

Global Markets Real Estate

**WOHNIMMOBILIEN DEUTSCHLAND:
FUNDAMENTALE ENTWICKLUNG ODER SPEKULATION?**

Redaktionsschluss: 28.02.2017

Verantwortlich für den Inhalt: Deutsche Hypothekenbank

Ansprechpartner

Andreas Pohl · phone + 49 511 3045-310 · email: andreas.pohl@deutsche-hypo.de
– Vorsitzender des Vorstands –

Prof. Dr. Günter Vornholz · phone + 49 511 3045-640 · email: guenter.vornholz@deutsche-hypo.de
(V.i.S.d.P.; Markt-Analyse)

www.Deutsche-Hypo.de

Gliederung

Management Summary	4
1 Wohnungsmärkte und spekulative Preisblasen	5
2 Der deutsche Wohnungsmarkt	8
2.1 Bestandsaufnahme und Rahmenbedingungen	8
2.2 Bestimmungsgrößen des Angebotes	10
2.3 Bestimmungsgrößen der Nachfrage	15
2.4 Spekulative Übertreibung oder fundamental bestimmtes Marktergebnis?	18
3 Wohnungsmarkt USA	22
4 Schlaglicht: Immobilienmarktsegmente	24

Management Summary

Bereits seit sieben Jahren steigen die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland kontinuierlich an, eine Trendumkehr ist derzeit noch nicht absehbar. Aufgrund dieser Marktentwicklung wird immer wieder die Frage in den Raum gestellt, ob es sich hierbei nicht um die Bildung einer spekulativen Preisblase am deutschen Wohnungsmarkt handelt.

Die vorliegende Studie der Reihe „Global Markets Real Estate“ geht dieser Frage nach, indem sie zunächst auf die Besonderheiten des Wohnimmobilienmarktes eingeht und charakteristische Merkmale einer spekulativen Preisblase im Vergleich zu fundamental begründeten Entwicklungen identifiziert. In der folgenden Analyse des deutschen Marktes für Wohnimmobilien werden diese Merkmale überprüft. Bei der Analyse einer Preisblase tritt das grundlegende Problem auf, dass ex post jede Blase als solche zu erkennen ist. Aber im Verlauf eines Preisanstiegs kann nicht eindeutig geklärt werden, ob es ein normaler (fundamental begründeter) Preisanstieg ist oder es sich eher um eine spekulationsgetriebene Preisblase handelt. Eindeutige Indikatoren bzw. entsprechende Werte für eine Unterscheidung sind nicht verfügbar.

In der Studie wird zunächst auf die Angebotsseite des Wohnungsmarktes eingegangen. Eine Ursache für die Preisanstiege besteht darin, dass die Fertigstellungen von Wohnungen von Mitte der 1990er Jahre bis zum Ende des vergangenen Jahrzehntes rückläufig waren und vor allem in den größeren Städten nicht ausreichten, um einer ansteigenden Nachfrage zu genügen.

Auf der Nachfrageseite war eine zunehmende Nachfrage zu verzeichnen, was sowohl den Vermietungs- als auch den Investmentmarkt (Käufe von Wohnungen) betraf. Seit der Finanzkrise stiegen daher die Preise teilweise deutlich stärker als die Mieten. Diese Preissteigerungen waren sowohl weit überwiegend fundamental als auch in geringem Ausmaß spekulativ begründet.

Durch die fundamentalen Faktoren lässt sich der dominierende Teil des Preisanstiegs auf dem Wohnungsmarkt in Deutschland erklären. Dies sind zum einen die realwirtschaftlichen Faktoren wie demografische und wirtschaftliche Entwicklung und zum anderen finanzwirtschaftliche Faktoren wie die deutlich

gesunkenen Zinsen, die zu einer sehr stark verbesserten Erschwinglichkeit von Wohnungen geführt haben. Ein auf Spekulation zurückzuführender Preisanstieg (Preisblase) lässt sich somit nur kaum begründen.

Im sich anschließenden Vergleich wird auf den US-amerikanischen Wohnimmobilienmarkt eingegangen. Beim Vergleich mit den USA zeigt sich, dass hier die Entwicklung schon weiter im Zyklus fortgeschritten ist. Zum Abschluss werden noch weitere Teilmärkte des deutschen Immobilienmarktes schlaglichtartig betrachtet. Es ist festzustellen, dass die Preise in den vergangenen Jahren deutlich stärker angestiegen sind als die Mieten. Auch hier gibt es fundamentale real- und finanzwirtschaftliche Faktoren, die die Entwicklung erklären können.

1 Wohnungsmärkte und spekulative Preisblasen

Aus ökonomischer Sicht ist die Preisbildung auf Märkten grundsätzlich das Ergebnis des Zusammenspiels von Angebot und Nachfrage. Im Ergebnis kommt es unter Idealbedingungen langfristig zu einem Gleichgewichtspreis, der zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage führt. Der Preisbildungsprozess unterliegt dabei ständigen Veränderungen, da sich die fundamentalen Einflussgrößen auf die beiden Marktaggregate mit unterschiedlicher Dynamik verändern.

Auf dem Investmentmarkt für Wohnimmobilien werden Wohnungen und Wohngebäude ge- und verkauft, er ist damit vom Vermietungsmarkt deutlich abzugrenzen. In der Praxis weist der Wohnimmobilienmarkt keine (theoretischen) Idealbedingungen auf. Das Gut „Wohnung“ ist beispielsweise keine homogene Einheit, sondern gerade durch die Inhomogenität, z.B. durch Lage und Ausstattung, charakterisiert. Für den Nachfrager stellt eine Wohnung in unseren Breiten ein nicht substituierbares lebensnotwendiges Gut dar, welches zugleich aber auch ein Statussymbol darstellen kann, dessen Erwerb zumeist eine langfristige Kapitalbindung und hohe Transaktionskosten bedeuten. Der Anbieter muss im Falle des Neubaus zudem einen

langwierigen Genehmigungs- und Fertigungsprozess berücksichtigen. Beide Marktseiten haben keine vollständigen Informationen für ihre jeweilige Entscheidung. In der Folge trifft ein unelastisches Angebot auf eine elastische Nachfrage, so dass die Preisbildung auf Märkten für Wohnimmobilien durch eine ausgeprägte zyklische Entwicklung gekennzeichnet ist.

Wichtige Rahmenbedingungen für die Entscheidungen der Marktteilnehmer stellen staatliche Vorgaben dar. Gerade der Wohnungsmarkt ist wegen seiner hohen gesamtwirtschaftlichen und sozialpolitischen Bedeutung von vielen staatlichen Regelungen geprägt (vgl. Schaubild 1). Daneben spielen die gesamtwirtschaftliche wie auch die demografische Entwicklung eine wesentliche Rolle, letztere vor allem auch für die langfristige Perspektive. Schließlich beeinflussen monetäre Faktoren das Marktergebnis, vor allem über deren Wirkung auf das Zinsniveau.

Von wesentlicher Bedeutung für Nachfrage nach Wohnimmobilien ist die demografische Entwicklung. Durch sie wird über die Zahl der mit Wohnungen zu versorgenden Haushalte bestimmt, wie viele Wohneinheiten an welchen Orten benötigt werden. Daneben spielt vor allem für die Lage und Ausstattung der Wohnungen das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte eine wichtige Rolle.

Einflussgrößen auf den Wohnimmobilienmarkt

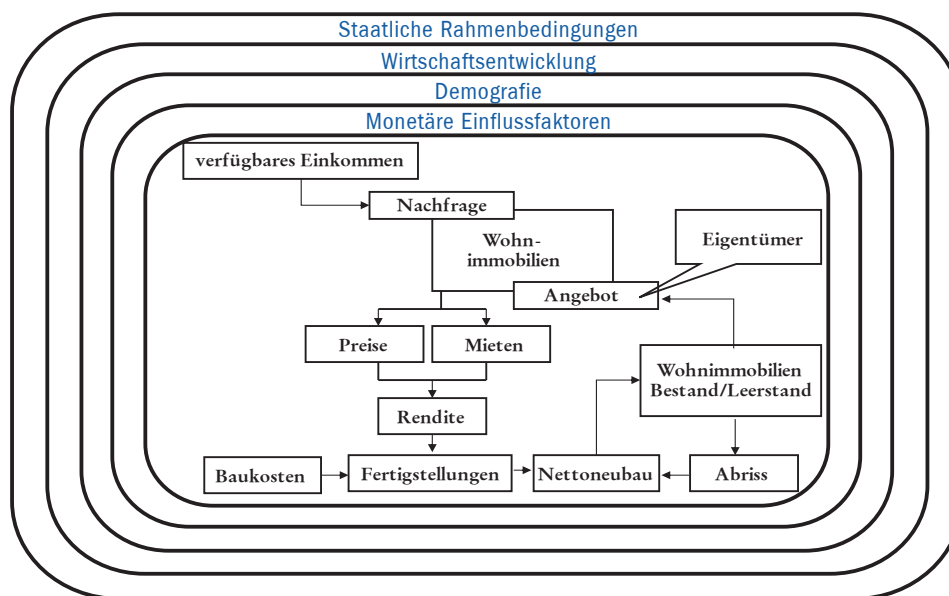


Schaubild 1
Quelle: Vornholz 2014

Ursachen einer spekulativen Preisblase

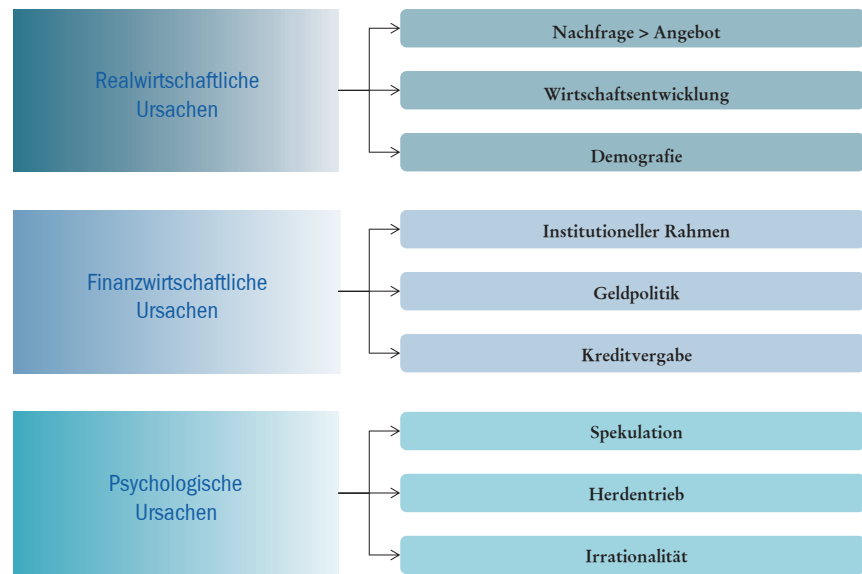


Schaubild 2
Quelle: Vornholz 2016

Auf der Angebotsseite sind die Baukosten und die zu erzielenden Renditen wichtige Aspekte für Unternehmen, neue Wohnungen auf den Markt zu bringen. Zusammen mit Teilen des Bestandes bilden diese dann das Angebot. Gerade in innerstädtischen oder stadtnahen Quartieren kann die begrenzte Möglichkeit zur Ausweitung von verfügbarem Bauland ein wichtiger Faktor werden.

Das Zusammenspiel dieser verschiedenen Einflussgrößen bestimmt den Marktpreis für Wohnimmobilien. Dieser wird häufig auch als der „fundamental gerechtfertigte“ Preis bezeichnet, da für dessen Zustandekommen die normalen Entscheidungen der Marktteilnehmer verantwortlich sind. Im Falle einer spekulativen Übertreibung kommt zur normalen Preisbildung das spekulative Element hinzu, welches dann letztendlich für die Bildung einer Blase verantwortlich ist.

Notwendige Bedingung für das Entstehen einer spekulativen Preisblase ist ein über einen längeren Zeitraum zu beobachtender Preisanstieg, der grundsätzlich eine normale Marktentwicklung abbildet, da er auf realwirtschaftliche und finanzwirtschaftliche Ursachen zurückzuführen ist (vgl. Schaubild 2). Erstere können ein Nachfrageüberhang, eine gute gesamtwirtschaftliche Entwicklung oder auch demografische Faktoren sein. Diese Entwicklung allein ist aber noch keine spekulative Preisblase.

Die Wahrscheinlichkeit für das Entstehen einer solchen erhöht sich deutlich, wenn finanzwirtschaftliche Faktoren hinzutreten. Diese können aus institutioneller Sicht in einer weit führenden Deregulierung des Marktgeschehens liegen oder aber in einer deutlich expansiven Geldpolitik. Diese erweitert in der Folge die Kreditvergabemöglichkeiten des Bankensektors und führt zu wachsender Liquidität bei vor allem institutionellen Anlegern. Eine weitere Rolle spielt im finanzwirtschaftlichen Zusammenhang die Einführung neuer Anlagevehikel, durch welche Immobilien sich als indirektes Anlageprodukt neben Wertpapieren etabliert haben. Zu diesen Instrumenten gehören Formen der indirekten Immobilienbeteiligung oder die Verbriefung von Immobilienkrediten. Als Konsequenz hieraus werden der Kapital- und der Finanzmarkt zunehmend miteinander verzahnt und gleichzeitig globalisiert.

Treffen psychologische Ursachen auf eine solche Konstellation, ist auch die hinreichende Bedingung für eine Blasenbildung erfüllt. In diesem Fall kann aus einem einfachen Preisanstieg eine spekulative Blase werden. Die dauerhaften Preisanstiege verleiten zu dem (Irr-)Glauben, dass diese sich so fortsetzen, wodurch eine Spekulation auf diese Entwicklung ausgelöst wird. Greift dieses Verhalten um sich, beginnt die Phase der Manie und der Herdentrieb setzt ein, da die Marktteilnehmer an den erwarteten Gewinnen partizipieren wollen.

Dies verstärkt den Preisauftrieb weiter. In dieser Situation werden Marktentscheidungen zunehmend irrational getroffen, was diese kaum vorhersagbar macht. Erst das Platzen der Preisblase beendet diese Rallye sehr abrupt und es kommt zu Preiseinbrüchen.

