht die jährliche Nettozuwanderung ein Plus von rund 400.000. Der Rückgang der Zuwanderung über mehrere Monate im Sommer 2019 war nur eine Delle. Wir vermuten, dass dies auf der geringeren Nachfrage nach temporären Beschäftigten im Zuge der Industrierezession beruhte. Die Grenzschließungen als Folge der Corona-Krise dürften die Zuwanderung und damit die Wohnnachfrage erneut temporär begrenzen. Im Zuge der wirtschaftlichen Erholungsphase dürften die Grenzöffnungen wieder rasch auf die Tagesordnung rücken. Deutschland kann dann neben dem Arbeitsmarktumfeld neue Zuwanderungsmagnete aufweisen. In der Corona-Krise hat sich das Gesundheitswesen als sehr leistungsfähig erwiesen. Ebenso haben viele deutsche Politiker mit ruhiger Hand und sachorientiert Deutschland durch die Krise gesteuert – wahrlich keine Selbstverständlichkeit. Beides dürfte Deutschland als Zuwanderungsland noch attraktiver machen. Dies gilt sowohl für die europäische als auch die globale Zuwanderung. Durch das seit 1. März gültige Fachkräfteeinwanderungsgesetz könnten insbesondere nicht-europäische Arbeitnehmer leichter angeworben werden. Die demografisch fallende Wohnungsnachfrage dürfte somit womöglich noch einige Jahre länger kompensiert werden. Wie in der Vergangenheit auch dürften die bevorzugten Zielregionen die Großstädte und Metropolregionen sein. Steigt Deutschlands Einwohnerzahl durch Zuwanderung weiter an, dürfte dies die Wohnnachfrage insbesondere in bisher infrastrukturschwachen Regionen ankurbeln. Dies gilt insbesondere für Regionen, die relativ gut an die Metropolregionen angebunden sind oder leicht angebunden werden können. Vor der Corona-Krise prognostizierte die Bundesbank für die Jahre 2020 und 2021 ein Plus von jeweils 300.000 Zuwanderern. Diese Einschätzung dürfte sich unter Berücksichtigung der Corona-Krise für das Jahr 2020 als zu hoch erweisen. Für das Jahr 2021 könnten aber bereits die positiven Impulse wirksam werden und diese Einschätzung nach oben korrigiert werden.

Neben Arbeitsmarkt und Zuwanderung steigt die Wohnungsnachfrage durch den höheren Flächenkonsum pro Kopf. Aufgrund höherer Einkommen und Vermögen und des Trends zu Single-Haushalten stieg die Wohnfläche pro Person in den letzten Jahren nahezu stetig. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes nahm die Wohnfläche pro Kopf von 42,5 Quadratmetern im Jahr 2009 auf fast 47 Quadratmeter im Jahr 2018 zu. Die Gesamtzahl der Haushalte nahm von 2008 bis 2018 um 3% zu, die der Einpersonenhaushalte sogar um gut 6%. Laut Haushaltsvorausberechnung des Statistischen Bundesamtes (2020) wird die Zahl der Einpersonenhaushalte bis zum Jahr 2025 noch einmal um gut 3% und bis zum Jahr 2030 um gut 5% zunehmen.

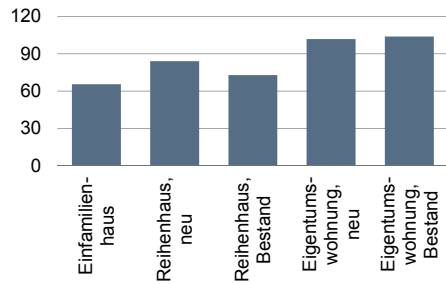


## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

2009-2019 Haus- und Wohnungspreise

13

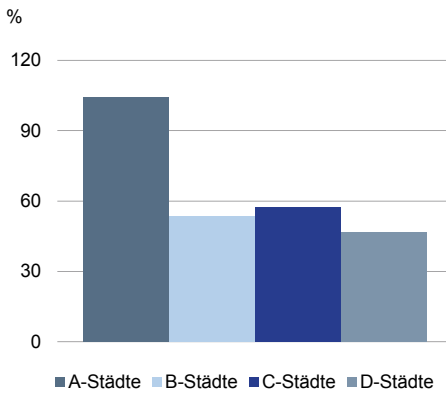
% über den gesamten Zyklus



Quellen: riwis, Deutsche Bank Research

2009-2019: Preise für Bauland für Einfamilienhäuser in guter Lage

14

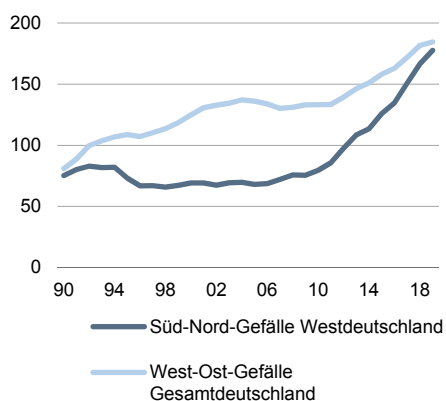


Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

Einfamilienhäuser in 126 Städten

15

in EUR '000



Quelle: riwis, Deutsche Bank Research

### Preisdynamik im Jahr 2020 dürfte zurückgehen

Starker Zuzug und anhaltende Angebotsknappheit ließen die Haus- und Wohnungspreise<sup>10</sup> auch im Jahr 2019 weiter steigen. Allerdings fiel der Zuwachs nach den sehr kräftigen Zuwächsen im Jahr 2017 und 2018 moderater aus. In den Metropolen (A-Städte) war ein Plus von 7,2% zu verzeichnen. Eine Abschwächung zeichnete sich auch bei den anderen Städtetypen ab. In den B-/C-Städten legten die Preise im Jahr 2019 jeweils um 6,5% und 5,8% zu. In den D-Städten lag der Anstieg bei 5,3% zu. Über alle 126 Städte verlangsamte sich der Preisanstieg bei Haus- und Wohnungspreisen im Durchschnitt auf 6,3%. Gegenüber dem Jahr 2018 ist dies ein Rückgang um durchschnittlich fast 2%-Punkte. In einzelnen Städten reduzierte sich die Preisdynamik zum Teil spürbar. In Bremerhaven gingen die Preise – nach einem Anstieg von einem Plus um mehr als 50% seit dem Jahr 2009 – sogar um 1,7% zurück. Dies war hauptsächlich auf einen Preisrückgang um mehr als 6% bei Bestandswohnungen zurückzuführen. In der Spitze gab es aber auch wieder zweistellige Preisanstiege, zum Beispiel in Fürth, Leipzig und Ludwigshafen. Die Grundstückspreise für Einfamilienhäuser in guter Lage legten bundesweit über den Zyklus mit etwas mehr als 50% zu. Die Ausnahme sind die Metropolen mit einem Plus von mehr als 100%. Insgesamt blieb im Jahr 2019 die Preisdynamik für Grundstücke konstant. Beispielsweise legten die Preise in den A-Städten mit fast 10% ähnlich kräftig zu wie in den Vorjahren. Angesichts der bisher schon überaus kräftigen Preissteigerungen für Haus- und Wohnungspreise (2009 bis 2019: A-Städte: 109%, B-Städte: 79%, C-Städte: 86%, D-Städte: 69%) dürfte es vielen Haushalten trotz günstiger Finanzierungsbedingungen zunehmend schwerfallen, passende Objekte zur Eigennutzung zu erwerben. Eine immer größere Anzahl von potenziellen Nachfragern dürfte die Wohnungssuche aufgeben und in ihren bisherigen Wohnungen bleiben. Dieser Faktor dürfte den Preisanstieg auch im Jahr 2020 weiter dämpfen.

Die preisliche Nord-Süd-Schere<sup>11</sup> hat sich bei Einfamilienhäusern im Jahr 2019 weiter geöffnet. Ein durchschnittliches Einfamilienhaus kostete im Norden EUR 370.000, während der Preis im Süden auf EUR 580.000 kletterte. Waren bis zum Jahr 2009 Einfamilienhäuser im Süden verhältnismäßig konstant etwa EUR 75.000 teurer als im Norden, hat sich seit dem Jahr 2009 das Preisgefälle nun auf knapp EUR 178.000 vergrößert. Das Preisgefälle spiegelt die ökonomische Divergenz zwischen Nord- und Süddeutschland wider. Auch in Ostdeutschland sind Immobilien nach wie vor sehr viel günstiger als im Westen. Ein Einfamilienhaus kostete im Durchschnitt über unsere 26 ostdeutschen Städte EUR 302.000 (+7,9% gg. Vj.), während im Westen EUR 486.000 (+5,4% gg. Vj.) zu Buche schlagen. Die Preissteigerungen vom Jahr 2009 bis 2019 lagen in Westdeutschland bei knapp 55% und im Osten bei 66%.

<sup>10</sup> Gewichtung nach Bundesbank.

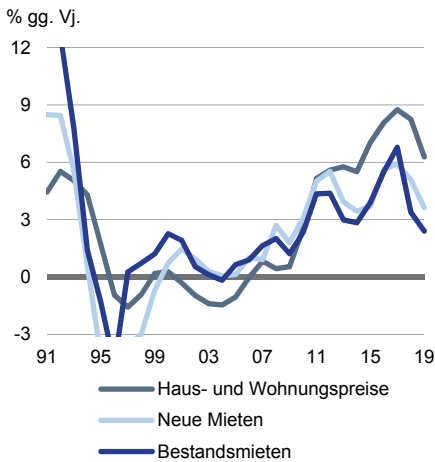
<sup>11</sup> Bezogen auf die alten Bundesländer. Norden: 53 Städte in den Bundesländern Schleswig-Holstein, Niedersachsen, Nordrhein-Westfalen, Hamburg und Bremen, Süden: 47 Städte in den Bundesländern Rheinland-Pfalz, Saarland, Hessen, Baden-Württemberg und Bayern.



## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

Deutschland: Wohnimmobilien

16



Quellen: riwis, Deutsche Bank Research

Die Abschwächung der Preissteigerungsraten für Häuser und Wohnungen in den deutschen Städten spiegelte sich auch in einer moderaten Mietdynamik wider. So nahmen die Neuvermietungsmieten im Jahr 2019 vergleichsweise moderat um 3,6% zu und die Wiedervermietungsmieten stiegen lediglich um 2,4%. Sowohl für die neuen Mieten als auch die Wiedervermietung ist dieses der zweite jährliche Wachstumsrückgang in Folge. Angesichts der vor allem in den Ballungszentren bereits hohen Mietenniveaus dürfte hier die Nachfrage auf das Umland ausweichen. Zu der Abschwächung der Mietsteigerung dürfte auch die Verschärfung der Mietgesetze und die Diskussion über eine noch striktere Wohnungspolitik beigetragen haben. Bereits im Jahr 2014 sank das Mietwachstum auf 3% ab, während im selben Jahr im Bundestag und in den Medien die Diskussion um die Einführung der Mietpreiskontrolle (Verabschiedung im März 2015) am intensivsten war. Angesichts des sich eher weiter verschärfenden Wohnraummangels dürfte es sich bei der gedämpften Mietendynamik vermutlich um eine temporäre Verschnaufpause handeln. Zudem droht sich der Miet- und Preisdruck bei einem immer strikter regulierten Umfeld ohne substantielle Ausweitung des Angebots zunehmend in Ausweichbewegungen und regulatorischer Arbitrage niederzuschlagen.

Angesichts der fallenden Mietrenditen werden die Rentabilitätskalkulation und die Amortisation zunehmend zu einer Herausforderung. Bei Kaufpreisen jenseits des 30-fachen der Jahresmiete bleibt zudem wenig Raum für Instandhaltungen und unvorhergesehene Belastungen. Wenngleich der Anlagedruck hoch bleibt, dürfte in verschiedenen Regionen mittlerweile ein Preisniveau erreicht sein, das Investoren ein zusätzliches Engagement überdenken lässt. Auch aus dieser Perspektive dürfte die Preisdynamik bei Häusern und Wohnungen nach der Überwindung der Corona-Krise im Jahr 2020 zwar weiter aufwärts gerichtet bleiben, aber die des vergangenen Jahres kaum übersteigen.

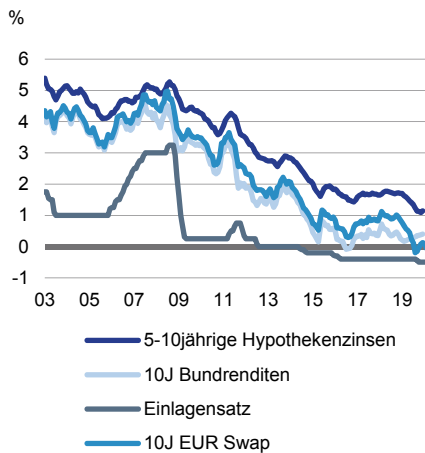
Der weiterhin kräftigere Preisanstieg gegenüber den Mieten reduziert die Mietrenditen. Trotz seitwärts tendierender Hypothekenzinsen könnte die Preisdynamik aufgrund regulatorischer Eingriffe und der drohenden Rezession nachlassen. Temporär ist aufgrund von Notverkäufen wegen des Verlusts des Arbeitsplatzes oder zu risikofreudiger Finanzierungen auch mit Preisrückgängen zu rechnen. Trotzdem erwarten wir lediglich eine „Corona-bedingte“ Pause und noch kein Ende des Preiszyklus, da alle strukturellen Faktoren, die den Zyklus vom Jahr 2009 bis zum Jahresanfang 2020 prägten, weiterhin wirken. Wenn der Zyklus bis zum Jahr 2022 oder länger läuft, droht mit den von uns unterstellten weiteren Preissteigerungen zunehmend eine Hauspreisblase. Weitere Preissteigerungen werden Investoren am Ende des Zyklus womöglich wieder einbüßen. Diese Einschätzung ist mit außergewöhnlich hoher Unsicherheit behaftet. So könnte eine zweite Infektionswelle im Winterhalbjahr 2020/21 oder weitere durch die Pandemie ausgelöste Risiken eine Neubewertung erzwingen.



## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

5-10J Hypothekenzinsen vs. EZB Einlagensatz

17



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

## Zinsausblick: Im Basisszenario laufen die Hypothekenzinsen bis zum Jahr 2021 seitwärts

Im Jahr 2008 begann die Talfahrt der Hypothekenzinsen. Von über 5% fielen die 5–10-jährigen Hypothekenzinsen (Benchmark der EZB) auf fast 1% im Jahr 2019. Der kräftige Rückgang der Zinsen und der Mangel an Anlagealternativen haben die Kreditvergabe kräftig angekurbelt. Das Neukreditgeschäft boomte bis zum Ausbruch der Corona-Krise und aufgrund der leicht rückläufigen Tilgungsraten erhöht sich das ausstehende Kreditvolumen rasant. Temporär nahm das Hypothekenkreditvolumen im Jahr 2019 um 10% gegenüber Vorjahr zu.<sup>12</sup> Nicht nur die Hypothekenzinsen gaben kräftig nach, sondern auch die 10jährigen Swap-Sätze. Diese notieren nahe null und lagen im Jahr 2019 und auch in den Hauptkrisenmonaten der Pandemie temporär im negativen Bereich. Diese Tiefpunkte sind eine direkte Folge der erneuten geldpolitischen Lockerung und der Wiederaufnahme der EZB-Anleihekäufe am 1. November 2019 sowie in der Corona-Krise ab März 2020. Insgesamt kauft die EZB bis zum Jahresende 2020 Anleihen in Höhe von rund EUR 100 Mrd. pro Monat. Auch im Anschluss spricht eine Reihe von Argumenten gegen ein baldiges Zurückfahren oder gar einen Verzicht auf weitere Nettoanleihekäufe. Die Folgen der Corona-Krise werden noch viele Jahre niedrige Zinsen nötig machen. Aber selbst in dem eher unwahrscheinlichen Fall, dass die EZB eine weniger expansive Geldpolitik anstrebt und die Nettoanleihekäufe herunterfährt, dürfte sie an der Reinvestition auslaufender Anleihen sehr lange festhalten. Somit bleibt sie auf absehbare Zeit der dominante Käufer im Staatsanleihenmarkt und das Niedrigzinsumfeld besteht fort. Die schon vor der Corona-Krise hohe Anzahl an notleidenden Krediten auf den Bilanzen insbesondere vieler südeuropäischer Banken, die träge wirtschaftliche Dynamik in der Eurozone und die vielen politischen Konflikte schließen zumindest auf kurze Sicht eine Zinswende aus. Aufgrund der negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Krise ist eher mit noch unorthodoxeren Maßnahmen zu rechnen. Dies wird wohl umso wahrscheinlicher, je schwerwiegender die ökonomischen Auswirkungen der aktuellen Krise sind. Insbesondere die Staatsverschuldung und der Arbeitsmarkt in Südeuropa stehen im Fokus. In diesem Umfeld dürfte die Inflation noch einige Zeit das EZB-Ziel „von nahe, aber unter 2%“ unterschreiten. Die impliziten Inflationserwartungen der Finanzmärkte preisen über Jahre keine höhere Inflation ein und sind in der Corona-Krise abgestürzt. Ebenso erwarten die meisten von der EZB regelmäßig befragten Ökonomen über die nächsten beiden Jahre eine deutliche Zielunterschreitung.<sup>13</sup> Wir prognostizieren für das Jahr 2020 und 2021 eine Inflationsrate von lediglich 0,4% und 1,1%. Aufgrund dieses Umfelds erwarten wir<sup>14</sup> bis Jahresende 2021 seitwärts laufende Hypothekenzinsen bei etwas mehr als 1% und auch die Swap-Sätze dürften sich nur langsam von der Nulllinie wegbewegen.<sup>15</sup> Hierfür spricht auch der Spread zwischen den 5-10jährigen Hypothekenzinsen und Swap-Sätzen, der nach einem steilen Anstieg auf ein neues Allzeithoch in der Jahresmitte 2019 von über 140 Basispunkten (Bp) in den letzten Monaten wieder deutlich zurückgegangen ist und sich langfristig wohl wieder zweistelligen Werten nähern dürfte (langfristiger Median 85 Bp).