Als äußerst schwierig erweist es sich, den Beginn der Übertreibung in der Preisentwicklung zu identifizieren. Es gibt bis auf den heutigen Tag keine allgemein akzeptierte und hinreichend präzise Definition. Nach Wolfgang Rippin handelt es sich grundsätzlich bei jeder Abweichung des aktuellen Marktwertes vom Fundamentalwert eines Assets um eine spekulative Blase. Der aktuelle Marktwert stellt eine direkt erfassbare Größe dar. Wesentlich problematischer erweist sich allerdings die Bestimmung des Fundamentalwertes beispielsweise einer Wohnimmobilie. Folgerichtig ist es in der Praxis kaum möglich, mit Hilfe der Differenz der beiden Werte auf eine Preisblase oder gar deren Ausmaß zu schließen.

Andere Autoren, wie beispielsweise Joseph E. Stiglitz, sehen in einem hohen und zumeist auch schnellen Preisanstieg der Spekulationsobjekte und dem anschließenden rasanten Preisverfall die wesentlichen Charakteristika einer spekulativen Preisblase. Diese entsteht, wenn der hohe Marktpreis lediglich durch den Glauben der Anleger an einen höheren Verkaufspreis in der Zukunft begründet ist. Die sich anschließende drastische Preiskorrektur unterscheidet eine Preisblase von einem Boom.

Damit wird die Dynamik der Entwicklung zu einem weiteren Indikator für die Existenz einer spekulativen Preisblase. Diese Idee verfolgte auch Charles Kindleberger in seiner „Anatomy of a Typical Financial Crisis“, in welcher er den typischen Ablauf einer Blasenentwicklung untersuchte. Er unterscheidet hierbei fünf charakteristische Phasen und betont die wesentliche Rolle, die leverage getriebene Kreditaufnahme auf der Finanzierungsseite bei der Entstehung einer spekulativen Preisblase spielt.

Auslöser der Entwicklung ist demnach ein exogener Schock auf das makroökonomische System („Displacement“), in dessen Folge es zu einem niedrigen Zinsniveau kommt. Ist diese Veränderung dauerhaft, beeinflusst dies die ökonomischen Erwartungen und Gewinnmöglichkeiten, ein Effekt, der durch die Globalisierung wesentlich verstärkt wird.

Die Veränderung der Erwartungen und die neuen Gewinnmöglichkeiten leiten die zweite

Phase, die Euphorie („Euphoria“), ein. Immer mehr Anleger wollen an der Entwicklung partizipieren. Das hierfür benötigte Kapital stammt vom Bankensektor, der seine Geld- und Kreditschöpfungsmöglichkeiten voll ausnutzt. Zudem werden neue Finanzierungsinstrumente zur Schaffung weiterer Liquidität eingeführt sowie neue Banken und Investmentgesellschaften gegründet. Die Euphorie kann auch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung positiv beeinflussen, was zu weiterer Nachfrage führt und den Effekt zusätzlich verstärkt.

Die Euphorie mündet schließlich in die Manie („Mania“). In diesem Stadium überhitzen die Märkte und es bilden sich spekulative Preisblasen. Die Marktteilnehmer haben extrem optimistische Zukunftserwartungen und gehen von immer weiter steigenden Preisen aus. Dies steigert die Anzahl rein spekulativer Geschäfte, bei denen Anlagen nur zum Zwecke des späteren Weiterverkaufs zu einem höheren Preis getätigt werden. Die zu beobachtenden Gewinne der bisher erfolgreichen Anleger locken immer weitere Investoren in den Markt, die jede sich bietende Anlagemöglichkeit akzeptieren, nur um irgendwie an den Gewinnmöglichkeiten beteiligt zu sein.

Auf dem Höhepunkt der Entwicklung werden die ersten Insider damit beginnen, aus dem Markt auszusteigen. Dies ist der Beginn der Phase der Besorgnis oder des Umschwungs („Revulsion“). Auch einzelne Ereignisse können diesen Umschwung einleiten, wie beispielsweise die Insolvenz eines Unternehmens. Dies führt zu einer allgemeinen Ernüchterung und die Abweichung der viel zu hoch getriebenen Preise von ihrem fundamentalen Wert wird den Beteiligten deutlich. Als Konsequenz beginnen die Preise zu fallen, was dem spekulativen Geschäftsmodell jedoch den Boden entzieht. Weitere Insolvenzen sind die Folge und es beginnt die letzte Phase, die Torschlusspanik („Panic“).

Auch das Platzen der Blase stellt einen sich selbst verstärkenden Prozess dar. Fluchtartig wollen die Anleger den Markt verlassen, um nicht an den nun folgenden Wertberichtigungen und damit Verlusten beteiligt zu werden. Der Exit aus ihren Investments treibt die Preise jedoch weiter nach unten und das Geschäftsmodell der Kursspekulation scheitert endgültig. Diese Talfahrt kann nach Kindleberger durch drei Dinge gestoppt werden: Zum einen fallen die Preise auf ein derartig niedriges Niveau, dass Anleger wieder in die betroffenen Assetklassen zurückkehren. Zum anderen kann der Handel mit den Vermögenswerten zeitweilig ausgesetzt

werden, was weitere Preiseinbrüche verhindert. Schließlich ist es der Zentralbank möglich, die Marktteilnehmer davon zu überzeugen, dass sie ausreichend Liquidität bereitstellen wird, um die drastisch gestiegene Geldnachfrage zu befriedigen.

Aufgrund dieses vielschichtigen Ursachengeflechts gibt es keinen einzelnen Indikator oder auch Indikatorengruppen, die zweifelsfrei auf die Existenz einer spekulativen Blase schließen lassen. Ist bereits die Diagnose problematisch, trifft dies umso mehr auf die Prognose zu. Mit Sicherheit lässt sich eine Blase nur ex post identifizieren, wenn sie geplatzt ist. Im Folgenden soll dennoch anhand der beschriebenen Charakteristika untersucht werden, ob sich am deutschen Markt für Wohnimmobilien eine spekulative Preisblase gebildet hat. Hierzu wird zunächst die Entwicklung des Marktes analysiert, bevor die Frage nach der Blase in den Fokus rückt.

2 Der deutsche Wohnungsmarkt

2.1 Bestandsaufnahme und Rahmenbedingungen

Von hoher Bedeutung für die Entwicklung des Wohnungsmarktes ist der verfügbare Bestand an Wohnungen in einer Volkswirtschaft. Dieser ist in Deutschland qualitativ gut entwickelt und stellt mit einem Anteil von 46,6 v.H. der

Wohnbauten am gesamten Anlagevermögen eine wichtige gesamtwirtschaftliche Größe dar. Zum Stichtag 31.12.2015 standen insgesamt 41,4 Mio. Wohnungen in Deutschland zur Verfügung (vgl. Schaubild 3). Dies entspricht im Vergleich zum Jahr 2010 einer Zunahme von 2 v.H. Von den insgesamt zur Verfügung stehenden Wohnungen befanden mit 50,6 v.H. mit Abstand der größte Anteil in Wohngebäuden mit drei und mehr Wohnungen. Damit hat sich dieser Anteil im Vergleich zu 2010 nicht verändert.

Das klassische Einfamilienhaus erreicht einen Anteil von 30 v.H., das Zweifamilienhaus kommt mit 15 v.H. im Vergleich dazu auf etwa die Hälfte. In regionaler Hinsicht befinden sich knapp 48 v.H. des Wohnungsbestandes in städtischen Regionen. In Regionen mit Verdichtungsansätzen (z.B. Regionen mit einem Bevölkerungsanteil von mind. 50 v.H. in Groß- oder Mittelstädten, aber einer Einwohnerdichte von unter 150 Einw./km²) sind gut 30 v.H. und in ländlichen Regionen 22 v.H. des Bestandes lokalisiert. Während im städtischen Raum mit einem Anteil von 63 v.H. die Mehrfamilienhäuser dominieren, stellen im ländlichen Raum die Ein- und Zweifamilienhäuser mit 58 v.H. den größten Anteil. Für den Wohnungsmarkt eine insgesamt eher untergeordnete Rolle spielen Wohnungsbestände in Nichtwohnbauten und Wohnheimen, die zusammen gerade einmal 4 v.H. erreichen.

Knapp 80 v.H. des gesamten Wohnungsbestandes befinden sich im Eigentum von selbstnutzenden Haushalten (42,4 v.H.) oder privaten Kleinvermietern (37,3 v.H.). Aktuellere Daten

Der Wohnungsbestand in Deutschland 2015

Bestand: 41,4 Mio. Wohnungen

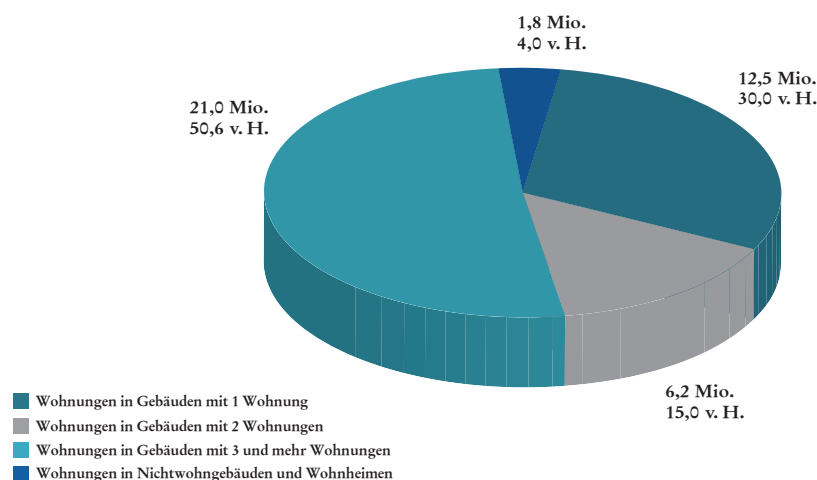


Schaubild 3
Quelle: Statistisches Bundesamt 2016

Der Wohnungsmarkt in Deutschland

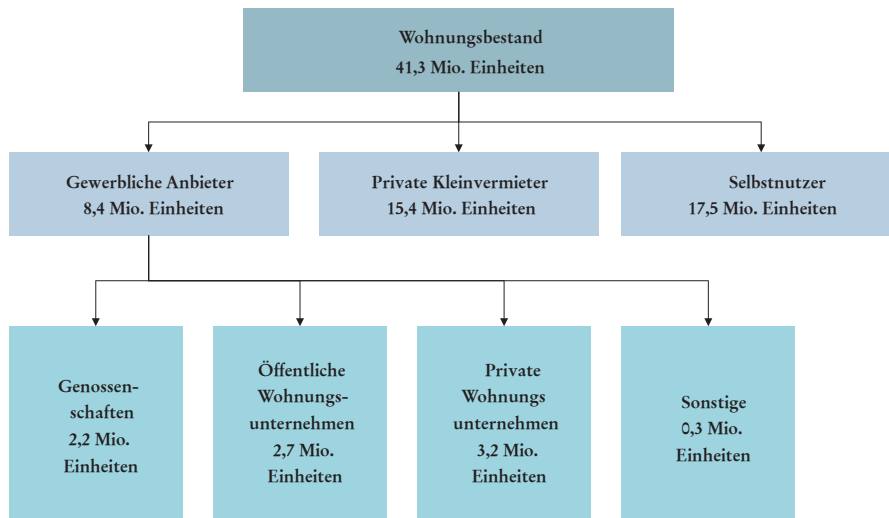


Schaubild 4
Quelle: Zensus 2011

des Statistischen Bundesamtes zeigen einen Anstieg des Anteils der selbstnutzenden Wohnungseigentümer auf 45,5 v.H. Lediglich gut 20 v.H. entfallen auf gewerbliche Anbieter, unter welchen private Wohnungsunternehmen die größte Gruppe bilden (vgl. Schaubild 4).

Der Anteil der selbstnutzenden Haushalte am gesamten Wohnungsbestand ergibt auch direkt die Eigentümerquote (vgl. Schaubild 5). Hier zeigen sich noch immer Unterschiede zwischen den west- und ostdeutschen Bundesländern. Beträgt die Eigentümerquote in ersteren im Durchschnitt 48,4 v.H. liegt sie in Ostdeutschland bei

34,4 v.H. Die niedrigsten Eigentümerquoten unter allen Bundesländern weisen die Stadtstaaten Berlin (14 v.H.) und Hamburg (23 v.H.) auf. An der Spitze finden sich mit 58 v.H. Rheinland-Pfalz und mit 63 v.H. das Saarland.

Seit 2006 ist die Eigentümerquote in Deutschland um 3,9 Prozentpunkte gestiegen, wobei sich dieser Anstieg in Ost- und Westdeutschland mit gleicher Dynamik vollzog. In den letzten vier Jahren stagnierte die Entwicklung allerdings, in Westdeutschland ging die Quote im Vergleich zum Jahr 2010 leicht zurück, während sie im Osten unverändert blieb.

Eigentümerquote in Deutschland 2014

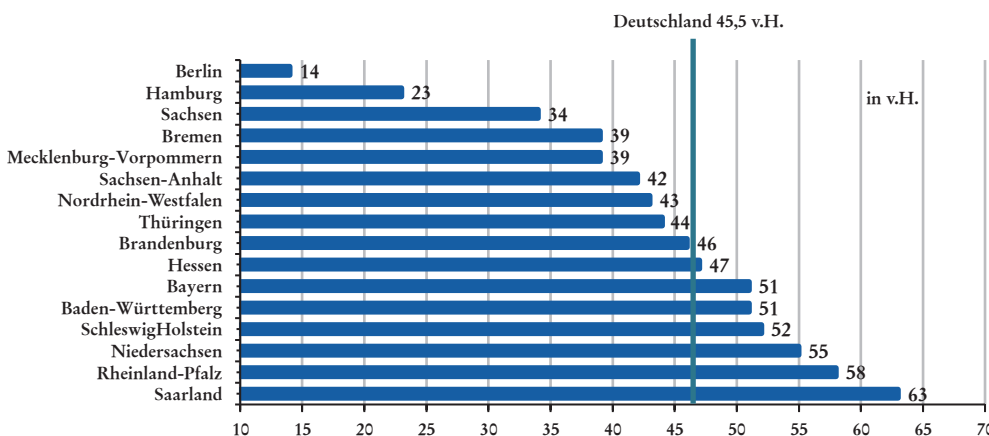


Schaubild 5
Quelle: Stat. Bundesamt 2016

Mit 45,5 v.H. ist die Eigentümerquote in Deutschland im internationalen Vergleich noch immer niedrig. In der Europäischen Union liegt die Quote bei durchschnittlich 60 v.H., hier bildet Deutschland das Schlusslicht. In den USA hat die Eigentumsquote demgegenüber Mitte 2016 wieder 63,9 v.H. erreicht. Hier lag sie vor der Finanzkrise bei ca. 70 v.H. und steigt seit 2013 wieder langsam an. Ein Faktor für den vergleichsweise niedrigen Anteil an Wohneigentümern ist ein großes und qualitativ hochwertiges Angebot an Mietwohnungen. Zudem ist die „Eigentumsmobilität“ in Deutschland weit geringer als in anderen europäischen Staaten, da der Erwerb einer Wohnimmobilie noch immer als Lebensentscheidung angesehen wird.