EZB-Geldpolitik und Risikoprämie

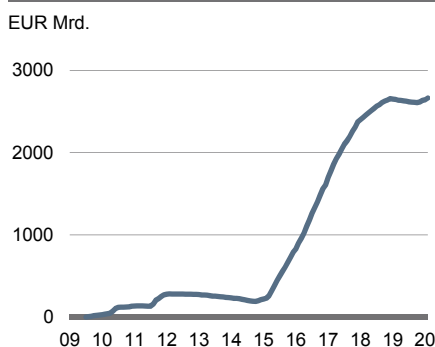
18

In unserem Ausblick 2019 erwarteten wir noch leicht steigende Zinsen. Ein Grund hierfür war die zumindest in einigen Städten und Regionen sehr dynamische Preisentwicklung. Folglich haben die Banken zunehmend Anreize, bei der Zinskalkulation höhere Risikoprämien einzufordern. Diese Anreize wurden durch die im Jahr 2019 getroffenen EZB-Maßnahmen konkretisiert. Diese Entwicklungen erklären, warum die EZB im Rahmen der Strategic Review die negativen Nebeneffekte ihrer Geldpolitik künftig stärker berücksichtigen will.

Quelle: Deutsche Bank Research

Von EZB zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere

19



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

<sup>12</sup> Ausblick Deutschland (2019). Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen. Deutsche Bank Research. November 2019.

<sup>13</sup> Survey of Professional Forecasters (SPF).

<sup>14</sup> Im Gegensatz zum Ausblick im Jahr 2019, in dem wir leicht steigende Zinsen prognostizierten.

<sup>15</sup> DB-Prognose von 10J Swap-Sätzen für Mitte des Jahres 2021: 0,275.



## Zusammenfassung: Die Komplexität und damit die Sensitivität unserer Prognose steigen

Seit dem Jahr 2018 erwarten wir, dass der Preiszyklus mindestens bis zum Jahr 2022 andauern wird. Nach Abwägen aller Argumente halten wir diese Formulierung, unter der Voraussetzung, dass die Corona-Krise beherrschbar bleibt und spätestens im zweiten Halbjahr 2020 eine kräftige wirtschaftliche Erholungsphase beginnt, weiterhin für plausibel. Diese Einschätzung leiteten wir aus der Knappheit an Wohnraum ab. Jedoch ist die Lage deutlich komplexer geworden. Zum einen ist die Preisdynamik weiterhin hoch, wodurch mittlerweile zumindest in einigen Regionen und Teilmärkten Überbewertungen bestehen dürften. Zudem erhöhen sich die Zahl der Einflussfaktoren und ebenso deren Interdependenzen. Auch könnten marginale Veränderungen beispielsweise der Wohnnachfrage oder des regulatorischen Umfeldes zu Prognoserevisionen führen. In diesem Deutschland-Monitor haben wir zwei Argumente genannt, die für einen über das Jahr 2022 hinausgehenden Zyklus sprechen, und ebenso zwei Hauptargumente für ein früheres Ende. Entsprechend hoch ist unsere Prognosesensitivität, die durch die Corona-Krise noch einmal massiv steigt.

### Preistreibende Faktoren:

- i. Die fundamentalen Angebotsengpässe auf dem Wohnungsmarkt bestehen fort. Die Nachfrage dürfte unseres Erachtens über Jahre das Angebot übersteigen. Jedoch haben wir aufgrund der Sommerdelle 2019 bei der Zuwanderung Prognoseanpassungen erwogen. Eine deutlich niedrigere Zuwanderung würde auch die Wohnungsnachfrage kräftig reduzieren. Die Corona-Pandemie hat das Potenzial, einen weiteren Zuwanderungsschub auszulösen. Dadurch könnte die Wohnraumnachfrage noch einmal kräftig ansteigen.
- ii. Der Kreditzyklus ist im Jahr 2019 angesprungen. Die neuen Tiefstände bei den Hypothekenzinsen kurbelten das Neugeschäft an. Gleichzeitig stagnierten die Tilgungsraten, welche in den ersten zehn Jahren des Zyklus erwartungsgemäß mit fallenden Zinsen stiegen. Als Folge dieser beiden Entwicklungen wuchs Deutschlands Hypothekenkreditbuch bis zur Corona-Krise kräftig. Im Anschluss an die Corona-Krise und die wirtschaftliche Erholungsphase könnten die dann vermutlich weiterhin bestehenden Niedrigzinsen das Kreditwachstum wieder ankurbeln. Hier könnte auch die krisenbedingte Flucht in Sicherheit neue Impulse setzen. Insbesondere wenn die Inflationserwartungen kräftig steigen sollten, steigt der Anreiz sich zu niedrigen Zinsen zu verschulden.

### Bremsende Faktoren:

- iii. Die krisenbedingte Herabsetzung des antizyklischen Kapitalpuffers auf 0% bis zum Jahresende 2020 dürfte danach schnell ad acta gelegt werden. Ein erneut kräftiges Kreditwachstum im Anschluss an die Corona-Krise dürfte zügig makroprudenziellen Gegenwind auslösen. Dabei dürfte es das Ziel der Regulierer sein, den Preisanstieg zu dämpfen. Allerdings möchte auch kein Regulierer für kräftig fallende Hauspreise und folglich zunehmende notleidende Kredite verantwortlich gemacht werden. Bei dieser Zielstellung sehen sich die Verantwortlichen einer großen Unbekannten gegenüber, nämlich der immer strikteren Wohnungspolitik, die im Nachgang der Corona-Krise womöglich noch vehementer ausfallen könnte. Deshalb dürfte sich die bisherige Strategie der Regulierer, das makroprudenzielle Umfeld nur vorsichtig und schrittweise zu verschärfen, fortsetzen. Aus ihrer Sicht liegt der Ball im Feld der Wohnungspolitiker.



Berliner Mietendeckel: Regulatorische Arbitrage und Umlenkungseffekte

20

- (1) Bauindustrie baut mehr Einfamilien- und Reihenhäuser, weniger Mehrfamilienhäuser und damit am Mietwohnungsmarkt vorbei.
- (2) Mieter werden zu Eigentümern.
- (3) Mieter und Vermieter halten Mietendeckel de jure ein, de facto aber umgehen sie ihn.
- (4) Preise für Zusatzleistungen rund um das Gut Wohnen steigen.
- (5) Erhaltungsinvestitionen sinken, ebenso Bau- und Wohnqualität.
- (6) Aggressive Investoren kaufen Wohnbestände auf, lassen Wohnraum leer stehen, um Preisdruck zu erhöhen.
- (7) Vermehrte touristische Nutzung von Wohnraum.
- (8) Investitionen in Berliner Gewerbe- markt.
- (9) Investitionen in Wohnungsmarkt des Berliner Umlands (Land Brandenburg ohne Mietendeckel).

\*Mietendeckel dürfte wirtschaftlichen Superzyklus und Immobilienzyklus für einige Jahre entkoppeln

Quelle: Deutsche Bank Research

iv. Vor der Corona-Krise ist die Wohnungsfrage zu der drängendsten sozialen Frage erklärt worden.<sup>16</sup> Der politische Druck dürfte unabhängig davon, ob der Berliner Mietendeckel verfassungskonform ist oder nicht, in den kommenden Jahren zu weiteren Versuchen führen, dem deutschen Häuser- und Wohnungsmarkt ein noch engeres Regelkorsett überzustülpen. Der von vor der Corona-Krise stammende Vorschlag des Co-Vorsitzenden der SPD, Walter-Borjans, eine Bodenwertzuwachssteuer einzuführen, signalisiert erneut: Die Symptome und nicht die Ursachen der aktuellen Wohnungsmisere bestimmen die Agenda. Nach der Corona-Krise dürfte aufgrund der Einkommensverluste, der womöglich hierdurch ausgelösten größeren Ungleichheit und der hohen zusätzlichen staatlichen Verschuldung eine neue Verteilung der Lasten gefordert werden. Die Einführung der Vermögensteuer oder gar noch gravierenderer Markteingriffe, wie beispielsweise einer Zwangshypothek, waren noch vor wenigen Jahren rein theoretische Gedankenspiele, die man heute angesichts der politischen Regulierungsfreude nicht mehr ausschließen kann.

Da infolge der Engpässe und wohl auch aufgrund fehlerhafter Leitlinien in der Wohnungspolitik schwerwiegende gesellschaftliche Auswirkungen zu befürchten sind, verweisen wir auf die nebenstehende Liste, welche unserem Aufsatz über den Berliner Mietendeckel entnommen ist. Diese enthält eine Reihe von potenziellen Ausweichmöglichkeiten und regulatorischer Arbitrage, die für den deutschen Wohnungsmarkt zunehmend an Relevanz gewinnen könnte.

### Wann endet der Preiszyklus? Nicht im Jahr 2020

Die Corona-Krise wirft die Frage auf, ob sie den Hauspreiszyklus beendet. Unser Basisszenario unterstellt eine kräftige wirtschaftliche Erholung im zweiten Halbjahr 2020. Die teilweise vorhandene Evidenz über kräftige Preisrückgänge halten wir eher für anekdotisch und temporär. Daher interpretieren wir diese Entwicklungen als Zykluspause. Mittelfristig lässt eine Flucht in Sicherheit, als Folge umfangreicher geld- und fiskalpolitischer Mittel, womöglich einer höheren Inflationsrate und weiterer positiver Impulse für die Zuwanderung, neue Preisanstiege erwarten. Wie in den letzten zehn Jahren dürften auch künftig Preise schneller ansteigen als Mieten. Doch trotz dann weiter sinkender anfänglicher Mietrenditen dürften für – private wie institutionelle – Investoren der Häuser- und Wohnungsmarkt attraktiver sein als Anlagen am Kapitalmarkt. Dies gilt aus Renditegesichtspunkten für langlaufende deutsche Staatsanleihen genauso wie aus Risiko-Rendite-Abwägungen für die Aktienmärkte. Daher dürften die anfänglichen Mietrenditen von bundesweit rund 4% pro Jahr attraktiv bleiben. Zudem könnte es nach den temporären Preisrückgängen in der Corona-Krise eine Flucht in Sicherheit geben. Dies könnte die Nachfrage nach Wohnimmobilien erneut ankurbeln und die Preise abermals erhöhen.

### Wohnungspolitik und makroprudenzielle Regulierung wirken ambivalent

Vielfach wird auch darüber diskutiert, ob immer weitere Regulierungseingriffe ein Zyklusende herbeiführen könnten. Doch die Wirkung der Wohnungspolitik ist ambivalent. Das Ziel einer strikteren Wohnungspolitik darf unseres Erachtens lediglich sein, Mieterhöhungen zu dämpfen, um Zeit für Neubauinvestitionen zu gewinnen. Eine Ursache für die aktuelle Regulierungswelle ist das Signal von

<sup>16</sup> In Anlehnung an Bundesinnenminister Horst Seehofer, der sagte, die „Wohnungsfrage ist die soziale Frage unserer Zeit“.



Experten an die Politik, dass die Mietpreisbremse die gewünschten Effekte auf die Mieten, aber keine negativen Effekte auf den Neubau habe. Unseres Erachtens ist die Studienlage dazu aber dünn. Zudem könnte es unterschiedliche kurz- und langfristige Effekte geben. Insbesondere das Zusammenspiel aller wohnungspolitischen Maßnahmen dürfte sich letztlich auch negativ auf die Zahl der fertiggestellten Wohnungen auswirken. Wie wir oben gezeigt haben, stagnierte der Neubau vom Jahr 2016 bis 2018 (jüngster Datenpunkt). Die entscheidende Frage lautet also nicht, was die Wirkung einer einzelnen regulatorischen Maßnahme ist, sondern wie man den Neubau bis zu dem Punkt ankurbeln kann, dass Leerstände entstehen.

Alle Maßnahmen im Rahmen der aktuellen Wohnraumoffensive der Bundesregierung wie Investitionsanreize über Sonderabschreibungen (von uns bereits vor fünf Jahren gefordert<sup>17</sup>), Aktivierung von Bauland und Senkung der Baukosten gehen in die richtige Richtung. Sie könnten aber immer noch am Fachkräftemangel, den immer komplexeren Bauvorschriften, fehlenden lokalen Investitionsanreizen und politischen Fehlanreizen scheitern. Zudem werden durch die Sonderabschreibungen auch Mietwohnungen in nicht angespannten Regionen gefördert. Angesichts der laut iw Köln in Deutschland fast 2 Mio. leerstehenden Wohnungen<sup>18</sup> – nicht alle in den Ballungsgebieten – könnte dies zu Fehlallokationen führen und gleichzeitig bliebe die Wohnraumknappheit in den Metropolregionen bestehen.

Auch andere Maßnahmen wie beispielsweise das im September 2018 eingeführte Baukindergeld dürfte in einem Verkäufermarkt Preise und Mieten tendenziell erhöht haben, obwohl dies das Hauptproblem darstellt. Der Nettoeffekt der Stärkung des sozialen Wohnungsbaus und des Mitarbeiterwohnungsbaus ist unklar, möglicherweise sinkt in gleichem Maße die Zahl der privaten Wohnungen. Kurzum, die Wohnungspolitik folgt dem Gießkannenprinzip. Man reguliert überall ein bisschen und hofft, dass sich irgendwann die gewünschten Ergebnisse einstellen. Es fehlt ein Gesamtkonzept, womöglich nicht nur in der Politik, sondern auch in der Immobilienwirtschaft. Andernfalls gebe es nach einem zehnjährigen Boom eine detaillierte Analyse, wie viel Wohnungen für welches Mietersegment in welcher Stadt bzw. Region und unter welchen angenommenen Nachfrageentwicklungen zu bauen wären.

Aufgrund des fehlenden Gesamtkonzeptes und der geringen Leerstände wirken die wohnungspolitischen Maßnahmen ambivalent. Einerseits machen sie Investitionen unattraktiver, gleichzeitig senden sie aber an alle Investoren das Signal, dass die fundamentalen Engpässe auf dem Wohnungsmarkt manifestiert werden. Folglich erwarten wir angesichts der Attraktivität von Anlageobjekten mit positiver Rendite dennoch weiterhin eine hohe Nachfrage nach deutschen Wohnimmobilien.

Auch die makroprudenziellen Maßnahmen weisen ein grundsätzliches Problem auf. Sie wirken nicht zielgerichtet, da sie nicht zwischen Neubau und Bestandsobjekten unterscheiden können. Eine zu lockere Regulierung bremst die Bestandspreise dann nur marginal, während eine preishemmende Regulierung auch die Neubauaktivität bremst und die Angebotsknappheit erhalten bleibt. Den Verantwortlichen stehen nicht die Informationen zur Verfügung, um den Wohnungsmarkt zielgerichtet zu regulieren. In Deutschland gibt es keine Erhebung, inwieweit Hypothekenkredite zur Finanzierung des Neubaus oder zu Käufen bestehender Einheiten dienen. An dieser Datenlage wird auch eine der umfangreichsten Statistikerhebungen, die AnaCredit-Statistik, an der die europäischen Zentralbanken seit Jahren arbeiten und deren erste Veröffentlichung für

---

<sup>17</sup> David-Folkerts Landau (2015). Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr. Standpunkt Deutschland. Deutsche Bank Research.

<sup>18</sup> Michael Voigtländer und Ralph Henger (2019). 4,7 Prozent aller Wohnungen stehen leer. 24. Juni 2019.



Bundesbank: Überbewertungen im Häusermarkt gemäß Finanzstabilitätsberichten und 2020 Monatsbericht (Feb)\*

21

Jahr	Überbewertung	Region
2020*	zwischen 15% und 30 %*	in den Städten*
2019	zwischen 15% und 30%	Städtische Gebiete
2018	zwischen 15% und 30%	Städtische Gebiete
2017	zwischen 15% und 30%	127 deutschen Städten
2016	von 10% bis 20%	Deutschen Städten
2015	-	-
2014	25% bzw. 10-20%	7 Großstädte auf durchschnittlich 25%, in 93 weiteren Städte auf durchschnittlich 10% bis 20%.
2013	bis zu 20%	Attraktive Großstädte

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

das Jahresende 2020 geplant ist, nichts ändern. Das beschriebene Regulierungsdilemma wird wohl noch lange bestehen bleiben.

Eine unerwünschte Nebenwirkung von Wohnraumangel und immer strikterer Wohnungspolitik einerseits bzw. nicht zielgerichteter makroprudenzieller Maßnahmen andererseits könnte eine Segmentierung des Mieter- und des Vermietermarkt sein. Die wirtschaftsstarke Vermieter verlassen den Mietwohnungsmarkt, wodurch Mieten als Wohnform zunehmend stigmatisiert wird. Ebenso haben risikoaverse Vermieter, die nicht bereit sind, regulatorische Arbitrage zu betreiben, zunehmend Anreize zu deinvestieren. Aufgrund dieser doppelten Marktsegmentierung treffen im Mietwohnungsmarkt eher einkommensschwache Haushalte und risikofreudige Investoren aufeinander. Diese Entwicklungen könnten den gesellschaftlichen Zusammenhalt weiter belasten. Paradoxerweise fördert die Politik mit ihren Maßnahmen diejenigen Investoren und Vermieter, die sie zu regulieren versucht.