Die Entwicklung der Eigentümerquote wie auch von Angebot an und Nachfrage nach Wohnungen wird wesentlich von der gesamtwirtschaftlichen Lage beeinflusst. Seit 2013 zeigt sich die deutsche Wirtschaft in einem moderaten Aufschwung. Ein wichtiger Faktor für diese Entwicklung sind die Konsumausgaben. Bedingt durch den Bevölkerungsanstieg sind die privaten Konsumausgaben ordentlich gewachsen, wenngleich sich dieser Effekt in der Pro-Kopf-Betrachtung relativiert zeigt. Deutlich gestiegen sind auch die Konsumausgaben des Staates, was vor allem auf die Bewältigung der Flüchtlingskrise zurückzuführen ist. Ein ebenfalls überdurchschnittliches Wachstum weisen die Bauinvestitionen auf, welche 2016 um 2,6 v.H. zulegen konnten. Wenig zur Wachstumsdynamik beigetragen haben die deutschen Exporte. Die weniger gute Entwicklung in den europäischen Partnerstaaten und langsames Wirtschaftswachstum in China sind beispielhaft hierfür verantwortlich. Insgesamt zeigt sich die deutsche Wirtschaft in einem robusten binnenwirtschaftlich getragenen Aufschwung.

Diese Entwicklung wird sich unserer Einschätzung nach in den kommenden zwei Jahren weiter fortsetzen. Für 2017 erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von 1,5 v.H., im Jahr darauf noch einmal 1,6 v.H. Da die Inflationsentwicklung keinen Anlass zur Sorge gibt, ist auch keine Trendwende der derzeitigen Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank zu erwarten. Bei einem erwarteten Anstieg der verfügbaren Einkommen von durchschnittlich 2,7 v.H. bis 2018, einer weiter sinkenden Arbeitslosenquote und zunehmender Beschäftigung werden die Bauinvestitionen weiter zulegen, wobei der Wohnungsbau der größte Faktor sein wird.

Risiken für diese Entwicklung sind vor allem außenpolitischer bzw. -wirtschaftlicher Natur. Hierzu zählt zum einen die Ungewissheit über den zukünftigen außenwirtschaftlichen Kurs der USA. Sollte hier tatsächlich eine protektionistische Außenhandelspolitik umgesetzt werden, wird dies den Welthandel behindern. Zum anderen sind die Folgen des Brexit für die Europäische Union nur schwer absehbar, zumal, falls andere Staaten (Niederlande, Frankreich) aufgrund von möglichen rechtspopulistischen Regierungswechseln diesem Beispiel folgen sollten. Schließlich ist auch die Staatsschuldenkrise der Eurozone noch nicht überwunden. Nachlassender Konsolidierungswille der betroffenen Staaten könnte hier zu einer sich verschärfenden Problemlage führen.

2.2 Bestimmungsgrößen des Angebotes

Der entscheidende Indikator für die Entwicklung des Angebotes an Wohnungen sind die Fertigstellungen. Diese erreichten mit ca. 260.000 Wohnungen im Jahr 2016 in etwa wieder das Niveau des Jahres 2003 (vgl. Schaubild 6). Im

Veränderung in v. H.	2016	2017 ¹	2018 ¹
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,9	1,5	1,6
Verf. Einkommen, real ²	2,6	2,6	2,9
Privater Konsum	2,0	1,3	1,4
Bauinvestitionen	2,6	1,8	2,8
Arbeitslosenquote	in v. H.	6,1	5,9
Verbraucherpreise		0,4	1,8
Zinsen ³	in v. H.	1,8	1,7

Tabelle 1: Indikatoren der Wirtschaftsentwicklung
¹ Prognosewerte
² der priv. Haushalte
³ Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (10 Jahre)

Quelle: Statistisches Bundesamt, ifo Institut, Nord/LB

Vergleich zum Vorjahr bedeutet dies eine Zunahme der Fertigstellungen um knapp 5 v. H.

Seit dem Tiefstwert im Jahr 2009 sind die Fertigstellungszahlen um insgesamt knapp 56 v. H. gestiegen. Auch in den kommenden Jahren wird die Zahl der Wohnungsfertigstellungen weiter steigen. Hierfür spricht die weiter zunehmende Zahl der Baugenehmigungen. Im Jahr 2016 (Januar bis November) sind diese im Vergleich zum Vorjahr um 23 v. H. gestiegen. Wird die hohe Zahl an Genehmigungen für Wohnungen in Wohnheimen als Reaktion auf die Flüchtlingskrise als Einmaleffekt herausgerechnet, bleibt noch immer eine Zunahme um 18,5 v. H. Selbst wenn nicht alle genehmigten Bauvorhaben realisiert werden, ist auf dieser Basis von einem weiteren Anstieg der Fertigstellungszahlen auszugehen. Wir erwarten daher, dass bis 2020 die Wohnungsfertigstellungen auf 350.000 Wohnungen ansteigen werden.

Die Fertigstellungen verteilen sich in regionaler Sicht allerdings sehr differenziert, da sie sich stark am Bedarf ausrichten. Der Großteil der Fertigstellungen konzentriert sich in den Großstädten. Im Jahr 2015 konnten Hamburg mit 22,2 v. H. und Berlin mit 22,6 v. H. bereits die höchsten Zuwächse verzeichnen (vgl. Schaubild 7). Ein Rückgang war dagegen in Flächenländern wie Nordrhein-Westfalen (-12,1 v. H.), Rheinland-Pfalz (-10,9 v. H.) oder Thüringen (-6 v. H.) zu beobachten.

Insgesamt stieg die Zahl der Wohnungsfertigstellungen laut BBSR im Jahr 2015 deutschlandweit um knapp 1 v. H. gegenüber dem Vorjahr an. Werden nur Kreise mit Bevölke-

rungswachstum berücksichtigt, stieg dort die Fertigstellungszahl mit 2,4 v. H. deutlich überdurchschnittlich. Bezogen auf den Geschosswohnungsbau liegt die Steigerung sogar bei 6,4 v. H., was belegt, dass das Angebot auf die regionale Bevölkerungsentwicklung reagiert.

Diese zeigt sich in den Großstädten mit besonderer Dynamik. Entsprechend nahmen die Wohnungsfertigstellungen in den Big 7 (Hamburg, Berlin, Düsseldorf, Köln, Frankfurt a. M., Stuttgart, München) auch um 4,1 v. H. zu. Damit entfielen insgesamt 14,7 v. H. der deutschlandweiten Wohnungsfertigstellungen auf diese Großstädte.

Wird die Zahl der Fertigstellungen auf die Einwohnerzahl bezogen (Fertigstellungen/10.000 Einwohner), erreichen Frankfurt a. M., Hamburg und München die drei Spitzenplätze (vgl. Schaubild 8).

In Düsseldorf, Köln, München und Frankfurt a. M. zeigte sich 2015 eine Abschwächung der Dynamik, die Fertigstellungszahlen blieben aber dennoch auf hohem Niveau. Eine weiterhin ungebrochene Dynamik der Entwicklung zeigt sich in Hamburg, Stuttgart und Berlin. Insgesamt blieben 2015 die Fertigstellungszahlen in den Big 7 um beachtliche 30 v. H. unter der Zahl der genehmigten Wohnungen. Dies lässt für die kommenden Jahre eine weiterhin positive Entwicklung bei den Fertigstellungen erwarten.

Die dargestellte Entwicklung der Fertigstellungszahlen schlägt sich neben den Abgängen

Fertigstellungen Wohnungen in Wohn- und Nichtwohngebäuden 1995–2016

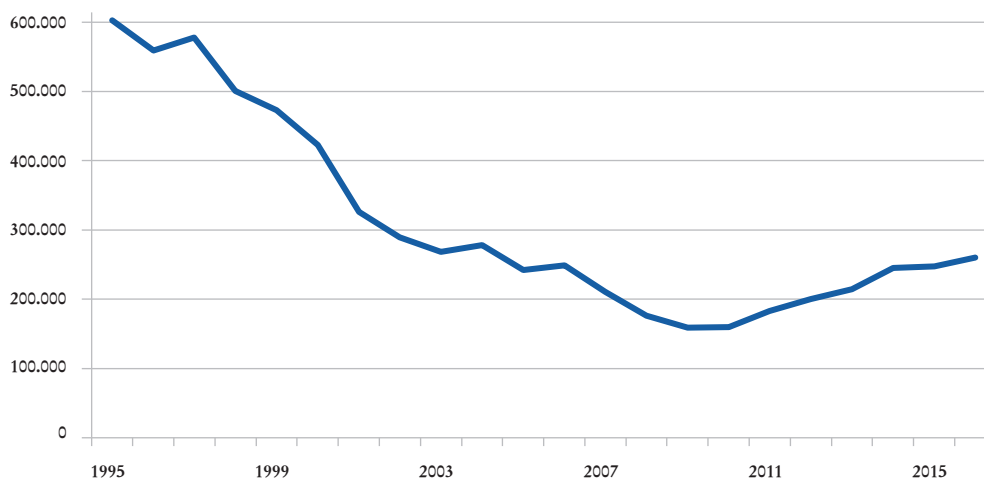
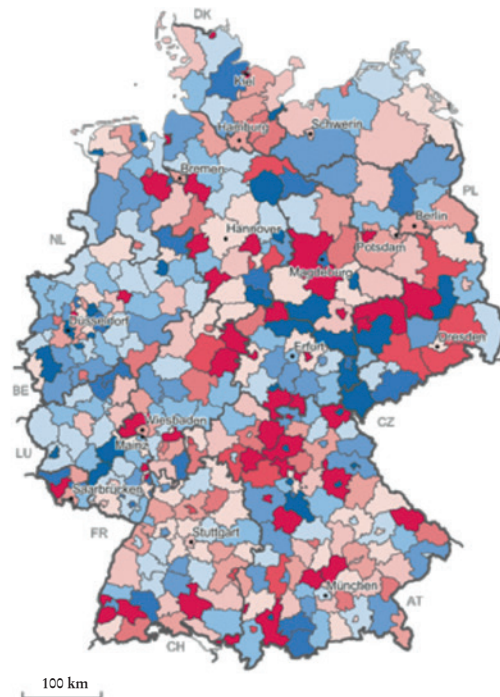


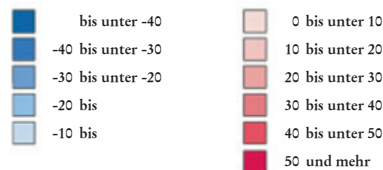
Schaubild 6
Quelle: Stat. Bundesamt 2017

Wohnungsfertigstellungen in Deutschland 2015

Baufertigstellungen – Entwicklung 2014 bis 2015

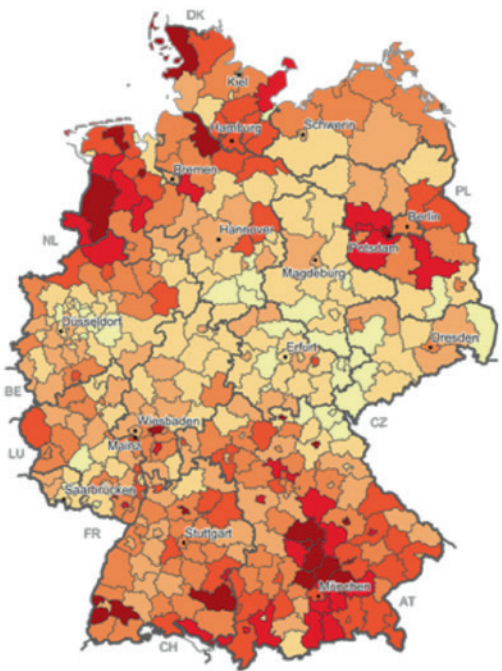


Entwicklung der fertiggestellten Wohnungen in neuen Wohn- und Nichtwohngebäuden sowie Maßnahmen an bestehenden Gebäuden 2014 bis 2015 in %

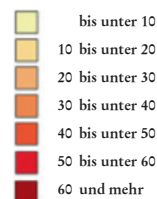


Datenbasis: BBSR-Wohnungsmarktbeobachtung.
Statistik der Baufertigstellungen und der Bevölkerung des Bundes und der Länder
Geometrische Grundlagen: BKG, Kreise, 31.12.2014

Baufertigstellungen 2015



Fertiggestellte Wohnungen in neuen Wohn- und Nichtwohngebäuden sowie Maßnahmen an bestehenden Gebäuden je 10.000 Einwohner* 2015



* Bevölkerung: Stand 31.12.2014

Schaubild 7
Quelle: BBSR 2016

als wesentlicher Faktor in der Veränderung des Wohnungsbestandes nieder. Seit 2005 ist in Deutschland ein kontinuierlicher Anstieg des Wohnungsbestandes zu verzeichnen (vgl. Schaubild 9). 2015 betrug die Zunahme 0,5 v.H., über den gesamten Beobachtungszeitraum stieg die Zahl der verfügbaren Wohnungen um 4,8 v.H.

Trotz der positiven Entwicklung der Fertigstellungen und des Wohnungsbestandes bleibt gemessen am vom BBSR ermittelten Neubaubedarf derzeit eine erkennbare Lücke. Für den Zeitraum 2015 bis 2020 berechnet das BBSR einen jährlichen Neubaubedarf von 272.000 Wohnungen (vgl. Tabelle 2). Dabei ist zu berücksichtigen, dass bei der Berechnung dieses

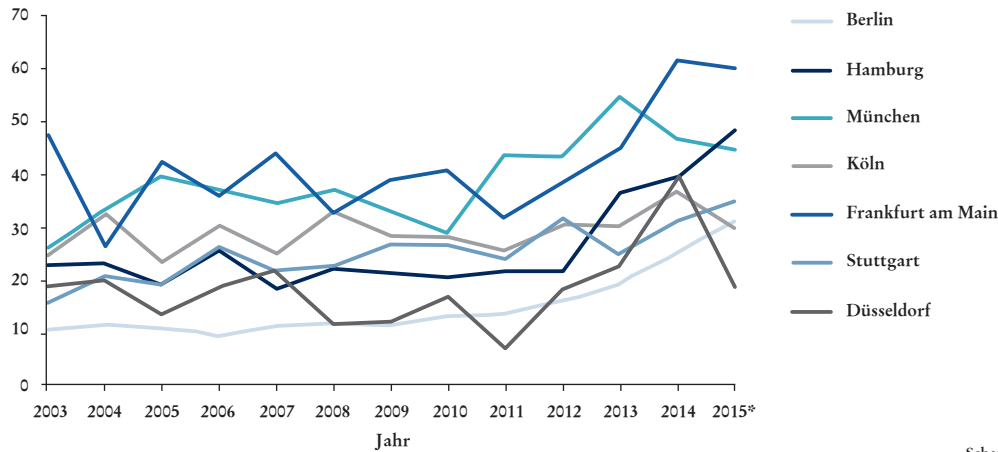
	2015-2020	2021-2025	2026-2030	2015-2030
Wohnungen in Ein- u. Zweifamilienhäusern	146.000	129.000	105.000	128.000
Wohnungen in Mehrfamilienhäusern	127.000	100.000	75.000	102.000
Summe	272.000	229.000	180.000	230.000

Tabelle 2: Neubaubedarf in Deutschland p.a.

Quelle: BBSR-Wohnungsmarktprognose 2030

Baufertigstellungen je 10.000 Einwohner in den sieben größten Städten Deutschlands (Top Seven)

Fertiggestellte Wohnungen je 10.000 Einwohner



* Bevölkerung: Stand 31.12.2014

Schaubild 8
Quelle: BBSR 2016

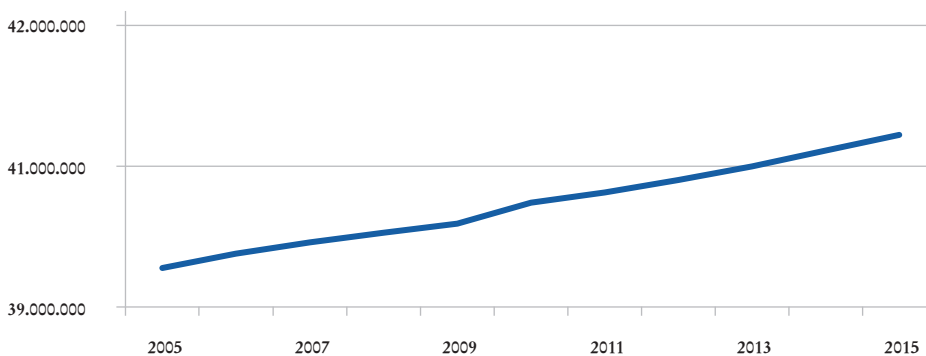
Bedarfs die aktuelle Haushaltsprognose des Statistischen Bundesamtes aus dem Februar 2017 noch nicht berücksichtigt ist. Da diese bis 2035 von einer weiter steigenden Haushaltszahl ausgeht, müsste sich auch der Neubaubedarf entsprechend erhöhen.

Im Vergleich zu den Fertigstellungen klafft bereits 2015 absolut eine Neubaulücke von 24.278 Wohnungen oder knapp 9 v. H. Der ab 2020 hier noch sinkende Neubaubedarf wird folglich erst mittel bis langfristig durch Fertigstellungen gedeckt werden können. Diese Zeitspanne verlängert sich bei einer Erhöhung des Neubaubedarfs aufgrund der Erkenntnisse der aktuellen Haushaltsprognose.

Dieser Bedarf fällt aber auch hier regional sehr unterschiedlich aus. In den dynamischen Ballungszentren und zahlreichen Universitätsstädten ist ein beachtlicher Bedarf vor allem im Geschosswohnungsbau zu erwarten. Im Umland der Agglomerationsräume Berlin, Hamburg und Frankfurt a.M. sind auch Potenziale für den Ein- und Zweifamilienhausbau gegeben. Gerade in den Ballungszentren ist aber zu berücksichtigen, dass hier die Verfügbarkeit geeigneter Flächen einen wesentlichen Engpassfaktor darstellt.

Die zu beobachtende Entwicklung bei den Wohnungsfertigstellungen führt zu entsprechender Nachfrage nach Wohnungsbauleistung.

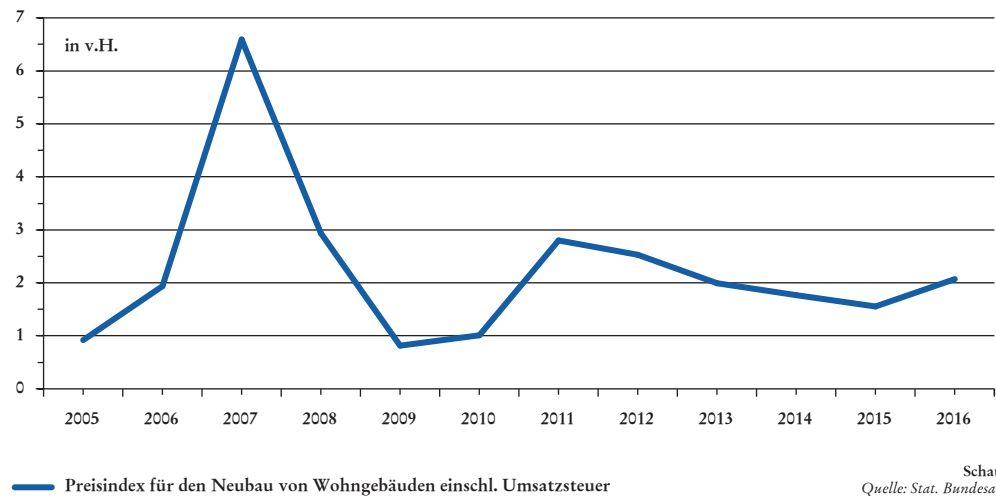
Entwicklung des Wohnungsbestandes 2005–2015



Wohnungsbestand zum 31.12. des Jahres

Schaubild 9
Quelle: Stat. Bundesamt 2016

Entwicklung der Baukosten in Deutschland 2005–2016



gen. Diese führt in der Folge auch zu steigenden Baukosten (vgl. Schaubild 10). Im vergangenen Jahr stiegen die Baukosten um 2,1 v. H., seit 2012 um insgesamt 7,6 v. H.

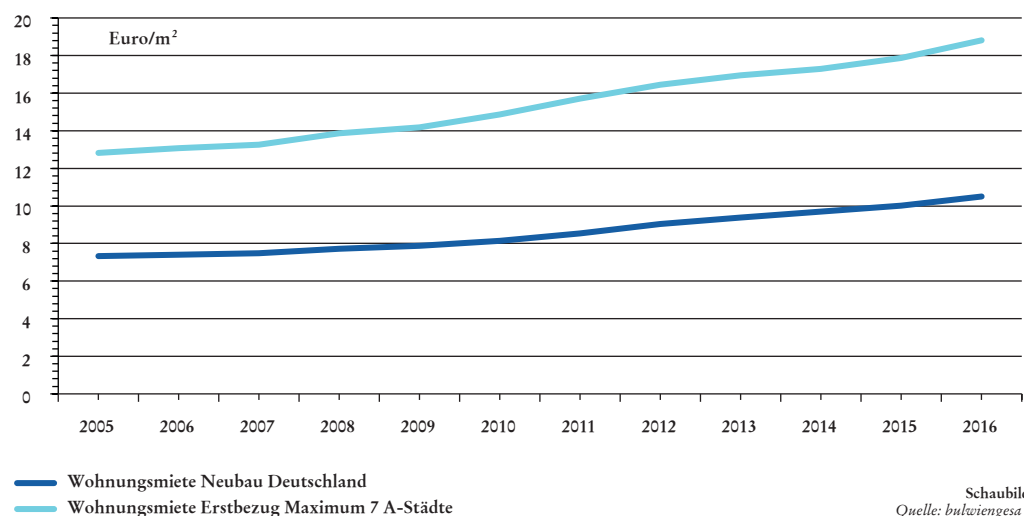
Die Neubautätigkeit schlägt sich damit in beobachtbar höheren Baukosten nieder. Dieser Kostenanstieg belastet allerdings die Zahl der Fertigstellungen kaum, da er zum einen auf ein hohes Nachfragevolumen trifft und zum anderen seinem langfristigen Trend folgt.

Eine wichtige Rolle für die Angebotsentwicklung gerade im Bereich der Mehrfamilienhäuser spielen die Mieten. Die Durchschnittsmiete für Neubauwohnungen in 125 deutschen Städten

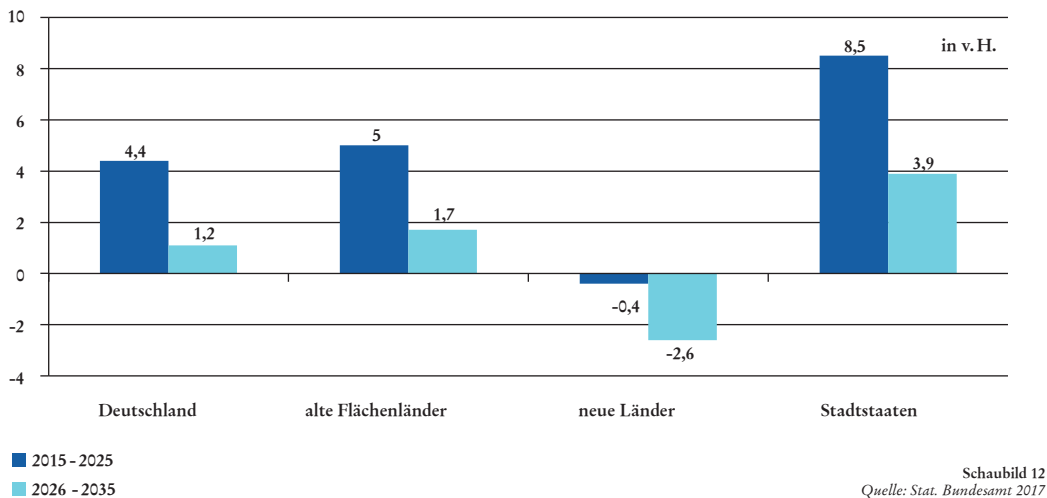
betrug nach Angaben der bulwiengesa AG 2016 10,50 Euro/m², was im Vergleich zum Vorjahr eine Zunahme von 4,8 v. H. bedeutet (vgl. Schaubild 11). Damit sind die Mieten für Neubauwohnungen hier kräftiger gestiegen als im Jahr 2015 (+3,2 v. H.). Im Bereich der Wiedervermietung von Bestandswohnungen konnte mit 5,2 v. H. eine höhere Zunahme beobachtet werden, allerdings mit 8,48 Euro/m² auf niedrigerem Niveau.

Auf einem deutlich höheren Niveau bewegen sich demgegenüber die Spitzenmieten in den sieben A-Städten Deutschlands. Hier wurden im vergangenen Jahr beim Erstbezug durchschnittlich 18,81 Euro/m² erreicht, womit die

Entwicklung der Mieten in Deutschland 2005–2016



Die Veränderung der Zahl der Haushalte in Deutschland 2015–2035



Mietpreise seit 2010 um 26,6 v. H. zugenommen haben. Entsprechend hat sich auch der Abstand zu den durchschnittlichen Neubaumieten um 5,7 v. H. vergrößert. Somit stellt die Mietentwicklung, gerade in den Agglomerationsräumen, ein das Wohnungsangebot förderndes Element dar.

2.3 Bestimmungsgrößen der Nachfrage

Der Bedarf an Wohnungen entsteht an den Orten, an welchen Menschen mit ihren Familien ihren Lebensmittelpunkt haben. Damit wird die Entwicklung der Zahl der Haushalte zur wesentlichen Bestimmungsgröße für die Nachfrage nach Wohnungen. Die Haushalte leben vermehrt in Orten mit überdurchschnittlicher Wirtschaftskraft, guten Ausbildungsmöglichkeiten und einer gut ausgebauten Infrastruktur, da hier für alle Altersklassen relevante Standortfaktoren zu finden sind.

Nach aktuellen Schätzungen des Statistischen Bundesamtes vom Februar 2017 wird die Zahl der Haushalte in Deutschland bis 2024 um 4,4 v. H. zunehmen (vgl. Schaubild 12). Bei der Berechnung legen wir das Szenario „Trend“ zugrunde, welches davon ausgeht, dass sich die Entwicklung zu kleineren Haushalten über den Prognosezeitraum weiter fortsetzt. Diese Zunahme verteilt sich unterschiedlich auf die Bundesländer. Während die neuen Länder bereits in diesem Zeitraum 0,4 v. H. der Haushalte verlieren werden, können die alten Flächenländer und die Stadtstaaten mit 5 v. H. bzw. 8,5 v. H. noch einen Zuwachs verzeichnen.

Ab 2026 bis zum Ende des Prognosezeitraums 2035 wird das Wachstum etwas gedämpfter verlaufen und die Zahl der Haushalte in Deutschland noch um 1,2 v. H. zunehmen. Während die alten Flächenländer (1,7 v. H.) und die Stadtstaaten (3,9 v. H.) noch weiter zulegen können, geht die Haushaltszahl in den ostdeutschen Flächenländern um 2,6 v. H. deutlicher zurück.

Der über den gesamten Prognosezeitraum erwartete Anstieg der Haushaltszahl und damit der Nachfrage nach Wohnungen liegt im Bevölkerungswachstum und der Veränderung der Lebensgewohnheiten der Bevölkerung begründet. Die durchschnittliche Zahl der Personen je Haushalt wird sinken, so dass der demografische Effekt der zunehmenden Bevölkerungszahl noch verstärkt wird.

Schaubild 13 zeigt, dass die Zahl der Personen je Haushalt bis 2035 auf 1,9 sinken wird, aktuell liegt sie noch bei 1,99 Personen/Haushalt. Ursachen hierfür sind beispielsweise die Beobachtung, dass jüngere Menschen länger eine eigene Wohnung behalten, auch wenn sie in einer Beziehung leben. Zudem leben ältere Menschen, deren Anteil überproportional steigen wird, zumeist allein oder zu zweit in einem Haushalt.

Die sich in Deutschland ebenfalls drastisch verändernde Altersstruktur der Bevölkerung hat ebenfalls eine stützende Wirkung auf die Nachfrage nach Wohnfläche. Die Ursache hierfür sind der Remanenz- und der Kohorteneffekt. Ersterer beschreibt die Beobachtung, dass über das Arbeitsleben die Wohnflächen-

inanspruchnahme tendenziell zunimmt, im Alter aber nicht wieder in gleicher Weise reduziert wird. Letzterer beschreibt die Zunahme der Flächennachfrage nachfolgender Generationen aufgrund höheren Wohlstandes. Das BBSR prognostiziert bis 2030 einen Anstieg der Wohnflächennachfrage in Deutschland von 7 v.H. Hauptverantwortlich für diesen Zuwachs ist die zunehmende Zahl von Eigentümerhaushalten, die eine höhere Flächennachfrage aufweisen als Mieterhaushalte. Während die Flächennachfrage der Mieterhaushalte im Prognosezeitraum um 4,9 v.H. zurückgehen wird, steigt die der Eigentümerhaushalte um 16,3 v.H. an.

Die Entwicklung der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte stellte eine weitere Stütze der Nachfrage nach Wohnungen dar. Im Zuge der guten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und niedrigen Inflationsraten zeigen sich seit 2015 die Zunahmen des verfügbaren Einkommens preisbereinigt stabil auf einem vergleichsweise hohen Niveau (vgl. Schaubild 14).

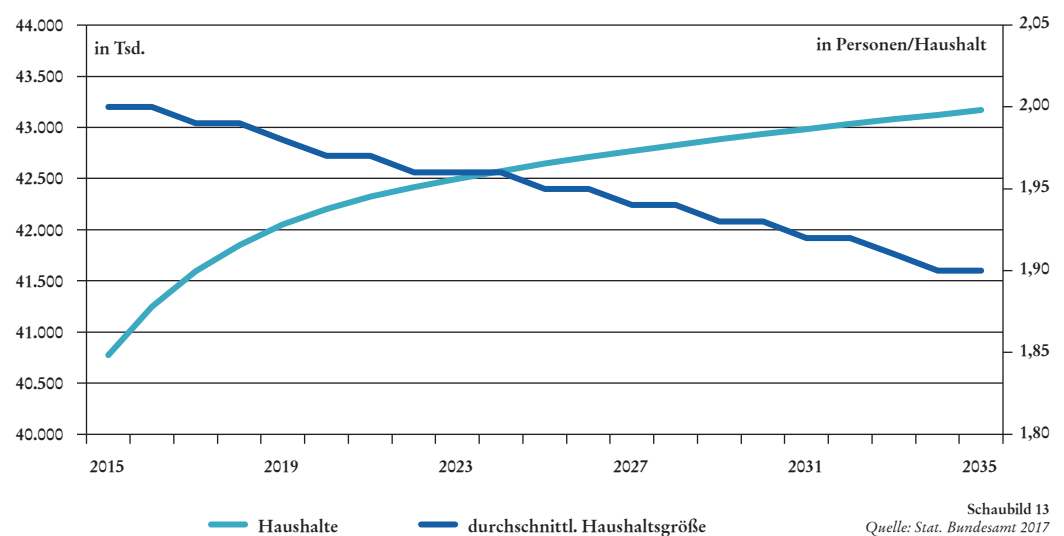
Im Jahr 2016 betrug dieser Anstieg 2,6 v.H., was deutlich über dem Durchschnitt der fünf Jahre zuvor liegt. 2017 erwarten wir eine Bestätigung dieses Anstieges, 2018 mit 2,8 v.H. wieder eine etwas höhere Zunahme. Damit haben die Haushalte in Deutschland seit 2013 eine zunehmend höhere Kaufkraft zur Verfügung, was sich unter sonst gleichen Bedingungen auch auf die Wohnungsnachfrage nachhaltig positiv auswirkt.

Der Erwerb von Wohneigentum erfolgt auf der Finanzierungsseite in Deutschland üblicherweise mit Hilfe von Wohnungsbaukrediten des Bankensektors. Je günstiger sich hier die Zinskonditionen gestalten, je attraktiver wird es für die Haushalte, Wohneigentum zu erwerben. Ein Blick auf die Zinsentwicklung der vergangenen Jahre zeigt, dass auch hiervon positive Impulse für die Nachfrage nach Wohnungen ausgegangen sind (vgl. Schaubild 15).

Im Jahr 2016 erreichten die Zinsen mit 1,7 v.H. ihren niedrigsten Wert seit 2003. Sie sind damit über den gesamten Zeitraum um 3,7 Prozentpunkte gesunken, womit die historisch niedrigen Leitzinsen der Europäischen Zentralbank sich auch in diesem für die Wohnungsbaufinanzierung wesentlichen Kreditsegment deutlich auswirken. Im Zusammenspiel mit der guten Einkommensentwicklung wird es für Haushalte attraktiver, eine angemietete Wohnung durch Wohneigentum zu substituieren.

Die Betrachtung des Zins-Einkommens-Indikators verdeutlicht dies. Exemplarisch wurde dieser Indikator für die Stadt München berechnet, deren Wohnungsmarkt als einer der attraktivsten unter den Big 7 gilt. Dies zeigt sich auch daran, dass sowohl Eigentumswohnungen als auch Ein- und Zweifamilienhäuser im vierten Quartal 2016 hier am teuersten in Deutschland waren. Der Indikator gibt an, welchen Teil des Einkommens ein Haushalt für die Zinszahlungen eines Wohnungskredites aufbringen muss. Hierbei werden einerseits das durchschnittlich

Zahl der Haushalte und durchschnittliche Haushaltsgröße 2015–2035



Entwicklung des realen verfügbaren Einkommens in Deutschland 2005–2018

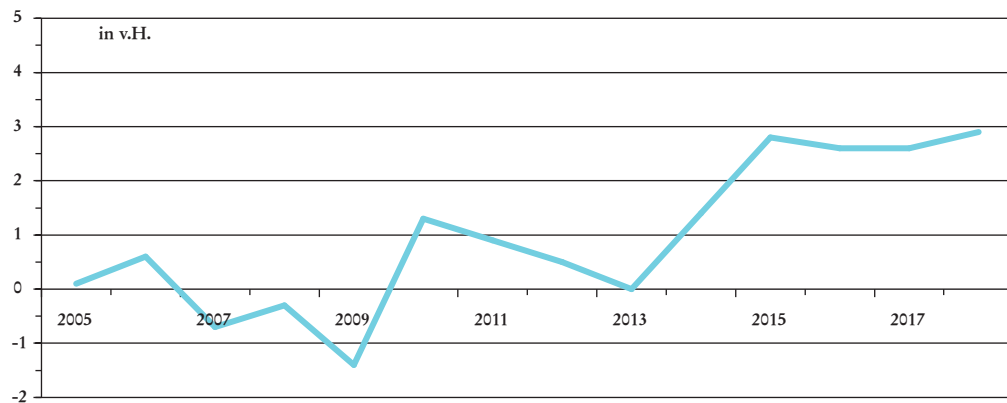


Schaubild 14
Quelle: Stat. Bundesamt, eigene Prognose

verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und der durchschnittliche Kaufpreise zugrunde gelegt, andererseits wird davon ausgegangen, dass 60 v. H. des Kaufpreises mit Hilfe eines Hypothekarkredites finanziert werden. Je niedriger der Indikatorwert ist, je leichter fällt es Haushalten die Zinskosten zu tragen und damit Eigentum zu erwerben. Ein Wert von 100 würde dagegen bedeuten, dass ein Haushalt sein gesamtes verfügbares Einkommen für den Zinsdienst aufbringen müsste. In den Jahren 1991, 1992 und 1994 überstieg der Indikator für die Einfamilienhäuser in München sogar diesen Wert.

Die gute Entwicklung auf der Einkommens- und Finanzierungsseite führt dazu, dass der Indikatorwert seit 2011 sinkt. 2015 erreichte er einen Wert von 31,1 bei Einfamilienhäusern und 12,3 bei Eigentumswohnungen. Im Jahr 2013 lagen die Werte zum Vergleich noch bei 42,2 und 15,5. Damit werden die Haushalte durch die Finanzierungsseite trotz der steigenden Immobilienpreise weniger stark belastet, was wiederum zu verstärkter Nachfrage führt.

Zudem werden gerade selbstgenutzte Wohnimmobilien für die Haushalte zunehmend ein

Effektivzinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte 2003–2016

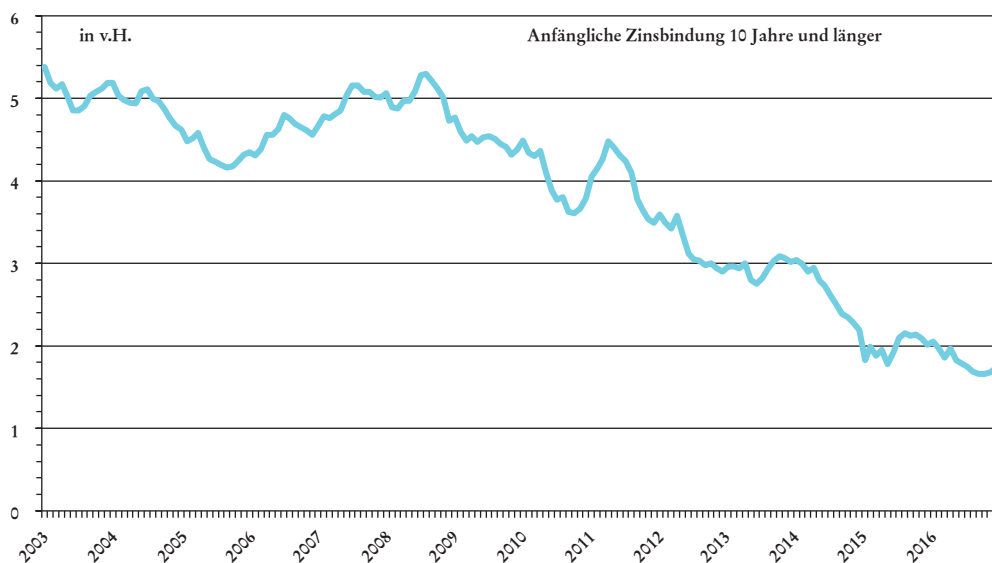


Schaubild 15
Quelle: Deutsche Bundesbank

wichtiger Teil des Aufbaus von Vermögen zum Zwecke der Alterssicherung. Da alternative Anlagen (wie bspw. Bundesschatzbriefe oder Wertpapiere) kaum noch Rendite versprechen, werden Wohnimmobilien zunehmend begehrter.

Neben den privaten Haushalten sind institutionelle Anleger die zweite wichtige Nachfragergruppe am Wohnungsinvestmentmarkt. Treten Haushalte hier als Selbstnutzer oder Kleinvermieter in Erscheinung, verfolgen Anleger ein Renditeziel. Ihr Interesse gilt dabei weniger einzelnen Wohnungen als vielmehr ganzen Wohnungsportfolios. Im gesamten Jahr 2016 wurden in diesem Segment nach Angaben von Jones Lang LaSalle 137.000 Wohnungen im Wert von insgesamt 13,7 Mrd. Euro transferiert. Gemessen am Wert bedeutet dies einen Rückgang um 45,2 v. H. Dabei ist zu berücksichtigen, dass im Jahr 2015 zum einen ein enorm hoher Wert erreicht wurde, der zum anderen in einer Reihe großer Transaktionen von mehr als 500 Mio. Euro begründet liegt. Gemessen am 10-Jahres-Mittelwert liegt das Transaktionsvolumen 2016 noch beachtliche 20 v. H. darüber. Beliebtestes Ziel der Investoren war im vergangenen einmal mehr Berlin, gefolgt von Frankfurt a.M. Etwa ein Viertel des investierten Kapitals stammt von ausländischen Anlegern, wobei chinesische Investoren erstmals den größten Anteil hatten. Institutionelle Anleger tragen damit nicht unbedeutend zur Wohnungsnachfrage gerade in den Big-7-Städten bei.

Insgesamt ist die Nachfrage nach Wohnimmobilien in Deutschland damit auf einem regional konzentrierten hohen Niveau. Während der ländliche Raum weiter an Attraktivität verliert, können Großstädte und hier vor allem die Metropolregionen auch in Zukunft mit einer weiteren Zunahme der Nachfrage rechnen.

2.4 Spekulative Übertreibung oder fundamental bestimmtes Marktergebnis?

Der deutsche Wohnungsmarkt ist insgesamt geprägt von einer durch die dargestellten Faktoren guten Entwicklung der Nachfrage nach Wohnungen. Die Angebotsentwicklung bleibt hinter der Veränderung der Nachfrage zurück, so dass insgesamt eine Angebotslücke zu konstatieren ist. Auf regionaler Ebene kann es aber auch zu Angebotsüberhängen kommen, so dass sich ein differenziertes Bild der Marktentwicklung in Deutschland ergibt.

Bei Veränderungen der Nachfrage nach Wohnungen reagieren als erste Marktgröße die Wohnungsleerstände. In Deutschland haben diese nach Angaben des BBSR im Jahr 2015 4,5 v. H. oder absolut 1,8 Mio. Wohnungen betragen. Damit konnte das erste Mal seit 2011 ein Rückgang der Leerstandsquote für alle Bundesländer beobachtet werden. Dies führte jedoch nicht zu einer Reduzierung der regionalen Spreizung der

Zinsausgaben-Einkommen-Indikator München 1990–2015

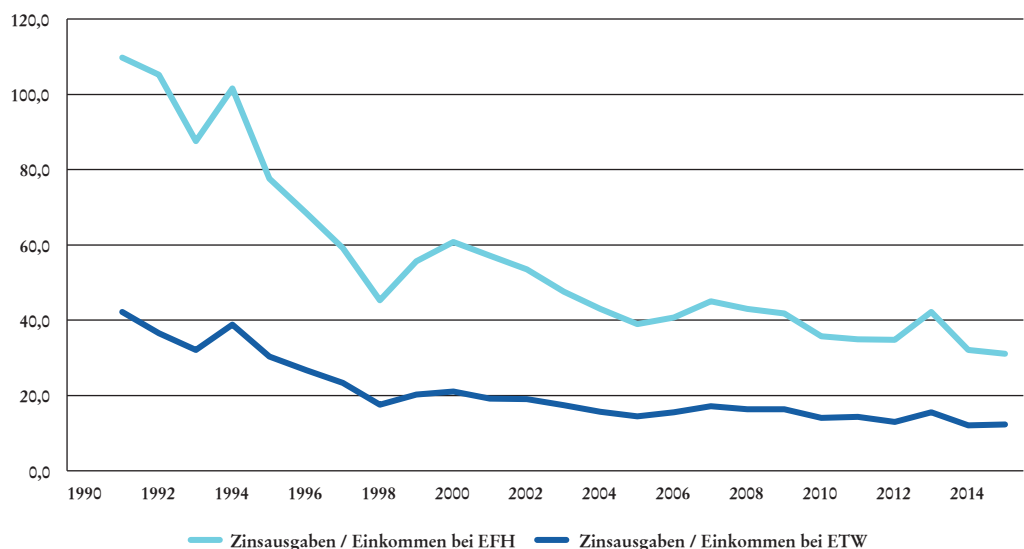


Schaubild 16

Quelle: Stat. Bundesamt, buktwiengesa AG

Entwicklung. Unter den Flächenländern weisen Schleswig-Holstein (3,4 v.H.), Baden-Württemberg (3,5 v.H.), Nordrhein-Westfalen und Bayern (je 3,8 v.H.) die niedrigsten Leerstände auf. Thüringen (8,4 v.H.), Sachsen (10,1 v.H.) und Sachsen-Anhalt (11,3 v.H.) bilden mit den höchsten Leerständen die Schlusslichter. In den Metropolen Berlin, Hamburg, Frankfurt a.M. und München erreicht die Leerstandsquote Werte von unter 1 v.H., so dass hier kaum noch Wohnungen verfügbar sind. Wohnungsleerstände von unter 2 v.H. sind nach Angaben des Statistischen Bundesamtes problematisch, da Leerstände um die 2 v.H. notwendig sind, damit Umzüge insgesamt reibungslos stattfinden können. Gemessen an diesem Indikator sind die Wohnungsmärkte der genannten Metropolen als angespannt einzustufen.

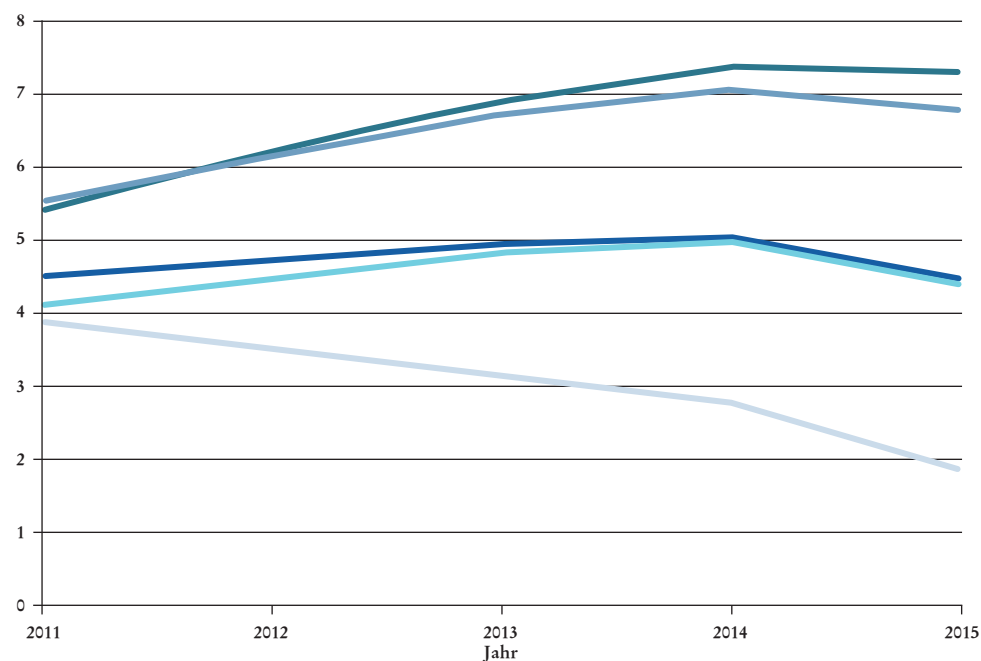
Die Spreizung zwischen den Regionen zeigt auch eine differenzierte Betrachtung der Entwicklung der Leerstandsquote nach unterschiedlichen Kreistypen (vgl. Schaubild 17). Die höchsten Leerstände weisen hierbei dünn besiedelte ländliche Kreise auf. Etwas geringere Leerstandsanteile zeigen ländliche Kreise mit Verdichtungsansätzen, wobei die Entwicklung beider Gruppen in etwa parallel verläuft.

Deutlich niedrigere Leerstände sind im Vergleich hierzu in städtischen Kreisen zu beobachten. Mit 2 v.H. auf noch einmal wesentlich geringerem Niveau findet sich die Leerstandsquote der kreisfreien Großstädte, die damit seit 2011 um 2 Prozentpunkte gesunken ist. Zum Vergleich stieg die Quote in ländlichen Kreisen im selben Zeitraum um 2 Prozentpunkte auf 7 v.H. an. Hier wird auch in Zukunft ein wesentlich höheres Leerstandsrisiko, vor allem bei Wohnungen in Mehrfamilienhäusern, zu erwarten sein.

Neben der Abnahme der Leerstandsquote führt der beobachtete Nachfrageüberhang zu steigenden Preisen bei Wohnimmobilien. Da in den besonders präferierten Städten aufgrund des hohen Verdichtungsgrades nur eingeschränkt Bauland zur Verfügung steht, stehen hier vor allem Mehrfamilienhäuser im Fokus der Marktteilnehmer. Dementsprechend sind auch deutliche Preisanstiege bei neu errichteten Eigentumswohnungen in den 125 Marktstädten zu beobachten (vgl. Schaubild 18).

Seit 2010 liegt der Preisindex für Eigentumswohnungen im Erstbezug über dem für neu erstellte Reihenhäuser. Dies ist Folge der be-

Entwicklung der Wohnungsleerstände 2011–2015



Siedlungsstrukturelle Kreistypen

- Kreisfreie Großstädte
- Ländliche Kreise mit Verdichtungsansätzen
- Städtische Kreise
- Dünn besiedelte ländliche Kreise
- Insgesamt

Schaubild 17
Quelle: BBSR 2016

reits seit 2004 zu beobachtenden höheren Dynamik der Preisentwicklung bei den Eigentumswohnungen. Der Anstieg betrug hier im Jahr 2015 6,1 v.H., gegenüber einer Zunahme von 5,7 v.H. bei den Reihenhäusern. Seit 2010 legten die Preise für Eigentumswohnungen um insgesamt 38,2 v.H. zu, die Reihenhauspriese stiegen im selben Zeitraum um 28,6 v.H.

In den sieben A-Städten ist die größte Lücke zwischen Angebot an und Nachfrage nach Wohnungen zu beobachten. Mit durchschnittlich 8,5 v.H. fallen hier die Preisanstiege entsprechend deutlich für Eigentumswohnungen aus (vgl. Schaubild 19). Während Stuttgart, Köln und München hier überdurchschnittliche Steigerungsraten aufweisen, entspricht die Entwicklung in Düsseldorf gut dem Durchschnitt. Unterdurchschnittliche Zunahmen weisen Berlin, Frankfurt a.M. und Hamburg auf.

In München ist eine Eigentumswohnung im Erstbezug mit durchschnittlich 6.500 Euro/m² mit Abstand am teuersten. Unter den sieben A-Städten ist sie demgegenüber in Köln mit 3.750 Euro/m² am günstigsten. Dies ergibt mit 2.750 Euro/m² eine beträchtliche Spannweite unter den Top-Standorten.

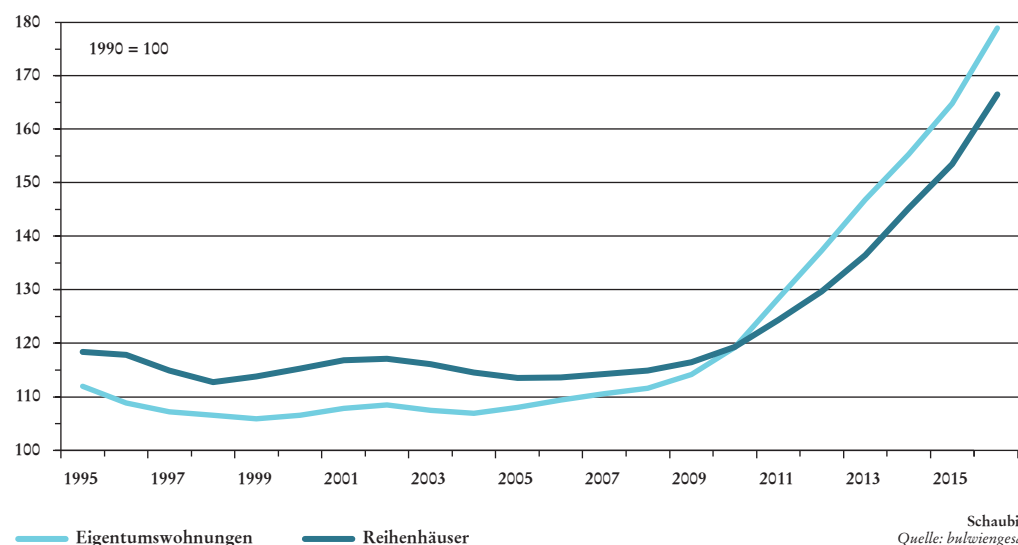
Eine ähnliche Spannweite zeigt die Betrachtung der Entwicklung der Wohnimmobilienpreise nach Regionstypen (vgl. Schaubild 20). Hier zeigen erwartungsgemäß die Wachstumsregionen mit einer Zunahme der Preise um 7 v.H. im Jahr 2016 die dynamischste Entwicklung. In den stagnierenden Regionen legten die Preise

im Vergleich dazu um 5,4 v.H. zu, während sie in den Schrumpfungsregionen um 3 v.H. an-zogen. Diese erreichen damit in etwa das Preis-niveau des Jahres 2004.

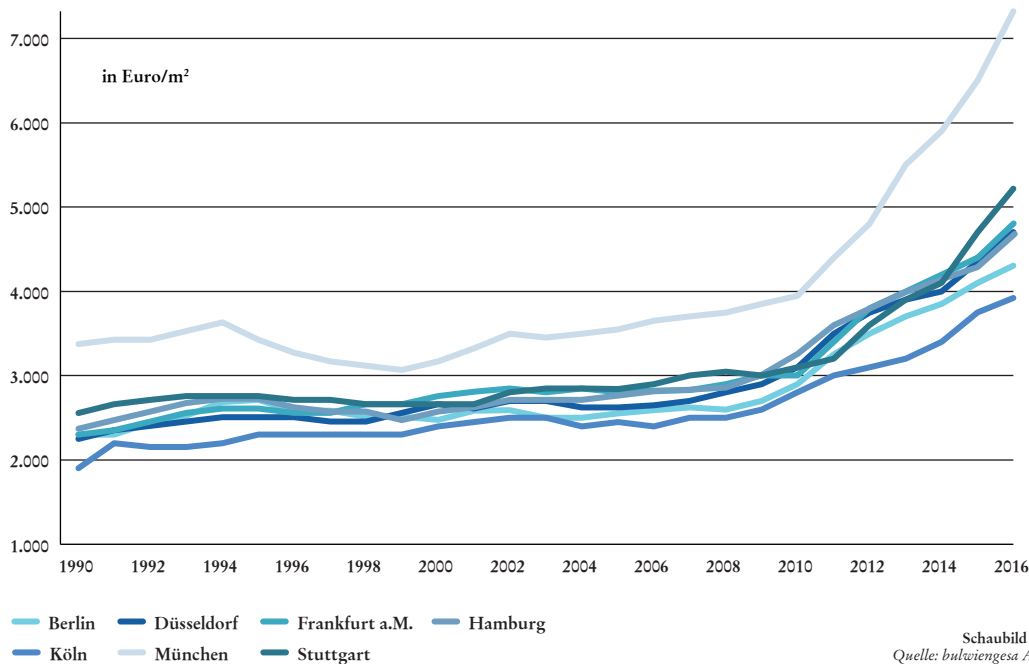
Diese differenzierte Entwicklung beeinflusst auch die Entscheidungen institutioneller Investoren am Wohnungsmarkt. Die in den Metropolen deutlich steigenden Preise bringen die Renditen weiter unter Druck, so dass auch Standorte in deren Umland oder Universitätsstädte in deren Fokus rücken. Vor allem in diesen Wachstumsregionen treten daher institutionelle Anleger auf, die in einem insgesamt schwierigen Anlageumfeld Investments mit vergleichbar niedrigem Risiko suchen. Zudem ist es nach wie vor möglich, dass gerade ausländische Investoren deutsche Wohnimmobilien für noch immer unterbewertet halten, trotz der z.T. deutlichen Preissteigerungen.

Ein weiterer wichtiger Aspekt der Marktentwicklung in den Wachstumsregionen ist ein Missmatch zwischen Angebot und Nachfrage. Neue Fertigstellungen sind zumeist Eigentumswohnungen im oberen Preissegment, zugeschnitten auf die erwartete kleinere Haushaltsgröße. Daneben gibt es aber auch Bedarf an bezahlbarem Wohnraum für Familien, der durch die Anbieter nicht ausreichend bereitgestellt wird. Damit entsteht eine sozialpolitisch relevante Versorgungslücke, welche der Markt nicht schließen wird. Entsprechend sind hier die politischen Entscheidungsträger gefragt, diese Versorgungslücke mit geeigneten Maßnahmen zu schließen.

Immobilienpreisindizes Reihenhäuser und Eigentumswohnungen 1995–2016



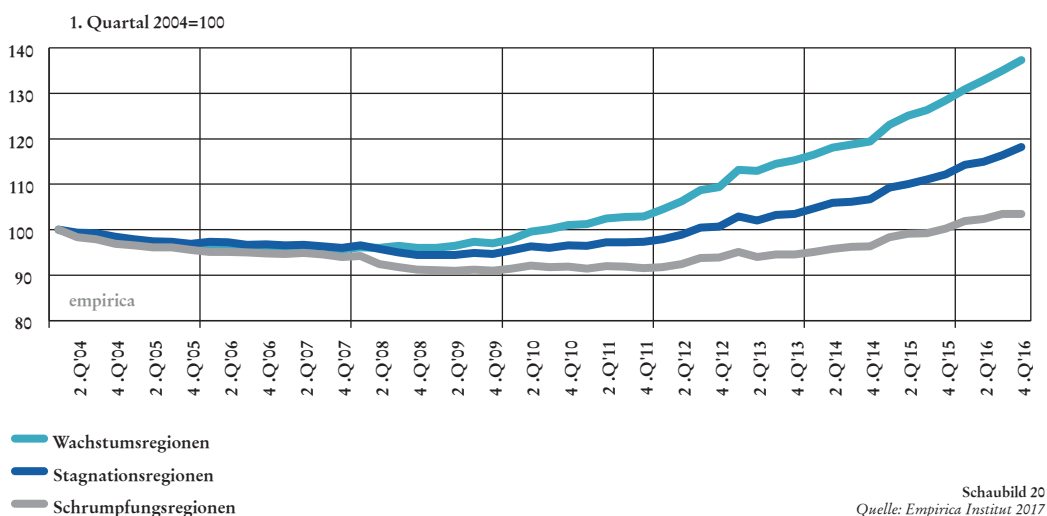
Preise für Eigentumswohnungen in A-Städten 1990–2016



Vor dem Hintergrund der Immobilienzyklusanalyse weist die Entwicklung des Marktes für Wohnimmobilien in Deutschland alle Merkmale einer Expansionsphase auf. Eine zunehmende Nachfrage trifft auf ein limitiertes Immobilienangebot, so dass es zu den beobachteten Preissteigerungen kommen muss. Erst in der langen Frist, wenn die Zunahme der Zahl der Haushalte an Dynamik verliert und die Fertigstellungen den Bedarf wieder decken

können ist damit zu rechnen, dass diese Phase endet und es in einigen Regionen auch zu Überbauungen kommen kann. Insoweit handelt es sich bei der Entwicklung des Gesamtmarktes eher nicht um die Bildung einer spekulativen Preisblase, da sie durch fundamentale Einflussgrößen erklärbar ist. Allerdings sind derzeit damit zum einen die realwirtschaftlichen Ursachen der Bildung einer spekulativen Preisblase gegeben. Im Zusammenspiel mit den auch

Immobilienpreisindex nach Regionstypen 2004–2016



weiterhin günstigen Zinsen bei der Immobilienfinanzierung (als eine der finanzwirtschaftliche Ursachen) sind folglich beide notwendigen Bedingungen für das Auftreten einer Preisblase am Wohnimmobilienmarkt gegeben. Bedingt durch die ebenfalls guten gesamtwirtschaftlichen Perspektiven sehen die Marktteilnehmer zudem optimistisch auf die weitere Entwicklung des Marktes, was ein wesentliches Merkmal für die Phase der spekulativen Euphorie ist.

Wir sehen in den genannten Metropolregionen und auch einigen Universitätsstädten (z. B. Münster) Tendenzen zur Bildung einer spekulativen Blase. Letztlich hängt es vom Verhalten der Marktteilnehmer ab, ob eine Blase sich bis zu ihrem Platzen entwickeln wird. Selbst wenn es auf diesen regionalen Teilmärkten zu einem solchen Szenario käme, würde dies nicht den kompletten Zusammenbruch des Marktes bedeuten (vgl. Exkurs).

Exkurs: Was wäre wenn ... die Preise für Wohnimmobilien um 30 v. H. einbrechen?

Zunächst ist zu betonen, dass es sich hier um ein Gedankenspiel handelt und nicht um ein realistisches Marktszenario für den deutschen Markt.

Für die selbstnutzenden Besitzer einer Wohnimmobilie hätte diese Entwicklung zunächst keine direkten Auswirkungen. Dies gilt auch für die privaten Kleinvermieter, da der Cash-flow der Mieten sich hierdurch nicht verändert.

Betroffen wären institutionelle Anleger mit der risikofreudigen „buy-and-sell“-Strategie, die zumeist in den Metropolregionen zu finden sind. Ihr Geschäftsmodell wäre nicht länger funktionsfähig und im Falle des Exits käme es zu deutlichen Verlusten.

Wird eine „buy-and-hold“-Strategie verfolgt, sind die Mieten wiederum ausschlaggebend für den Erfolg des Geschäftsmodells. Da diese aber nicht unmittelbar betroffen sind, müssen zwar die Bestandswerte angepasst werden, die Einnahmenseite bliebe aber unverändert.

Das Kreditausfallrisiko für den Bankensektor erhöht sich demnach nur bei der Finanzierung opportunistischer Investments. Das Ausfallrisiko des „normalen“ Hypothekarkredites bleibt unverändert, da es eher von Risiken wie Arbeitslosigkeit oder Scheidung bei privaten Haushalten oder Missmanagement bei Wohnungsunternehmen abhängt.

Aus makroökonomischer Sicht ist nicht zu erwarten, dass durch den Preisrückgang eine gesamtwirtschaftliche Krise ausgelöst wird. Der private Konsum wird kaum betroffen sein, da die Kreditvergabe kaum vom Immobilienwert abhängt (anders als etwa in den USA).

Zeigen sich die Rahmenbedingungen des Wohnimmobilienmarktes (abgesehen von Preisen) jedoch unverändert, bliebe es bei einer vergleichsweise hohen Nachfrage und einem demgegenüber limitierten Angebot. In der Folge würden die Preise alsbald wieder beginnen zu steigen, regional wiederum mit sehr unterschiedlicher Dynamik. Das spekulative Element der Marktentwicklung wäre für einen Moment nicht mehr wirksam. Je nach Tempo der Erholung kann es früher oder später aber wieder auftreten – zuerst in den florierenden Metropolregionen.

Mit dem erwarteten Rückgang der Dynamik des Anstiegs der Zahl der Haushalte und daraus resultierenden Anpassungen beim Neubaubedarf (vgl. Tab. 2) wird mittelfristig der Immobilienzyklus am Wohnungsmarkt die Phase der Expansion beenden. Schon heute ziehen Inländer netto aus den Städten, was sich dämpfend auswirken wird. Die sinkende Nachfrage wird dann zu einer Abkühlung der dynamischen Preisentwicklung führen, auch in den Metropolregionen. Wie stark die Preisrückgänge ausfallen werden, hängt im Wesentlichen davon ab, ob bis dahin die Fertigstellungen den Bedarf decken bzw. es zur Überbauung kommt. Je stärker diese ausfällt, je deutlicher werden die Marktpreise reagieren.

3 Wohnungsmarkt USA

Der Auslöser der letzten internationalen Finanzkrise war das Platzen der spekulativen Preisblase am Wohnimmobilienmarkt der USA. Vor dem Hintergrund der dargestellten Entwicklung des deutschen Marktes soll nun kurz auf die Lage des Wohnimmobilienmarktes in den USA geschaut werden.

Während des letzten Booms konnten hier spekulative Preissteigerungen beobachtet werden, angeführt von Los Angeles mit einer Zunahme von 265,5 v. H. (1996-2006). Nach dem Platzen der Blase brachen die Preise drastisch ein, dem

Standard & Poors Case/Schiller-Index zufolge um knapp 34 v.H. bis zur ersten Jahreshälfte 2012 (vgl. Schaubild 21). Seitdem befindet sich der Wohnimmobilienmarkt der USA gemessen an den Immobilienpreisen wieder in einer Wachstumsphase.

Zuletzt erreichte der US-Hauspreisindex wieder Werte des Jahres 2007. Dies führt zu der Frage, ob der US-Wohnimmobilienmarkt damit wieder auf eine Preisblase zusteuert, deren Platzen wesentliche Risiken auch für die weltwirtschaftliche Entwicklung bedeutet.

Die US-Wirtschaft befindet sich seit 2012 auf Erholungskurs. Das Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes lag im vergangenen Jahr bei 2,4 v.H., für das laufende Jahr werden 2,5 v.H. erwartet. Entsprechend zeigt sich auch der Arbeitsmarkt in guter Verfassung, die Arbeitslosenquote betrug 2016 4,9 v.H., was den niedrigsten Wert seit 2007 bedeutet. Trotz der Erhöhung der Leitzinsen durch das Federal Reserve Board sind die Finanzierungskonditionen für den Hauskauf noch immer günstig.

Ein wesentlicher verstärkender Faktor für die Nachfrage nach Wohnimmobilien ist in den USA

die demografische Entwicklung mit weiterhin erwartetem Bevölkerungswachstum. Verstärkt wird dieser Effekt durch eine im Vergleich dazu überproportionale Zunahme der Haushalte. Hier zeigt sich das auch für Deutschland und für andere Industrieländer charakteristische Merkmal der Zunahme der Ein- und Zweipersonen-Haushalte. In Kombination mit einer guten Einkommensentwicklung und dem niedrigen Zinsniveau ergibt sich eine hohe Nachfrage nach Wohnimmobilien.

Demgegenüber steigen die Fertigstellungszahlen in den USA. Im Vergleich zum Vorjahr nahmen sie nach Angaben des U.S. Census Bureau um 8,9 v.H. zu. Auch hier konzentriert sich die Neubautätigkeit in den großen Städten und dort vor allem im Geschosswohnungsbau.

Insgesamt ergibt sich daher auch für den US-Wohnimmobilienmarkt ein Nachfrageüberhang, der steigende Preise zur Folge haben muss. Die beobachteten Preissteigerungen führen bereits dazu, dass gerade junge Amerikaner sich ein Eigenheim nicht mehr leisten können, was eine zurückgehende Eigentumsquote, sinkende Leerstandszahlen und steigende Mieten

U.S. Home Price Index 1987–2016

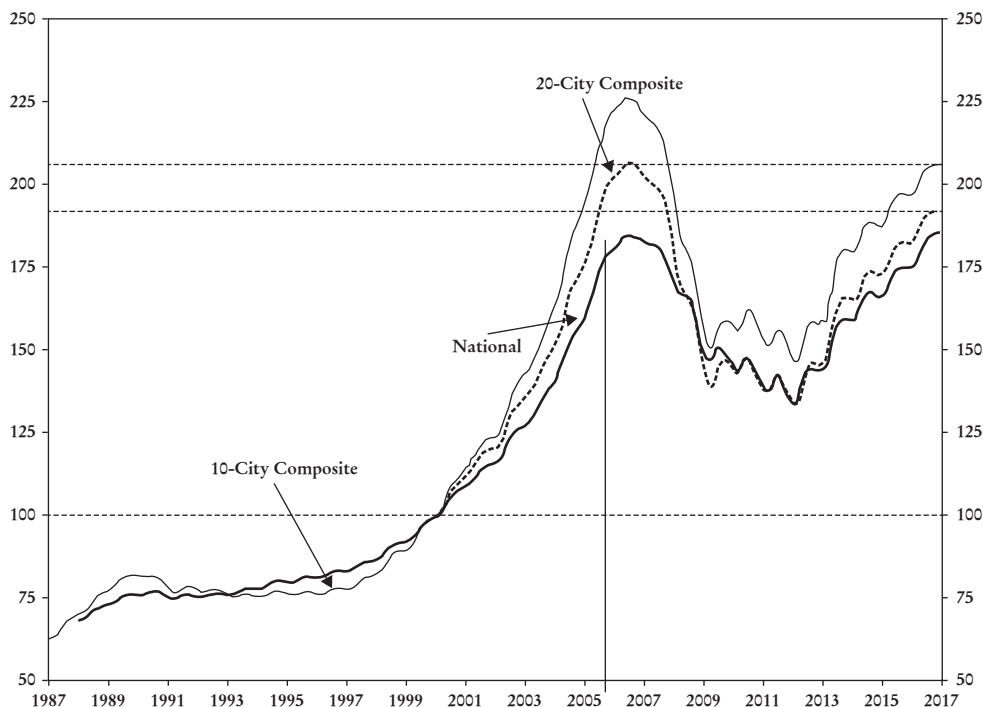


Schaubild 21
Quelle: Standard & Poors

belegen. Dennoch haben die Preissteigerungen noch nicht die Dynamik der letzten Preisblase erreicht.

Wir sehen in den USA derzeit noch keine Rückkehr zu der im Wesentlichen spekulativ bestimmten Preisbestimmung. Dennoch ist die Entwicklung mit ernst zu nehmenden Risikofaktoren behaftet. Einer dieser Faktoren ist der „Wohlstandseffekt“ bei steigenden Immobilienpreisen. Hausbesitzer fühlen sich in dieser Situation reicher und erhöhen kreditfinanziert ihren privaten Konsum. Bei der vorherrschenden variablen Verzinsung können im Falle von Zinserhöhungen die Zins- und Tilgungsleistungen nicht mehr erbracht werden. Bei sinkenden Hauspreisen schrumpft zudem das als Sicherheit dienende Vermögen für Umschuldungen, so dass Kredite schließlich nicht mehr bedient werden können. Ein weiterer Risikofaktor ist die ungewisse Wirtschaftspolitik der neuen Regierung. Bislang scheint diese auf kurzfristige Wachstumseffekte angelegt zu sein, was das Marktgeschehen auf dem Wohnimmobilienmarkt weiter anheizen dürfte. Bleiben diese Effekte aber kurzfristiger Natur, ist im Anschluss eine Abschwungphase zu erwarten. Je nachdem, wie stark die Entwicklung zuvor angeheizt wurde, kann sich eine spekulative Preisblase bei den Wohnimmobilien bilden. Diese würde mit Beginn der Abschwungphase platzen und aufgrund der Kreditvergabepraxis neben dem Bankensektor auch den privaten Konsum belasten.

Gerade aufgrund der genannten Risikofaktoren und des liberalen Marktumfeldes ist die Entwicklung des Marktes für Wohnimmobilien in den USA unserer Ansicht nach kritischer zu beurteilen als die in Deutschland, obwohl die Entwicklungsrichtung, vor allem in den Metropolregionen, durchaus Parallelen aufweist.

4 Schlaglicht: Immobilienmarktsegmente

In Bezug auf den Immobilien-Investmentmarkt stellen Wohnimmobilien nur eine von vielen möglichen Anlagealternativen dar. Die Entscheidung eines Investors hängt also auch von der Entwicklung anderer Segmente des Investmentmarktes ab. Schlaglichtartig sollen im Folgenden einige Anlagealternativen im Immobilienbereich betrachtet werden.

Der Immobilien-Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien in Deutschland entwickelt sich gemessen am Transaktionsvolumen trotz eines Rückgangs von 4 v. H. im vergangenen Jahr seit der internationalen Finanzkrise auf einem stetigen Wachstumstrend (vgl. Schaubild 22). Im Jahr 2016 konnte ein Volumen von 53,6 Mrd. Euro erreicht werden.

Ein Vergleich des Transaktionsvolumens des vergangenen Jahres mit dem des Jahres 2014 zeigt eine Zunahme von 32,3 v. H., womit die Entwicklung nicht wesentlich vom langfristigen Trend abweicht. Die gute gesamtwirtschaftliche Entwicklung und stabile Rahmenbedingungen führen auch hier, wie bei den Wohnimmobilieninvestments, zu einer steigenden Attraktivität deutscher Objekte, auch für ausländische Anleger. Der Rückgang des Volumens im vergangenen Jahr ist dabei dem begrenzten Angebot geschuldet.

Der größte Teil der Investments entfiel mit 45 v. H. auf Büroimmobilien, gefolgt von Einzelhandelsimmobilien mit 24 v. H. (vgl. Schaubild 23). Im Vergleich zum Vorjahr konnten Büroimmobilien damit vier Prozentpunkte zulegen, wogegen Einzelhandelsimmobilien sieben Prozentpunkte verloren haben.

Der deutsche Immobilien-Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien 2007–2016

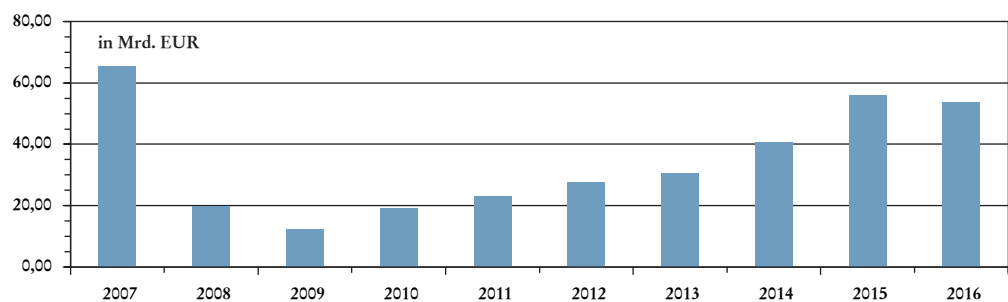
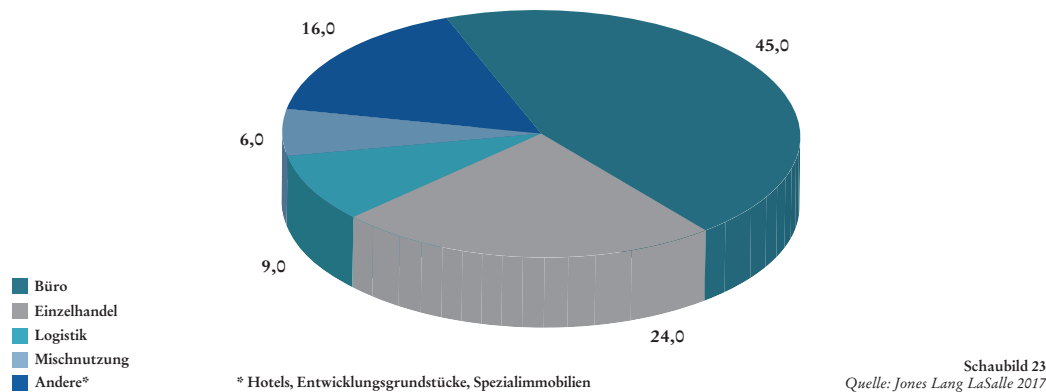


Schaubild 22
Quelle: bulwiengesa AG, eigene Schätzung

Anteile am gewerblichen Transaktionsvolumen 2016

in v. H.



Ebenfalls Anteile steigern konnten die Logistikimmobilien (+ drei Prozentpunkte) und die Rubrik „Andere“ (+ fünf Prozentpunkte), wobei hier in erster Linie Spezialimmobilien wie Pflege- und Seniorenheime die Entwicklung getragen haben. Bei diesen erreichten die Transaktionen im Jahr 2016 ein größeres Volumen, als in den beiden Jahren zuvor zusammen.

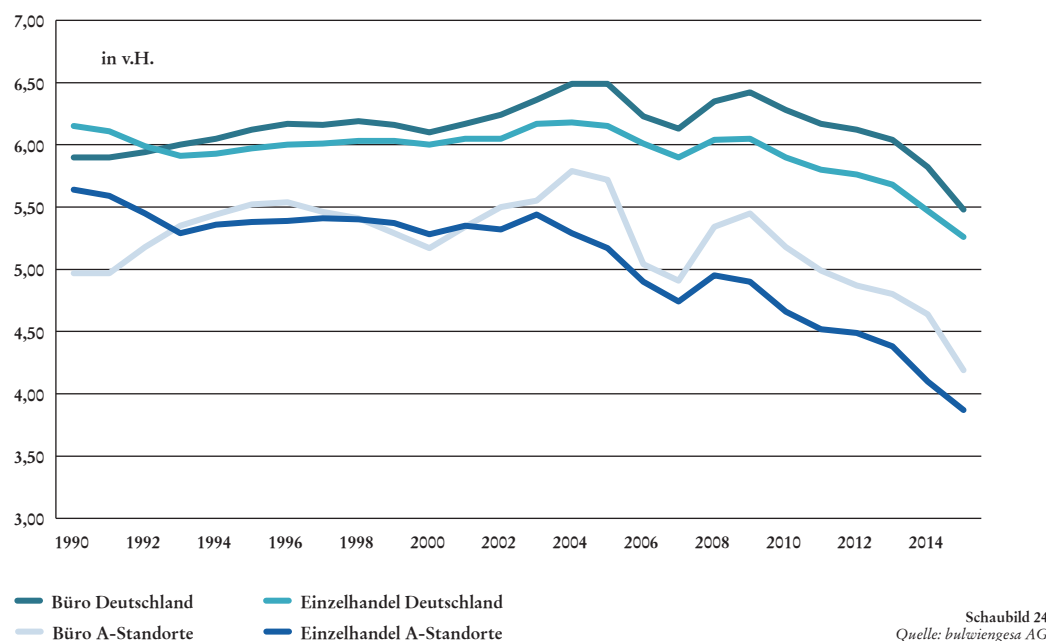
Der deutsche Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien zeigt sich weiterhin äußerst beliebt bei ausländischen Investoren. Im 2016 entfielen 48 v.H. des Transaktionsvolumens auf diese

Anlegergruppe. Sie haben damit ihre Bestände an deutschen Immobilien weiter erhöht und sind tragende Akteure bei der Nachfrage nach Gewerbeobjekten.

Wie auf dem Markt für Wohnimmobilien liegt auch bei den Gewerbeimmobilien ein Nachfrageüberhang vor, der zu steigenden Preisen und damit sinkenden Nettoanfangsrenditen führt (vgl. Schaubild 24).

Der Druck auf die Nettoanfangsrenditen nimmt damit seit 2009 kontinuierlich zu. Allerdings führte dies bislang noch nicht zu einem

Nettoanfangsrenditen Gewerbeimmobilien 1990–2015



grundlegenden Wechsel in der Anlagestrategie. Nach wie vor sind Core-Immobilien gefragt, erst langsam rücken auch B-Lagen in den Top Standorten in den Fokus, so dass der Rendite-spread zu den Toplagen noch vergleichsweise groß ist, was auf eine noch begrenzte Risiko-freude hindeutet.

Im Vergleich zum Investmentmarkt für Wohn-immobilien zeigen sich eindeutige Parallelen: Ein Nachfragüberhang, vor allem in den Top-Standorten, sinkende Renditen durch steigende Preise und ein seit der internationalen Finanz-krise zu beobachtender eindeutiger Trend-verlauf der Marktentwicklung.

Übersicht der bisher erschienenen Studien:

Juni 2001	Die Finanzierung von Fußballstadien
November 2002	Krankenhausmarkt im Umbruch (Teil I)
Januar 2004	Krankenhausmarkt im Umbruch (Teil II) – Handlungsoptionen für die Zukunft
März 2005	Immobilienmärkte – Einflussfaktoren und Perspektiven
August 2005	Real Estate Investment Trusts
Dezember 2005	Housing Bubble USA – Crash or Soft Landing?
März 2006	Logistikimmobilien – eine neue Chance für den Gewerbeimmobilienmarkt?
September 2006	Liquiditätsschwemme auf deutschen Immobilienmärkten Liquidity hurricane in Germany's property markets
April 2007	Abenteuerland Asien?
August 2007	Herausforderungen für Einzelhandelsimmobilien
März 2008	Zukunft der Wohnimmobilien und der Wohnungsunternehmen in Deutschland
August 2008	Entwicklungstrends für Hotelimmobilien in Deutschland
April 2009	Demographische Herausforderungen für die Immobilienmärkte
August 2009	Einzelhandelsimmobilien – Trends auf der Angebotsseite
März 2010	Büroimmobilienmarkt der Zukunft
August 2010	Immobilien-Investmentmarkt: Nach dem Boom ist vor dem Boom
März 2011	Logistikimmobilien – Cluster mit differenzierten Entwicklungspotenzialen
August 2011	Neue Trends im deutschen Einzelhandel
März 2012	Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft
August 2012	Perspektiven der Wohnungsmärkte in Deutschland
März 2013	Immobilien-Investmentmärkte in Deutschland
August 2013	Perspektiven der Einzelhandelsimmobilienmärkte in Deutschland
April 2014	Megatrends der Immobilienmärkte in Deutschland
August 2014	Wohnen in Deutschland – differenzierte Situation und Perspektiven
März 2015	Immobilien-Investmentmarkt – die Party geht weiter
August 2015	Einzelhandelsimmobilienmärkte in Deutschland – aktuelle Herausforderungen
März 2016	Logistik und E-Commerce
August 2016	Megatrends und ihre Bedeutung für die Entwicklung von Immobilienmärkten

Disclaimer

Diese Studie ist erstellt worden von der DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK AG („Deutsche Hypo“) und richtet sich ausschließlich an Empfänger innerhalb der Bundesrepublik Deutschland.

Diese Studie dient allein Informationszwecken und stellt insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebotes zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung irgendeines Anlagentitels oder einer Finanzdienstleistung dar.

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Studie im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufsprospekt oder einen sonstigen anderen Börsenprospekt. Insofern stellen die in dieser Studie enthaltenen Informationen lediglich eine Übersicht dar und dienen nicht als Grundlage einer möglichen Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines Investors. Vielmehr wird dringend empfohlen, dass jeder Investor vor seiner Kaufentscheidung die vollständigen Verkaufs- bzw. Börsenprospekte liest.

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen ersetzen alle vorherigen Versionen einer solchen Studie und beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Unterlagen. Zukünftige Versionen dieser Studie ersetzen die vorliegende Fassung. Eine Verpflichtung der Deutsche Hypo, die Informationen in dieser Studie zu aktualisieren oder in regelmäßigen Abständen zu überprüfen, besteht nicht. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die von uns für zuverlässig erachtet wurden. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Studie geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile unseres Hauses dar, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit keinerlei Gewähr übernommen werden kann. Zudem enthält diese Studie im Zusammenhang mit der Deutsche Hypo diverse zukunftsgerichtete Aussagen und Informationen, die auf den Überzeugungen der Deutsche Hypo-Geschäftsleitung sowie auf

Annahmen und Informationen basieren, die dem Deutsche Hypo-Management derzeit zur Verfügung stehen. Ausgehend von den bekannten und unbekannten Risiken, die dem Geschäft der Deutsche Hypo anhaften sowie Unsicherheiten und anderen Faktoren, können die zukünftigen Resultate, Wertentwicklungen und Ergebnisse abweichen, die aus solchen zukunfts- oder vergangenheitsgerichteten Aussagen hergeleitet wurden. Daher soll in solche zukunfts- oder vergangenheitsgerichteten Aussagen kein uneingeschränktes Vertrauen gesetzt werden.

Die Weitergabe dieser Studie an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, ein Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder von Teilen dieser Studie ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung der Deutsche Hypo zulässig.

Die Verteilung oder Weitergabe dieser Studie und der hierin enthaltenen Informationen kann in manchen Rechtsordnungen unzulässig sein oder bestimmten Restriktionen unterliegen. Soweit Personen in diesen Rechtsordnungen in den Besitz dieser Studie gelangen oder Kenntnis von deren Inhalten erlangen, sind diese selbst zur Einhaltung solcher Restriktionen verpflichtet.

Eine Annahme und Verwendung dieser Studie und der hierin enthaltenen Informationen ist nur bei Akzeptanz der vorstehenden Bedingungen zulässig.

© Copyright 2017. Deutsche Hypo, Markt-Analyse, D-30159 Hannover, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Hypo Markt-Analyse“ gebeten.

DEUTSCHE / HYPO

Ein Unternehmen der NORD/LB

Deutsche Hypothekenbank
(Actien-Gesellschaft)

Osterstraße 31
30159 Hannover
Telefon +49 511 3045-0
Telefax +49 511 3045-459
Mail@Deutsche-Hypo.de
www.Deutsche-Hypo.de