### Fehlende und falsche Kommunikation tragen zur regulatorischen Unsicherheit bei

Unsere Kritik an der Kommunikation der Regulierer zielt vor allem auf die Zentralbanken. Erst nach zwölf Jahren massiver geldpolitischer Markteingriffe sollen nun im Rahmen der Strategischen Review der EZB die Nebeneffekte dieser Politik stärker berücksichtigt werden. In der Bundesbank fehlt darüber hinaus eine klare Vorstellung über den fundamentalen Wert deutscher Wohnungen und Häuser. Während sich die Wohnungspreise in vielen Städten mehr als verdoppelt haben, unterstellt die Bundesbank in ihren jährlichen Finanzstabilitätsberichten seit dem Jahr 2013 eine nahezu konstante Überbewertung von 10% bis 30%. Ursächlich für die erste Fehleinschätzung im Jahr 2013 ist eine ökonometrische Zeitreihenschätzung auf Basis nationaler Daten. Diese versuchte mitten in einen Strukturbruch hinein – nämlich die Finanzkrise – mit Hilfe historischer Daten fundamentale Werte abzuleiten. Vor dem Jahr 2008 suchten weder nationale noch internationale Investoren langweilige Anlageobjekte mit stabilen Jahresrenditen von nur 4% oder 5%. Genau diese waren global aufgrund der Finanzkrise äußerst knapp und folglich waren plötzlich deutsche Immobilien auch international sehr gefragt.

Es fehlt eine klare Kommunikation an die Marktteilnehmer über den fundamentalen Wert von deutschen Wohn- und Gewerbeimmobilien. Eine makroprudenzielle Forward guidance könnte die regulatorische Unsicherheit reduzieren. Dazu bedürfte es einer soliden und nachvollziehbaren Einschätzung des fundamentalen Werts. Für Wohnimmobilien wäre unseres Erachtens der Vergleich von deutschen mit europäischen Städten sowie eine Korrektur um Wettbewerbsfähigkeit, Einkommen, Lebensqualität und weitere Faktoren sinnvoll. Ausgehend von einem solchen einfachen Modell kann man Bänder um diesen fundamentalen Wert für Unter- und Überbewertungen und Extremränder als Blasen definieren. Dieser Querschnittsvergleich berücksichtigt die Attraktivität von Wohnimmobilien im aktuellen europaweiten Niedrigzinsumfeld und umgeht den Einfluss des Strukturbruchs auf die Bewertung. Dieses Vorgehen ist auch vor dem Hintergrund eines wohl noch über mehrere Jahre anhaltenden Niedrigzinsumfeldes angebracht. Auf dieser Modellbasis könnte – zumindest in groben Zügen – kommuniziert werden, welche Maßnahmen bei welchen Überschreitungen des fundamentalen Wertes ergriffen werden.

Der Ausschuss für Finanzstabilität tagt unter Ausschluss der Öffentlichkeit und kommuniziert hauptsächlich über den jährlichen Lagebericht an den Bundestag. Der AFS könnte dem Vorbild der Zentralbanken folgen und die Öffentlichkeit regelmäßig über neue Entwicklungen und Einschätzungen unterrichten. Potenzi-

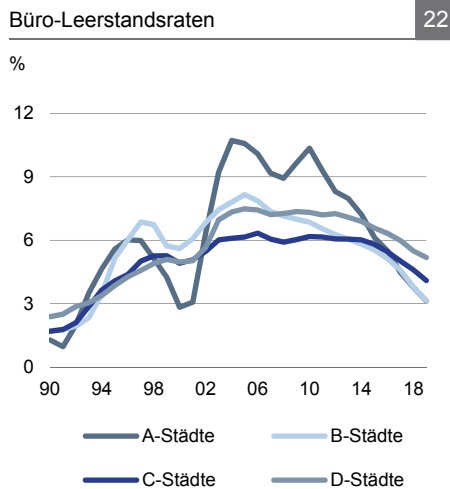




elle regulatorische Änderungen könnten Investoren in ihren Überlegungen berücksichtigen. Der AFS kann somit auch das Verhalten der Investoren in ihrem Sinne steuern. Im besten Fall ist eine makroprudenzielle Forward guidance ohne Griff in den Instrumentenkasten selbsterfüllend.

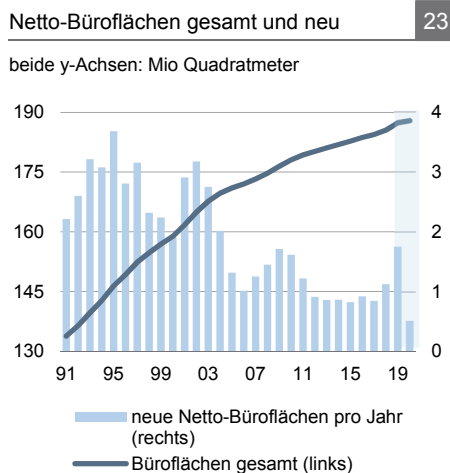
## Deutscher Büromarkt

### Leerstände fielen 2019 weiter, in vielen Städten herrschte Büro-Not



Quellen: riwis, Deutsche Bank Research

Bundesweit war im Jahr 2019 ein Beschäftigungsaufbau um rund 270.000 auf rund 45,4 Mio. Beschäftigte zu verzeichnen.<sup>19</sup> Mit einem Plus von 530.000 erhöhte sich die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten fast doppelt so kräftig. Wenngleich für das Jahr 2019 noch keine Daten auf Stadtebene vorliegen, dürften nach unseren Berechnungen rund 140.000 bzw. 240.000 zusätzliche Beschäftigte auf die 126 Städte des bulwiengesa-Universums entfallen.<sup>20</sup> Als historische Faustformel gilt, dass ein Drittel des Jobaufbaus in den sieben Metropolen (A-Städte), ein weiteres Drittel gemeinsam in den B- und C-Städten und das letzte Drittel in den mehr als 80 D-Städten erfolgt. Ein Großteil der neuen Beschäftigten arbeitet im Büro. So dürften in den 126 Städten im Jahr 2019 fast 100.000 zusätzliche Bürobeschäftigte angestellt worden sein (DB-Prognose im Jahr 2019: 76.000). Die Zahl der Bürobeschäftigten erreichte damit fast 7,8 Mio. Ausgehend von dem durchschnittlichen Flächenbedarf pro Bürobeschäftigten von etwas mehr als 23 Quadratmetern wurde im Jahr 2019 insgesamt ein zusätzlicher Flächenbedarf von 2,4 Mio. Quadratmetern in Anspruch genommen. Dies entspricht einem Flächenzuwachs von rund 1,3%, während die um Abgänge bereinigten Büroflächen lediglich 1,8 Mio. Quadratmeter bzw. 0,9% betragen. Damit stieg der Flächenbedarf in den 126 Städten auf über 187 Mio. Quadratmeter an. Aufgrund dieses Ungleichgewichts fiel die Leerstandsrate auf 3,5% im Jahr 2019 und das neunte Jahr in Folge. Damit hat sie sich von ihrem langfristigen Durchschnitt von 5,7% weiter entfernt.



Quellen: riwis, Deutsche Bank Research

Die Leerstandsrate ist sehr unterschiedlich über die 126 Städte verteilt. Größere Städte weisen tendenziell niedrigere Büroleerstände auf. In 14 der 126 Städte stieg die Leerstandsrate gegenüber dem Vorjahr sogar an, in fast allen Fällen aber nur marginal. Dies geschah meistens in kleineren Städten, die einen relativ hohen Zugang an neuen Büroflächen zu verzeichnen hatten. Auch gibt es gerade in Ostdeutschland immer noch viele Städte mit zweistelligen Leerstandsrate. Die höchste Rate weist mit fast 19% Cottbus auf. Es gibt Indizien, dass ein erheblicher Teil des ostdeutschen Leerstandes nur noch bedingt als marktaktiv bezeichnet werden kann. Zum Beispiel fiel in Brandenburg an der Havel die Leerstandsrate von fast 20% im Jahr 2018 auf unter 7% im Jahr 2019, weil viele Flächen, welche letztes Jahr noch als marktaktiv galten, mittlerweile nicht mehr vermarktet werden.

Dagegen lag in 88 der 126 Städte die Leerstandsrate im Jahr 2019 schon unter 5%, was oftmals als Sockelleerstand oder natürliche Leerstandsrate definiert wird. Zudem liegt die Leerstandsrate in 40 Städten unter 3%. Bereits im Jahr 2018 lag in neun Städten (Berlin, Erlangen, Freiburg, Göttingen, Ingolstadt, Ludwigshafen, München, Münster und Tübingen) die Leerstandsrate unter 2%. Im Jahr 2019 fallen vier weitere Städte in diese Kategorie (Braunschweig, Jena, Wiesbaden und Wolfsburg). In Deutschland gab es also vielerorts nicht nur Wohnungs-, sondern auch zunehmend Büro-Not.

<sup>19</sup> Jahresende 2019 vs. 45,3 Mio. im Jahresdurchschnitt.

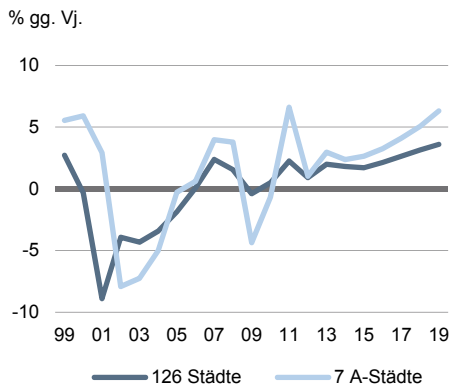
<sup>20</sup> Das jüngste vorliegende Jahr auf Stadtebene ist das Jahr 2018.



## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

Büro: Spitzenmieten

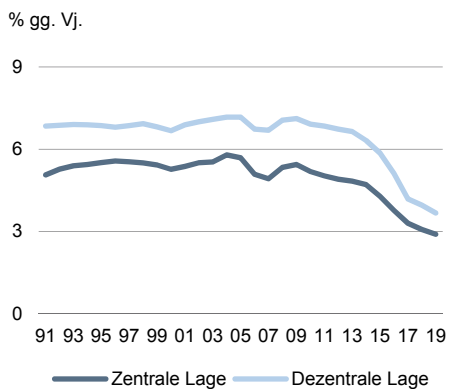
24



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Büro in A-Städten: Mietrenditen

25



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

### 2019 Büromarkt: Kräftiges Mietwachstum setzte sich fort

Die Engpässe im Büromarkt spiegeln sich auch in den Mieten wider. Im Jahr 2019 erreichten die durchschnittlichen Spitzenmieten über City-Lage, City-Randlage, Peripherie und Bürozentren hinweg bundesweit (also über 126 Städte) EUR 10,50 pro Quadratmeter, während die Durchschnittsmieten auf rund EUR 8,00 anstiegen.<sup>21</sup> Das ist jeweils der höchste Wert seit Mitte der 1990er Jahre. Zudem verzeichneten beide Zeitreihen mit rund 3,5% gegenüber Vorjahr einen sehr kräftigen Zuwachs, der nur Anfang der 1990er Jahre höher war. Die existierenden Engpässe übertragen sich also zunehmend auf die Mietdynamik, wobei die Mietsteigerungen bei sehr niedrigen Leerstandsdaten dann teilweise kräftig zunehmen können. Dies ist auch im Durchschnitt der Metropolen (A-Städten) zu beobachten. Dort sind die Leerstandsdaten auf fast 3% gefallen und sowohl die Spitzen- als auch Durchschnittsmieten stiegen im Jahr 2019 um mehr als 6% gegenüber Vorjahr an. Beide Zeitreihen erreichten im aktuellen Zyklus mit rund EUR 23 und EUR 16 neue Allzeithochs. Diese aggregierten Zeitreihen haben über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 um rund 40% zugelegt, wobei diese Steigerungen relativ einheitlich über die acht<sup>18</sup> individuellen Teilmärkte erfolgt.

### EZB befeuert weiteren Fall der Mietrenditen im Jahr 2019

Die Entwicklung hin zu niedrigeren Mietrenditen setzt sich im Jahr 2019 ungebremst fort. Über den gesamten Zyklus fielen die bundesweiten Mietrenditen für zentrale Lagen sukzessive von 7,1% auf 5,2% und für dezentrale Lagen von 8,7% auf 7,1%. Auch in den Metropolen erreichten die Mietrenditen mit 2,9% und 3,7% neue Tiefststände. Aufgrund der erneuten geldpolitischen Eingriffe Mitte des Jahres 2019 fielen die Renditen auf 10jährige Bundesanleihen und Swaps, weshalb die Risikoprämien auf zentral gelegene Büros in den Metropolen – im Gegensatz zu den Vorjahren – nicht weiter fielen. Angesichts des Anlagenotstandes aller großen Investorengruppen wurden Büroimmobilien in den zentralen Lagen der Metropolen tendenziell wie eine nahezu sichere Kapitalanlage gepreist. Bei den Wanderungsbewegungen in Richtung deutscher Metropolen und dem Niedrigzinsumfeld ist diese Entwicklung nachvollziehbar. Beides beruht letztlich aber zu einem Großteil auf der Erwartung, dass die großen Euro-Länder dauerhaft an wirtschaftlicher Dynamik gegenüber Deutschland verloren haben. Zumindest sehr langfristig könnte sich dies, insbesondere vor dem Hintergrund der in Deutschland sehr ungünstigen altersbedingten demografischen Effekte – die durch Zuwanderung nur zum Teil abgemildert werden können – als Trugschluss erweisen.

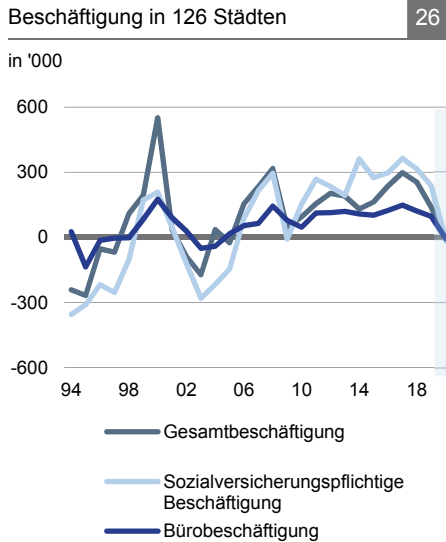
### 2020 Corona-bedingter Beschäftigungsrückgang

Für das Jahr 2020 erwarten wir aufgrund der Corona-Krise einen Rückgang der bundesweiten Erwerbstätigen um gut 300.000. Bei den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten erwarten wir ein Minus von 100.000. Unseren Berechnungen nach bedeutet dies für die 126 Städte insgesamt einen Rückgang von 18.000 Erwerbstätigen bzw. 12.000 sozialversicherungspflichtig Beschäftigten. Unsere strukturellen Modelle berücksichtigen keine Corona-bedingten Effekte. So könnte in den Metropolen und Großstädten ein stärkerer Rückgang der Beschäftigten zu verzeichnen sein, weil in dicht besiedelten Metropolen das Social distancing schwieriger umzusetzen sein könnte. Andererseits dürfte es dort besonders viele Unternehmenszentralen geben, die von der Corona-Krise weniger

<sup>21</sup> Diesen Mieten liegen also jeweils vier Teilmärkte zugrunde.



## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

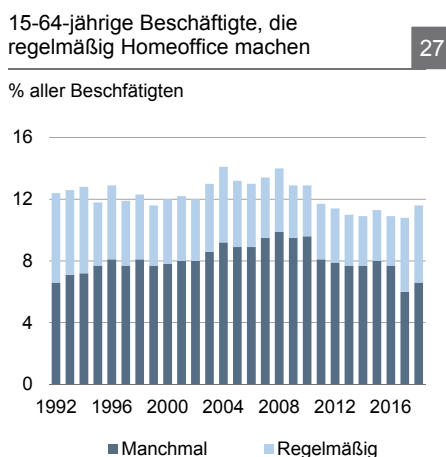


Quellen: riwis, Deutsche Bank Research

erfasst werden als beispielsweise Produktion und Vertrieb. Unsere berechneten Rückgänge der Beschäftigtenzahl wären die ersten seit mehr als zehn Jahren. Dies gilt unseren Berechnungen nach ebenfalls für die Zahl der Bürobeschäftigten, die um rund 7.000 sinkt. Über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 waren bisher nur Anstiege zu verzeichnen. Das niedrigste jährliche Plus lag bisher bei 47.100 Stellen und der jährliche Durchschnitt bei mehr als 100.000 Bürobeschäftigten. Als Folge des prognostizierten Rückgangs dürfte sich die benötigte Fläche im Jahr 2020 um 0,2 Mio. Quadratmeter oder rund 0,1% des aktuellen Flächenbestandes reduzieren. Bereinigt um Abgänge dürfte die benötigte Fläche um 0,8 Mio. Quadratmeter zurückgehen und die Leerstandsquote über alle 126 Städte von 3,5% auf 3,6% ansteigen.

### 2020 Homeoffice-Ausweitung dämpft nur temporär die Nachfrage

Die Corona-Krise wirft die Frage auf, ob die verstärkte Verlagerung von Arbeitsplätzen ins Homeoffice letztlich die Nachfrage nach Büroraum reduziert. Je länger die Krise dauert, desto normaler und womöglich auch effizienter könnte sich die Zusammenarbeit innerhalb und zwischen Teams über die Distanz hinweg gestalten. Jedoch gibt es in der Corona-Krise sehr unterschiedliche Erfahrungen. Zudem dürfte es einen großen Unterschied machen, wie eingespielt ein Team vor der Corona-Krise war. Die Zusammenstellung neuer Teams und auch die Einarbeitung neuer Mitarbeiter könnte über die Distanz hinweg eine Herausforderung darstellen. Insbesondere direkt nach der Corona-Krise dürfte es zudem einen hohen Kommunikationsbedarf sowohl seitens der Arbeitgeber als auch der Arbeitnehmer geben. Deshalb gehen wir nur vereinzelt von einer Ausweitung von Homeoffice-Regelungen für das Jahr 2020 aus und erwarten keine unmittelbare Wirkung auf die Büronachfrage.



Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat

### Perspektivisch könnte Homeoffice an Bedeutung gewinnen

Bereits im März des Jahres 2020 und als Teil des Maßnahmenpakets der Bundesregierung konnten kleinere und mittlere Unternehmen Unterstützung für IT-Dienstleistungen zur Einrichtung von Homeoffice beantragen. Nach der Corona-Krise könnten Förderungen in diesem Bereich, womöglich sogar steuerliche Anreize, noch an Bedeutung gewinnen. Um die Pendlerströme zu reduzieren, könnte es im Hinblick auf das Erreichen unserer CO<sub>2</sub>-Ziele hierfür eine breite politische Unterstützung geben. Homeoffice könnte auch deshalb an Bedeutung gewinnen, da in einigen Sektoren, in denen bisher Homeoffice kaum verbreitet war, wie beispielsweise im öffentlichen Sektor, die Corona-Krise die Digitalisierung von Arbeitsabläufen beschleunigt. Es gibt aber auch Gegenargumente. Viele Arbeitsplätze können aufgrund rechtlicher und regulatorischer Vorgaben oft nicht vollständig in die Heimarbeit verlegt werden. Auch wenn dies kein Hindernis darstellt, belegen viele Umfragen unter Arbeitnehmern eine erhöhte gesundheitliche Belastung im Homeoffice. Arbeitnehmer vermissen insbesondere eine klare Trennung von Arbeit und Freizeit. Auch strukturelle Gründe, wie der hohe Anteil des Verarbeitenden Gewerbes, könnten einer kräftigen Ausweitung des Homeoffices im Wege stehen. So haben Länder in denen das Verarbeitende Gewerbe von geringerer Bedeutung ist typischerweise eine höhere Homeoffice-Quote. Deutschland hat im EU-27-Vergleich eine etwas unterdurchschnittliche Quote, die über die letzten 30 Jahre sehr stabil war. Dabei gibt es nur geringe Unterschiede nach Alter und Geschlecht. Der Anteil derjenigen, die manchmal oder regelmäßig im Homeoffice arbeiten, liegt bei rund 12% (EU-27: rund 14%). In den meisten Nachbarländern, allen voran den Niederlanden mit einer Quote von 36%, liegt der Anteil höher. Die Abwägung aller aufgeführten Argumente spricht unseres Erachtens für eine graduelle Ausweitung des Homeoffice in Deutschland. Der Zuwachs dürfte einige Zehntel Prozentpunkte pro



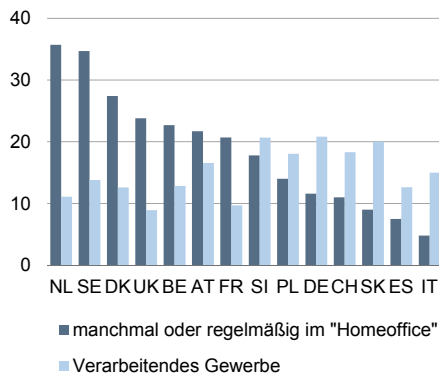
## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

Jahr betragen. Daher erwarten wir keinen großen Einfluss auf die Nachfrage nach Büroraum. Das Social distancing könnte die Fläche pro Bürobeschäftigten, die derzeit bei rund 23 Quadratmetern liegt, temporär sogar erhöhen.

### 2018 Homeoffice vs. Verarbeitendes Gewerbe

28

Anteil der Beschäftigten in Heimarbeit in % bzw. Anteil des Verarbeitenden Gewerbes am BIP in %



Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat, Weltbank

### Bedingungen für ein Ende des Bürozyklus

In den vergangenen zehn Jahren hätte die Homeoffice-Quote jährlich um rund 1 1/3%-Punkte zulegen müssen, um den durchschnittlichen jährlichen Zuwachs an Bürobeschäftigten von rund 100.000 in den 126 größten deutschen Städten zu neutralisieren. Nach der Corona-Krise und einer wirtschaftlichen Normalisierung könnte der benötigte Anstieg der Quote noch niedriger sein, wenn es entgegen unserer Erwartungen zu einer deutlich geringeren Nachfrage nach Bürobeschäftigten käme. Viele der bereits begonnenen, aber noch nicht fertig gebauten Objekte würden dann wohl den Leerstand erhöhen. Ausgehend von diesen Überlegungen könnte bereits eine kräftig steigende Homeoffice-Quote, zum Beispiel um mehr als 1%-Punkt pro Jahr, das Zyklusende im Büromarkt einläuten.

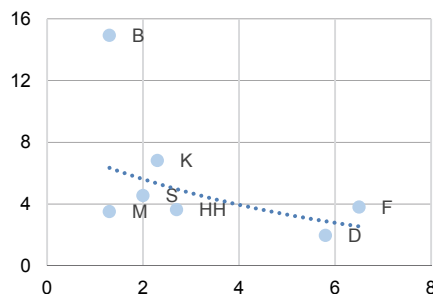
### 2020: Stagnierende Mieten in der ersten Jahreshälfte

Im Jahr 2018 und 2019 kletterten die Spitzen- und Durchschnittsmieten um 3 1/2%. Im Jahr 2020 während des Kontaktverbots und auch in der wirtschaftlichen Normalisierungsphase dürften Mieterhöhungen ausbleiben. Frühestens in der zweiten Jahreshälfte 2020, wenn der Arbeitsmarkt wieder rund läuft, dürften die Mieten anziehen. Jedoch erwarten wir aufgrund der vielen politischen Unsicherheiten nach der Corona-Krise nur bestenfalls einen Inflationsausgleich. Im Jahr 2021 verorten wir das Mietwachstum bei wieder rund 3%. Bleibt, wie erwartet, ein Strukturbruch durch die umfangreichen Homeoffice-Regelungen aus, dürften in einigen Städten, insbesondere den Metropolen mit besonders niedrigen Leerstandsrate, die Mietdynamik eher doppelt so hoch bei 6% liegen. Diese kräftigen Anstiege könnten perspektivisch die Frage aufwerfen, ob es auch einer Mietpreisbremse für den Büromarkt bedarf. Der rot-rot-grüne Senat der Stadt Berlin befürwortet dies bereits vehement. Dies würde wohl eine Gesetzesregelung auf Bundesebene erfordern. Unserer Ansicht nach dürfte es aber noch eine Zeit lang dauern, bis dieses Thema auf die Tagesordnung rückt. Eine bundesweite Mehrheit ist für diesen Vorschlag zumindest aktuell nicht abzusehen.

### 2019 A-Städte: Mieten vs. Leerstand

29

y-Achse: in % gg. Vj. Spitzenmiete, Büro City  
x-Achse: Leerstandsrate in %



Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

## Volkswirtschaftlicher Risikoausblick

Hier skizzieren wir eine Reihe von Risiken, die sich negativ auf die Nachfrage nach Immobilien auswirken könnten. Zudem haben sie aus unserer Sicht das Potenzial, den aktuellen Wohn- und Gewerbezyklus, der im Jahr 2009 begann, zu beenden. Im Basisszenario blieben diese Risiken aufgrund ihrer relativ niedrigen individuellen Eintrittswahrscheinlichkeiten unberücksichtigt. In der Summe gewinnen diese Szenarien aber an Bedeutung. Zum einen, weil Deutschlands zahlreiche Herausforderungen zu meistern hat. Zum anderen aber auch, weil die Immobilienpreise immer weiter steigen und damit ein künftiger Preisrückgang umso kräftiger ausfallen könnte.

### Internationale Risiken dürften deutschen Zyklus kaum beenden

In den letzten Jahren haben wir viele Krisenszenarien diskutiert. Die meisten Risiken, beispielsweise Brexit, Handelskrieg, Pandemie etc., haben das Potenzial,



## Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020

---

eine Rezession und einen kräftigen Arbeitsplatzabbau auszulösen. Trotz dieser potenziell negativen Konjunkturimplikationen dürften sie unserer Ansicht nach kein Ende des deutschen Immobilienzyklus einleiten. Die negativen Konjunkturerfekte auf die Immobiliennachfrage könnten relativ niedrig sein, da sie erfahrungsgemäß zum großen Teil durch krisenbedingt positive Zuwanderungseffekte aufgefangen werden. In der Corona-Krise könnte diese aufgrund der Reisebeschränkungen erst verzögert erfolgen. Die Flucht in Sicherheit nationaler und internationaler Investoren dürfte für die Preisentwicklung noch bedeutender sein. Dabei gibt es einen direkten Effekt, weil Investoren in Krisenzeiten in relativ risikoarme Anlagen flüchten, zu denen wir viele deutsche Immobilien zählen. Des Weiteren steigt die Nachfrage nach Bundesanleihen, was typischerweise ebenso die Hypothekenzinsen dämpft und damit zumindest in der Vergangenheit die Nachfrage nach Immobilien zusätzlich ankurbelte. Die aktuelle Rezession rückt allerdings die Existenzsicherung von Unternehmen und Haushalten in den Vordergrund. Folglich könnte die Nachfrage nach Hypothekenkrediten erst einmal kräftig fallen, bevor die Niedrigzinsen im Anschluss an die Corona-Krise wieder die Nachfrage ankurbeln.

### Wettbewerbs- und Innovationsfähigkeit sind rückläufig

Während unserer Einschätzung nach internationale Krisen also kein Zyklusende einläuten, dürften in den nächsten Jahren Deutschland-spezifische Risiken an Bedeutung gewinnen. Um diese einzuordnen, werfen wir einen kurzen Blick zurück auf die letzte außergewöhnlich erfolgreiche Dekade. Ausgehend von einer hohen Wettbewerbs- und Innovationsfähigkeit profitierte das Verarbeitende Gewerbe von einem hohen Globalisierungstempo. Dies war ein wesentlicher Baustein für den kräftigen Jobaufbau und fallende Arbeitslosenraten. Davon wiederum gingen starke Anreize für eine hohe Zuwanderung aus. Zusammen mit den zahlreichen geldpolitischen und auch fiskalischen Impulsen schon vor der Corona-Krise verzeichnete die deutsche Wirtschaft ein kräftiges überdurchschnittliches Wachstum. Eine hohe Nachfrage nach Immobilien und folglich ein Boom waren und sind die Folge dieses außergewöhnlichen Jahrzehntes.

### Große sektorale Herausforderungen sind zu meistern

Allen voran kann man hier erstens auf den Autosektor verweisen. Mit der Diesel-, der WLTP-Krise, der kräftigen Reduktion des CO<sub>2</sub>-Neuflottenverbrauchs, der Umstellung auf neue Antriebstechniken und dem autonomen Fahren steht hier die größte Umwälzung seit der Erfindung des Automobils an. Deutschland lahmt beim Ausbau des schnellen Internets, wodurch auch die Nutzung von digitalen Dienstleistungen relativ zu anderen entwickelten Volkswirtschaften unterdurchschnittlich ausfällt. Der öffentliche Sektor steht vor herausfordernden Aufgaben. Politik und öffentliche Manager verfehlten bei großen Infrastrukturprojekten die ursprünglichen Kosten- und Zeitpläne oftmals. Dies ist insbesondere im Hinblick auf die ambitionierten CO<sub>2</sub>-Ziele und die Energiewende ein Risiko für den Standort Deutschland. Die alternde Bevölkerung stellt für Deutschland demografische Herausforderungen dar. In dieser Dekade wird das Erwerbspersonpotenzial kräftig schrumpfen. Auch die Zuwanderung wird wohl nur einen Teil dieser Entwicklung auffangen können. Entsprechend verhalten ist der Wachstumsausblick mit einer Potenzialrate von nur etwas über 1%. Diese Risiken könnten Deutschland als Zuwanderungsland weniger attraktiv machen. Dann droht womöglich nicht nur eine gedämpfte Zu-, sondern sogar eine Nettoabwanderung. Dieses Risiko wird, da Zuwanderer eher jung und flexibel sind, mit jedem weiteren Zuwanderungsjahr wahrscheinlicher. Eine künftige wirtschaftliche Schwächephase könnte die Wohnungsnachfrage dann dreifach tref-



fen. Erstens über ein geringeres Wachstum und eine Verschlechterung des Arbeitsmarktes, zweitens über eine Nettoabwanderung und drittens über die deutlich zu Tage tretende demografisch-bedingte, rückläufige Wohnungsnachfrage.

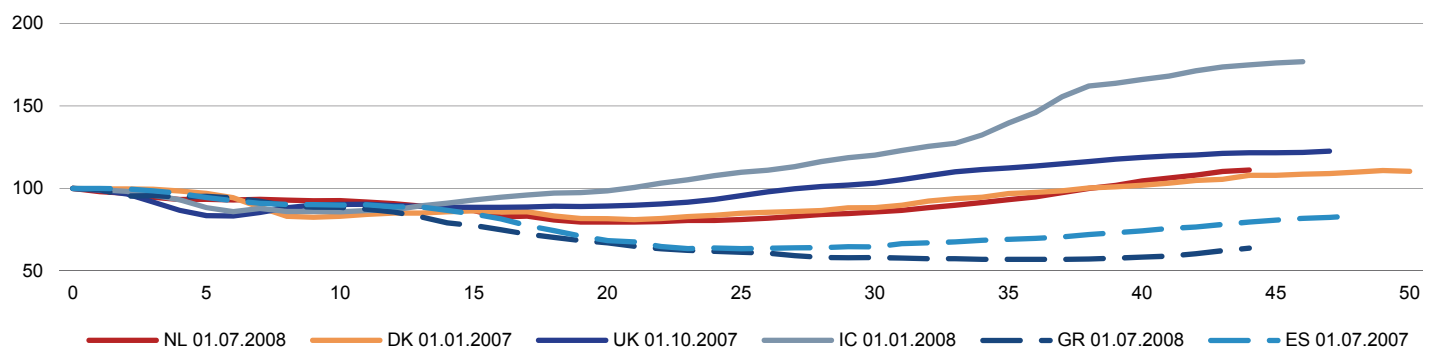
### Kräftiger Rückgang der Haus- und Wohnungspreise

Bis zum Eintreten eines oder mehrerer dieser Risiken dürften sich nach der Überwindung der Corona-Krise die Haus- und Wohnungspreise eher erhöhen. Folglich würden diese dann umso kräftiger fallen, je später die negativen Entwicklungen eintreten. Historische Beispiele gibt es einige. So fielen im Zuge der Finanzkrise die nominalen Hauspreise ausgehend von den jeweiligen Hochpunkten im Jahr 2007 bzw. 2008 in einigen Ländern kräftig. Sie liefern damit einen groben Anhaltspunkt, wie schwerwiegend die oben diskutierten Deutschland-spezifischen Risiken für den deutschen Immobilienmarkt sein könnten. Wir blicken hier auf Island, Großbritannien, die Niederlande, Dänemark, Spanien und Griechenland. In diesen Ländern sind die Preise vom Hoch- bis zum Tiefpunkt um mindestens 10% gefallen. So fielen die Hauspreise in Island vom Jahresanfang 2008 fast drei Jahre lang und um rund 15%. In der Folge war die Krise schnell überwunden und die Hauspreise erholten sich zügig. In UK folgte auf den ersten dreijährigen Preisrückgang eine in etwa dreijährige Seitwärtsbewegung und dann wieder kräftige Preiserhöhungen. In den Niederlanden und Dänemark fielen die Preise vom Hochpunkt bis zum Tiefpunkt über sechs Jahre um insgesamt 20%. Bis der Hochpunkt in nominalen Preisen wieder erreicht wird, dauert es in etwa zehn Jahre. Die existenziellen Krisen in Griechenland und Spanien führten zu einem Preisverfall über mindestens sechs Jahre. In beiden Ländern liegen die nominalen Preise auch noch heute deutlich unter den Höchstständen. Interessanterweise hatten alle hier beschriebenen Länder über die ersten drei Jahre (12 Quartale in der Grafik) relativ ähnliche Preisrückgänge von rund 10-15% zu verzeichnen. Erst im Anschluss divergieren die Entwicklungen. Daher dürften also auch das nach einem Preisverfall eingeleitete Krisenmanagement und zusätzliche negative Entwicklungen während der ersten Jahre des Preisverfalls von Bedeutung sein. Historisch hat Deutschland nicht nur die Corona-Krise, sondern viele Wirtschaftskrisen recht erfolgreich bewältigt. Perspektivisch halten wir daher eine relativ gut beherrschbare Krise mit zügiger Erholung und Preisnormalisierung für wahrscheinlicher als eine tiefe, jahrelang andauernde Krise mit geringer und später Erholung.

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)  
Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)

Hauspreise: Beispiele für kräftige Preisrückgänge

y-Achse: Hochpunkt vor Preisrückgang = 100  
x-Achse: Anzahl Quartale



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD









## Deutschland-Monitor

In der Reihe „Deutschland-Monitor“ greifen wir politische und strukturelle Themen mit großer Bedeutung für Deutschland auf. Darunter fallen die Kommentierung von Wahlen und politischen Weichenstellungen sowie Technologie- und Branchenthemen, aber auch makroökonomische Themen, die über konjunkturelle Fragestellungen – die im Ausblick Deutschland behandelt werden – hinausgehen.

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:  
Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

- ▶ [Ausblick auf den deutschen Immobilienmarkt 2020](#) ..... 22. April 2020
- ▶ [Deutscher Immobilienmarkt in Zeiten der Corona-Krise](#) ... 1. April 2020
- ▶ [Frankfurter Häuser- und Wohnungsmarkt:  
Bauen statt regulieren, Wohnraum schaffen](#) ..... 9. März 2020
- ▶ [Berliner Wohnungsmarkt:  
Mietendeckel dürfte wirtschaftlichen Superzyklus und  
Immobilienzyklus für einige Jahre entkoppeln](#)..... 20. Februar 2020
- ▶ [E-Mobilität:  
Ohne Subventionen \(noch\) in der Nische](#)..... 9. Dezember 2019
- ▶ [Private Haushalte in Deutschland:  
Regionale Unterschiede im Bankgeschäft](#) ..... 19. November 2019
- ▶ [Übergangsenergie Erdgas:  
Wie sichert Deutschland die Versorgung?](#) ..... 6. November 2019

© Copyright 2020. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg