



Immobilien Quarterly

Ausgabe Q1/2024 25.01.2024 | LBBW Research | Macro/Strategy

2024: Bitte anschnallen zur Landung!

01 Auf einen Blick S. 2

02 Immobilien Heatmap S. 3

- Büro: Leerstand wächst, Zinsrückgang hilft
- Wohnen: Bewertungsniveau korrigiert

03 Konjunktur, Inflation und Zinsen S. 4

- Leitzinssenkungen nicht vor Juni

04 Büroimmobilien S. 5

- Pessimismus dominiert

05 Wohnimmobilien S. 8

- Bodenbildung rückt näher

06 Sonderthema S. 11

- Weniger Klimaschutz, mehr Bau?

07 Anhang S.14

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

LBBWResearch@LBBW.de

Erstellt am:
25.01.2024 08:55

01 |

Auf einen Blick

- Dem **Büroimmobilienmarkt** stehen noch schmerzliche Quartale bevor. Der ausgeprägte Pessimismus birgt die Gefahr einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale, die die Preise auch unter ihr fundamental gerechtfertigtes Niveau führen könnte. Zumindest Zweidrittel des Weges bis zum Boden sollten inzwischen hinter uns liegen, auch wenn die Leerstände 2024 in ähnlichem Tempo ansteigen dürften wie 2023.
- Der Preistrend von **Wohnimmobilien** weist zwar noch immer nach unten, wir erwarten aber nur noch einen weiteren Rückgang um knapp 5 %. Die Wohnraumknappheit bleibt groß, und ein von uns erwarteter Rückgang der Hypothekenzinsen auf rund 3,5 % bis Jahresende mindert 2024 den Abwärtsdruck. Während die Preise von Neubauten erheblich stabiler bleiben als Bestandsobjekte, haben Mehrfamilienhäuser mit einem kräftigen Preisabschlag auf den vergangenen Zinsanstieg reagiert.
- Die Bundesregierung hat ihre Prioritäten etwas weg von **Klimaschutzmaßnahmen** hin zur Stützung des Bau- und Immobiliensektors verschoben. Angesichts der schwierigen Haushaltslage dürfte der Impuls aber überschaubar bleiben. Die Novelle der EU-Gebäuderichtlinie (**EPBD**) verzichtet bei Wohngebäuden auf Mindesteffizienzanforderungen, bei Gewerbeimmobilien aber nicht. Bei Letzteren läuft nun eine Trennlinie durch den Markt.
- **Konjunkturell** sehen wir Deutschland in einer Stagnation gefangen. Die weitere Inflationsentwicklung ist maßgeblich für den Zeitpunkt einer ersten EZB Leitzinssenkung. Wir erwarten sie im Juni. Die **Langfristzinsen** dürften 2024 seitwärts tendieren.

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

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

Zinsen und Spreads					
in %		aktuell	31.03.24	30.06.24	31.12.24
EZB Einlagesatz		4,00	4,00	3,75	3,00
Bund 10 Jahre		2,32	2,20	2,00	2,10
Fed Funds		5,50	5,50	5,25	4,25
Treasury 10 Jahre		4,14	4,05	3,80	3,85
BBB Bundspread (in Bp.)		147	155	150	140

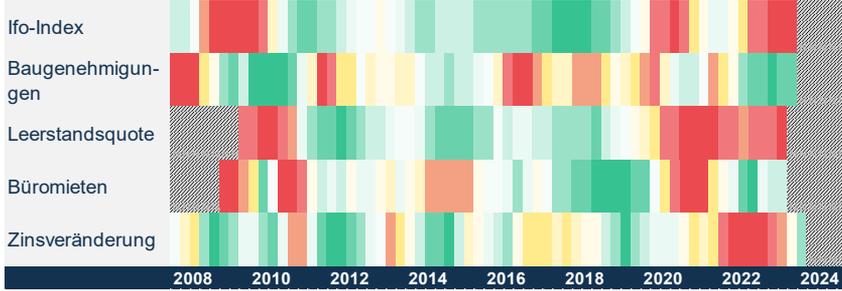
Quellen: LSEG, LBBW Research



02 |

Immobilien Heatmap

Abb. 1: Büroimmobilien – Treiber für die Preisentwicklung *)

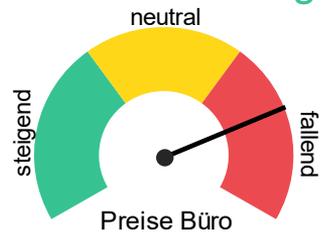


Grüne Farbe = Indikator spricht für steigende Preise; rote Farbe = Indikator spricht für fallende Preise.
 Quellen: LSEG, Bloomberg, ifo Institut, Destatis, Colliers, vdpResearch, LBBW Research

Die schwache Konjunktur – abzulesen am ifo-Geschäftsklimaindex – lastet weiterhin auf dem Büromarkt. Die Bauaktivität ist zwar auf dem Rückzug und reduziert das künftige Angebot an neuen Flächen, doch die Leerstände steigen unbeirrt an und haben in unserer Heatmap nun den tiefroten Bereich erreicht. Die Mieten tendieren leicht schwächer, bleiben aber ein unterstützender Faktor. Die Kapitalmarktzinsen sind zuletzt gesunken. Das hilft dem Markt. In Summe schätzen wir die Lage für den Büroimmobilienmarkt unverändert schwierig ein.

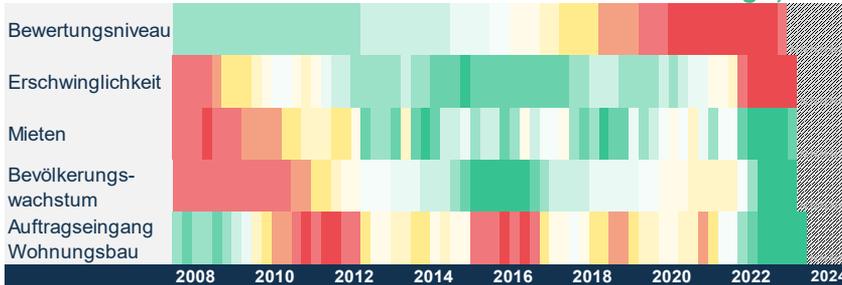
Büro: Leerstand wächst, Zinsrückgang hilft

Unsere Wertung



Preise Büro

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

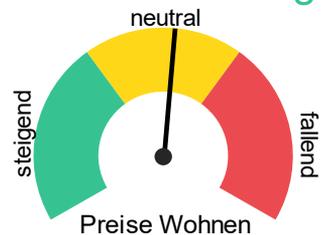


Grüne Farbe = Indikator spricht für steigende Preise; rote Farbe = Indikator spricht für fallende Preise.
 Quellen: LSEG, OECD, Deutsche Bundesbank, vdpResearch, Destatis, LBBW Research

Das Bewertungsniveau des deutschen Wohnimmobilienmarktes ist im historischen Vergleich zwar immer noch hoch, doch haben sich die von uns betrachteten Bewertungskennziffern etwas entspannt. Diese sind die Relationen der Immobilienpreise zu den verfügbaren Einkommen, zu den Mieten und den Verbraucherpreisen. Der Indikator für die Erschwinglichkeit ist ungeachtet dessen weiterhin tiefrot und wird es wohl vorerst auch bleiben. Der Anstieg der Mieten hat unseren Daten zufolge leicht nachgelassen, ist aber weiterhin ein Faktor, der die Preise für Wohnimmobilien stützt. Das Wachstum der Bevölkerung sowie der Einbruch der Auftragseingänge im Wohnungsbau deuten auf eine anhaltende Knappheit an Wohnraum hin. Im Vergleich zur letzten Ausgabe dieser Publikation fällt unsere Gesamtwertung ein wenig positiver aus.

Wohnen: Bewertungsniveau korrigiert

Unsere Wertung



Preise Wohnen

*) Erläuterungen zu den beiden Heatmaps siehe Anhang.

03 |

Konjunktur, Inflation und Zinsen

Inflation entscheidend für Zinsentwicklung, Konjunktur bleibt mau

Die Inflationsrate ist ein gutes Stück gesunken, doch ein nachhaltiges Erreichen der Zweiprozentmarke dürfte sich noch hinziehen. Das ist das entscheidende Kriterium für künftige Zinssenkungen. Konjunkturell sehen wir Deutschland derzeit in der Stagnation gefangen.

Abb. 3: BIP-Wachstum und Inflationsrate in Deutschland in %

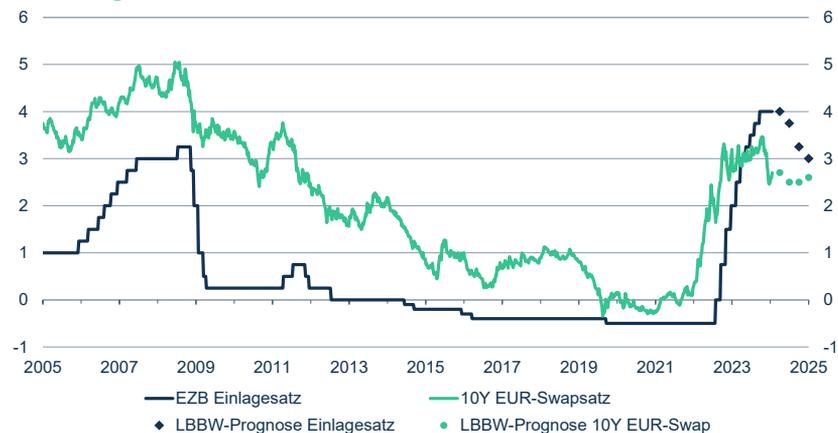


Quellen: LSEG, LBBW Research

Leitzinssenkungen nicht vor Juni

Die Geldmärkte nehmen eine Zinssenkung um 25 Basispunkte derzeit bereits für die Ratssitzung im April vorweg. Daran glauben wir nicht. Selbst der EZB-Chefvolkswirt und traditionelle Fürsprecher für eine lockere Geldpolitik, Philip Lane, erklärte am 13. Januar, erst bei der geldpolitischen Sitzung am 6. Juni werde die EZB über hinreichend Informationen verfügen, um gegebenenfalls die Zinsen zu senken. Das erachten wir als wahrscheinlichsten Termin für eine erste Anpassung und erwarten insgesamt Leitzinssenkungen um 100 Basispunkte im laufenden Jahr. Da sich die Finanzmärkte bereits auf Zinssenkungen eingestellt haben, dürfte bei den langfristigen Zinssätzen die Entwicklung unter Schwankungen seitwärts verlaufen.

Abb. 4: Leitzins und Kapitalmarktzins inkl. Prognosen des LBBW Research in %



Quellen: LSEG, LBBW Research

Inflation auf gutem Weg, aber noch nicht am Ziel

Langfristzinsen nehmen Leitzinssenkungen vorweg

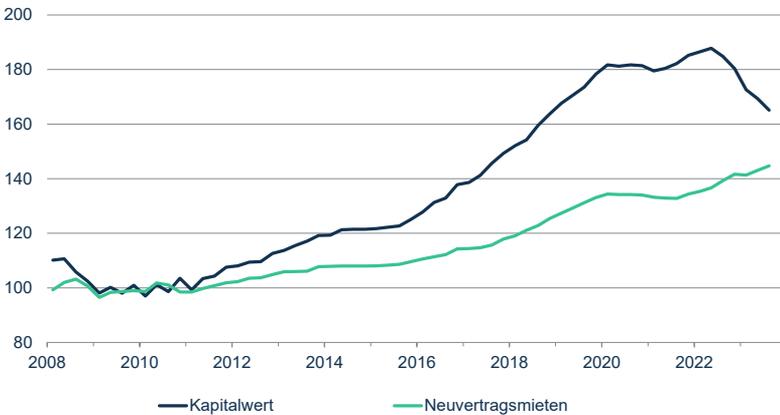
04 |

Büroimmobilien: Pessimismus dominiert

Marktlage von schwachem Geschäft geprägt

Einem Bonmot zufolge sind Prognosen schwierig, besonders wenn sie die Zukunft betreffen. Das dürfte zumal für den Büroimmobilienmarkt gelten, für den sich offenbar schon die zurückliegende Entwicklung kaum beziffern lässt. Eine Auswahl an Einschätzungen gefällig? Laut dem Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) lagen die Preise für Büroimmobilien im dritten Quartal vergangenen Jahres 12 % unter ihrem Höchststand vom vorletzten Jahr. Der Victor Prime Office Indikator von JLL für Premiumobjekte in fünf Großstädten notiert 27 % unter seinem Peak. Colliers berichtet für die Top-7-Städte sogar von einem Rückgang der Kapitalwerte erstklassiger Büroimmobilien von 36 % seit dem Höhepunkt Anfang 2022 bis September 2023. Ein Teil der Unterschiede zwischen diesen Angaben resultiert daraus, welche Städte und Objekte erfasst sind. Der Preisrückgang in den Metropolstädten dürfte in der Tat größer sein als im Bundesdurchschnitt, da die dortigen Märkte während der Niedrigzinsphase stärker heiß gelaufen waren. Daneben fordert aber auch die schlechte Datenbasis ihren Tribut: Immobilienmakler melden für 2023 einen Rückgang des Transaktionsvolumens auf rund ein Viertel des Vorjahreswertes. Das macht es schwer, belastbare Angaben zur zurückliegenden Preisentwicklung zu treffen.

Abb. 5: Preis- und Mietentwicklung von Büroimmobilien, 2010 = 100



Quellen: vdpResearch, LBBW Research

Bei Mieten ist die Datenbasis zwar besser, das Bild aber uneinheitlich. Der vdp meldet einen Anstieg der Neuvertragsmieten im dritten Quartal gegenüber dem Vorjahresquartal von 3,9 %. Im zweiten Quartal lag das Plus noch bei 4,7 %. Maklerhäuser berichten über steigende Spitzenmieten, aber sinkende Durchschnittsmieten. Angesichts dessen dürften Vermieter 2024 verstärkt versuchen, Mietinteressenten Objekte mit Hilfe von Incentives wie zum Beispiel mietfreien Zeiten schmackhaft zu machen.

Beschäftigungswachstum flaut ab

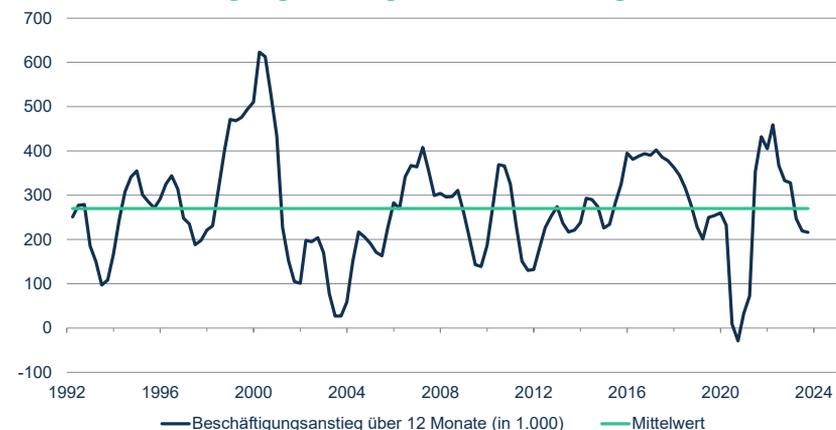
Sowohl auf den Preisen als auch den Mieten lasten zum einen die schwache Konjunktur in Deutschland und zum anderen die steigenden Leerstände – verbunden mit der bangen Frage, wo diese ihren Gipfel

Extrem unterschiedliche Daten zur vergangenen Entwicklung

Mieten entwickeln sich schwächer

finden werden. Konjunkturell dürfte 2024 allenfalls der Gegenwind schwächer werden – mit Blick auf die Beschäftigungsentwicklung ziehen sogar neue Wolken auf. Das Beschäftigungswachstum lag im Dienstleistungsbereich zuletzt unter seinem langjährigen Durchschnitt. Dies dürfte vorerst wohl auch so bleiben.

Abb. 6: Beschäftigungsanstieg im Dienstleistungsbereich



Betrachtete Sektoren: Öffentlicher Dienst, Gesundheit, Bildung, Immobilien, Banken, Versicherungen, IT, Kommunikation, Business Services

Quellen: LSEG, LBBW Research

**Beschäftigung
wächst
langsamer**

Homeoffice bedeutet einen Strukturwandel für den Büromarkt

Auf längere Sicht belastet die demografische Entwicklung das Beschäftigungswachstum, da mehr Menschen in den Ruhestand gehen, als an Berufseinsteigern nachkommt. Zudem sind Büroangestellte nicht mehr so vor Ort präsent wie früher. Hybride Arbeitsmodelle, bei denen Angestellte an einigen Tagen der Woche im Büro und an den anderen von Zuhause aus arbeiten, sind zum Normalfall geworden. Verschiedene Umfragen deuten darauf hin, dass im Vergleich zu der Zeit vor der Corona-Pandemie die Anwesenheit im Büro im Schnitt um rund 20 % gesunken ist. Dies dürfte sich nicht 1:1 in steigende Leerstände übersetzen, da New-Work-Modelle oft mehr Raum für Gemeinschaftsflächen vorsehen, um den Austausch der Mitarbeiter untereinander zu fördern und die Attraktivität des Arbeitsplatzes zu erhöhen. Zudem werden die Flächen nur nach und nach frei, wenn zum Beispiel Mietverträge auslaufen oder Kündigungsoptionen gezogen werden und Unternehmen die Gelegenheit ergreifen, die angemietete Fläche zu reduzieren. Einer Umfrage des ifo-Instituts zufolge planen derzeit 11,9 % der Unternehmen im Dienstleistungssektor und 8,1 % der Industrieunternehmen, ihre Büros wegen Homeoffice zu verkleinern. 84 % der Unternehmen wollten ihre aktuellen Regeln zum Homeoffice beibehalten, auch wenn immerhin mehr als 30 % der Unternehmen die Einschätzung vertreten, eine Rückkehr zu vollständiger Anwesenheit im Büro würde die Produktivität der Mitarbeiter erhöhen.

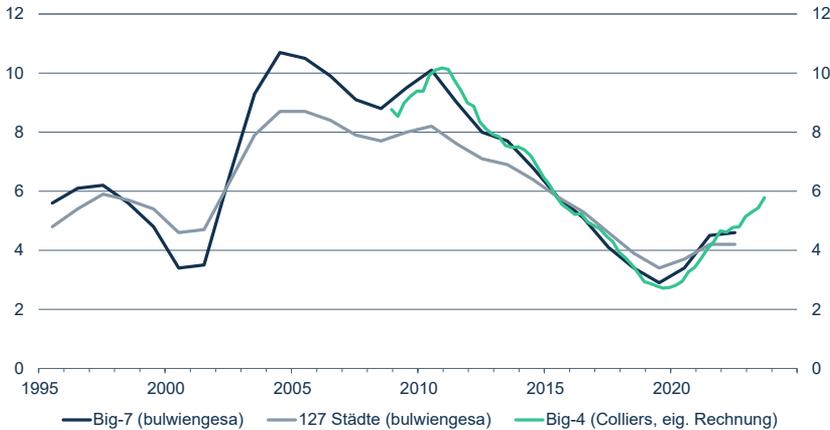
**Homeoffice und
Demografie set-
zen bedeutende
Flächen frei**

Wir ziehen aus diesen Zahlen das Fazit, dass zwar viele Büros derzeit nicht voll ausgelastet sind, die Unternehmen aber nur nach und nach ihre Flächen reduzieren. Die gute Nachricht ist, dass der Immobilienmarkt nicht auf einen Schlag mit massenhaft unvermieteten Objekten belastet wird. Doch aufgeschoben ist vermutlich nicht aufgehoben. Die schlechte Nachricht ist entsprechend, dass die Leerstände wohl noch für einige Jahre ansteigen werden. Nicht alle frei werdenden Flächen müssen leer stehen. Auch Umnutzungen zum Beispiel als Wohnungen können eine

**Leerstände stei-
gen zwar nicht
schnell, aber für
lange Zeit an**

Lösung sein – letztlich aber wohl nur für einen kleinen Teil. Büros, die sich weder vermieten noch umnutzen lassen, droht letztlich der Abriss. Für 2024 gehen wir von einem ähnlichen Anstieg der Leerstandsquoten aus, wie wir ihn 2023 erlebt haben. Das dürfte die grüne Linie in Abb. 7 bis Jahresende auf ein Niveau von 6,5 % bis 7 % führen.

Abb. 7: Leerstandsquoten von Büroimmobilien in %



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

Spekulieren auf Schnäppchen?

Mit Blick auf die kommenden Quartale ist positiv zu vermerken, dass erstens die Bewertungen schon ein gutes Stück korrigiert haben, dass zweitens die Kapitalmarktinzinsen seit Oktober gesunken sind, und dass drittens der Pessimismus bereits sehr groß ist. Die schlechte Stimmung ist allerdings zweischneidig: Sie lässt auf der einen Seite zwar nicht mehr viel Raum für negative Überraschungen, doch birgt sie auf der anderen Seite auch die Gefahr, eine sich selbst verstärkende Abwärtsspirale in Gang zu setzen. Es scheint geradezu Konsens unter Marktkommentatoren zu sein, dass es im neuen Jahr zu einer steigenden Zahl an Zwangsverkäufen kommen wird.

Wenn alle auf weiter fallende Preise spekulieren und ihr Pulver trocken halten, überschießen die Preise möglicherweise nach unten und fallen unter ihr fundamental gerechtfertigtes Niveau. Dazu muss es nicht kommen. Jede Entlastung für die Marktteilnehmer – sei es durch sinkende Zinsen, durch die jüngst aufgeweichte EU-Gebäuderichtlinie (EPBD) oder durch politische Stützungsmaßnahmen – mischt die Karten neu. Unsere fundamentale Einschätzung des Büroimmobilienmarktes hat sich seit der letzten Ausgabe dieser Publikation im September nicht grundlegend verändert. Zumindest zwei Drittel der Strecke bis zum Preisboden sollten inzwischen hinter uns liegen. Das Risiko einer negativen Übertreibung ist nach unserer Einschätzung aber in den vergangenen Monaten gestiegen. Daneben bleibt die außerordentlich hohe Heterogenität zu berücksichtigen: Die Entwicklung von modernen Büros in attraktiver Lage wird sich auch künftig stark unterscheiden von der Entwicklung von unflexiblen Büros mit geringer Energieeffizienz und schlechter Bausubstanz in unattraktiver Lage. Auf das konkrete Objekt dürften diese Faktoren größeren Einfluss haben als die allgemeine Marktentwicklung.

Die Stimmung
ist sehr schlecht

Gefahr einer
negativen Über-
treibung hat
zugenommen

Starke
individuelle
Unterschiede

05 |

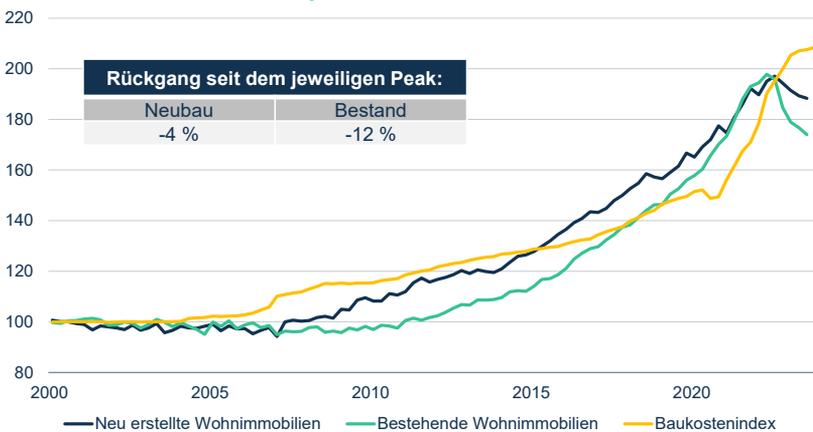
Wohnimmobilien: Bodenbildung rückt näher

Belastung durch das Zinsniveau hat sich verringert

Der Rückgang der Hypothekenzinsen und Anleiherenditen seit Oktober kam für uns schneller als erwartet. Für den Wohnimmobilienmarkt stellt die Entwicklung eine deutliche Entlastung dar. Die Phase der Bodenbildung rückt damit näher.

Seit seinem Hochpunkt im zweiten Quartal 2022 ist der Häuserpreisindex von Destatis um 10,9 % zurückgegangen. Im dritten Quartal fielen die Preise gegenüber dem Vorquartal sogar mit 1,4 % etwas stärker als im zweiten Quartal (-1,2 %). Dies resultiert aber auch daher, dass die Statistiker die Daten für das zweite Quartal um 0,3 % nach oben revidiert haben. Letzteres geht vollständig auf das Konto der Neubauten, für die Destatis den Preisindex um volle 2 % nach oben korrigierte. Seit Beginn der Preiskorrektur am Immobilienmarkt halten sich die Preise von Neubauten deutlich besser als jene von Bestandsimmobilien. Im dritten Quartal gaben die Preise von Neubauten laut Destatis lediglich 0,6 % nach (vgl. Abb. 8).

Abb. 8: Wohnimmobilienpreise und Baukosten, 2000 = 100



Quellen: LSEG, Destatis, LBBW Research

Auch die Daten für selbstgenutztes Wohneigentum von Europace bestätigen das Bild einer divergenten Entwicklung zwischen neuen und bestehenden Objekten. Der Vermittler für Immobilienfinanzierungen an Privathaushalte weist für die Preise von Neubauhäusern gar ein neues Allzeithoch für November aus, während für Bestandshäuser und Eigentumswohnungen der Abwärtstrend der Preisindizes in den vergangenen Monaten unvermindert anhält. Wesentlicher Grund dafür dürfte sein, dass für viele ältere Gebäude in den kommenden Jahren Investitionen in die Energieeffizienz anfallen, was deren heutige Preise belastet. Für Bauherren ist die vergleichsweise Stabilität der Neubaupreise zwar eine gute Nachricht, letztlich kann sie aber nur ein schwacher Trost sein. Der Anstieg der Baukosten seit 2021 stellt die Neubaupreise noch immer weit in den Schatten. Inzwischen steigen die Baukosten zwar wesentlich langsamer als zuvor, doch noch immer zeigt der Trend aufwärts (vgl. Abb. 8).

Abwärtstrend
bislang
ungebrochen

Bestandsbauten
verlieren stärker
als Neubauten

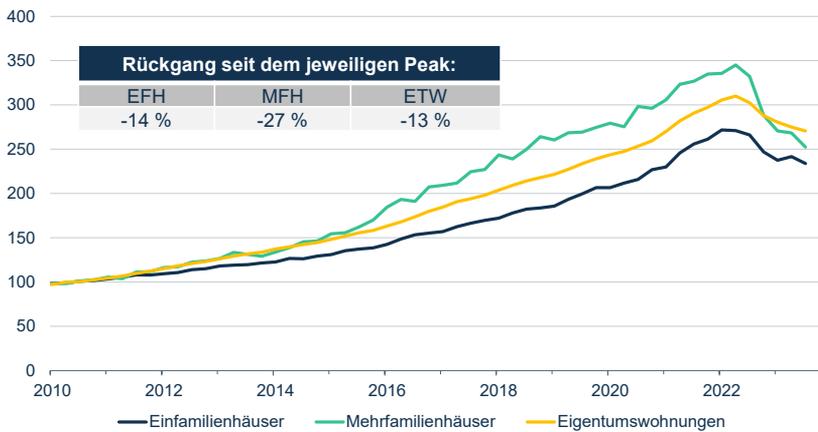
Anstehende
Investitionen
belasten
den Bestand

Baukosten wei-
terhin zu hoch

Immobilien, die der Kapitalanlage dienen, lassen kräftig Federn

Ein differenzierter Blick lohnt sich nicht nur bei der Unterscheidung von Bestandswohnungen gegenüber Neubauten, sondern auch bei der Objektart. Destatis weist für die zurückliegenden Quartale für Eigentumswohnungen einen geringeren Preisrückgang aus als für Ein- und Zweifamilienhäuser. Dieser Unterschied zeigt sich vor allem in ländlichen Kreisen. Mehrfamilienhäuser, die als Ganzes verkauft werden, erfasst Destatis nicht. Für diese Objektgruppe gibt es inzwischen zumindest eine gewisse Datengrundlage in Gestalt des German Real Estate Index (GREIX). Ihn veröffentlichen ECONtribute und das Institut für Weltwirtschaft (IfW Kiel) seit Mai vierteljährlich. Der GREIX bezieht die Daten von 18 großen deutschen Städte ein und greift dabei – wie Destatis – auf die Daten der Gutachterausschüsse zurück.

**Abb. 9: Preisindizes von Wohnimmobilien gemäß GREIX
2010 = 100**



Quellen: ECONtribute und IfW Kiel, LBBW Research

Die GREIX-Daten zeigen, dass die Preise von Mehrfamilienhäusern in den großen Städten bereits erheblich gesunken sind. Im dritten Quartal 2023 sank der entsprechende Index auf seinen niedrigsten Stand seit fünf Jahren. Gegenüber dem Hochpunkt im zweiten Quartal 2022 haben die Preise 27 % eingebüßt. Mehrfamilienhäuser stellen vor allem eine Kapitalanlage dar. Aufgrund der Größe von Mehrfamilienhäusern dürfte die Entwicklung unter den öffentlich zugänglichen Daten am ehesten mit gewerblichen Wohnimmobilien vergleichbar sein. Seit dem Jahr 2015 profitierte dieses Immobiliensegment deutlich stärker von der extrem expansiven Geldpolitik der EZB als andere. Dass es nun auch vom geldpolitischen Schwenk besonders stark belastet wird, kann insofern nicht überraschen. Das Ausmaß der Korrektur übertrifft in unserer Wahrnehmung aber das von Immobilienunternehmen und Medien transportierte Bild eines moderaten Preisrückgangs. Die Preiskorrektur als solche erachten wir für einen notwendigen Prozess, um die Bewertungen von Immobilien auf angemessene Niveaus zu bringen. Für die allermeisten Wohnimmobilieneigentümer sollte diese Entwicklung auch verkraftbar sein. (Vgl. auch unsere Studie [„Wohnimmobilien: Kapitalanleger und Selbstnutzer in getrennten Welten“](#))

Preisbereinigung schreitet voran

Die Zahl an Wohnungsverkäufen ist nach wie vor niedrig und deutet darauf hin, dass die Preisvorstellungen von potenziellen Käufern und Verkäufern offenbar immer noch häufig auseinanderklaffen. Die Preisbereinigung ist unserer Einschätzung nach noch nicht abgeschlossen, und

Eigentumswohnungen stabiler als Einfamilienhäuser

Neu: Daten für Mehrfamilienhäuser

Mehrfamilienhäuser mit erheblicher Preiskorrektur

weiter sinkende Preise sind wahrscheinlich. Angesichts der Zinsentwicklung und der fundamentalen Rahmenbedingungen sollte sich 2024 aber der Boden finden. Laut Bundesbankdaten sind die Hypothekenzinsen für private Haushalte zwar im November noch einmal leicht gestiegen, obwohl die Kapitalmarktzinsen zu dieser Zeit bereits den Rückwärtsgang eingelegt hatten. Inzwischen dürften die Finanzierungskosten aber in der Breite gesunken sein und nun ihre marktstützende Wirkung entfalten.

Abb. 10: Effektive Zinssätze für Wohnungsbaukredite in %



Quellen: LSEG, Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Wir erwarten 2024 eine volatile Seitwärtsentwicklung der Zinsen. Langfristige Hypothekenzinsen werden nach unserer Einschätzung zum Jahresende bei rund 3,5 % liegen. So niedrig waren die Hypothekenzinsen zuletzt vor 12 Monaten. Im Herbst lagen die Zinsen laut Bundesbank noch um die 3,9 %. Der Druck auf das Bewertungsniveau verringert sich entsprechend.

Fundamental ist der Markt bekanntermaßen gut aufgestellt: Die aufgestaute Nachfrage nach Wohnraum dürfte angesichts des Zuzugs nach Deutschland beträchtlich sein, und die Aussichten für den Neubau sind außerordentlich trübe. Zwar hat der Zentralverband Deutsches Baugewerbe seine Prognose für die Baufertigstellungen 2023 von 245.000 auf 271.000 Wohneinheiten angehoben. Für 2024 rechnet der Branchenverband aber nur mit 235.000 neuen Wohnungen. Die Daten zu den Baugenehmigungen und Auftragseingängen im Wohnungsbau sind auch in den zurückliegenden Monaten sehr ernüchternd geblieben. Den Regierungen von Bund und Ländern ist die Problematik zwar zunehmend bewusst, die bisher ergriffenen Maßnahmen dürften den Neubau aber noch nicht nachhaltig beleben (vgl. folgendes Kapitel). In Abwägung aller Faktoren gehen wir daher auch für 2025 von nochmals geringeren Baufertigstellungen aus.

Für den deutschen Wohnungsmarkt erwarten wir daher nur noch moderate weitere Preisrückgänge von knapp 5 %. Mit einem Immobilienkauf abzuwarten und auf weiter sinkende Preise zu spekulieren, dürfte sich immer weniger lohnen. Zu besonderer Eile sehen wir allerdings auch keinen Anlass: Das Zinsniveau dürfte dauerhaft höher bleiben als in den vergangenen zehn Jahren und zu einem dauerhaft niedrigeren Bewertungsniveau am Immobilienmarkt führen. Gleichzeitig bleibt es dabei, dass der Markt sehr heterogen ist und jedes individuelle Angebot gut geprüft sein will.

Preiskorrektur
noch nicht
abgeschlossen

Hypotheken-
zinsen sinken

Zinsen von
3,5 % zum
Jahresende
erwartet

Angebot und
Nachfrage
klaffen noch
lange weit
auseinander

Längere Boden-
bildungsphase
erwartet

06 |

Sonderthema: Weniger Klimaschutz, mehr Bau?

Bundesregierung verschiebt Prioritäten

Die Mischung aus einbrechenden Aufträgen beim Wohnungsbau bei gleichzeitig immer größerer Knappheit an Wohnraum hat die Bundesregierung Ende September dazu veranlasst, einen 14-Punkte-Plan zur Förderung der Baukonjunktur aufzulegen. Eine Kombination aus finanziellen Anreizen, vereinfachten Verfahren sowie niedrigeren regulatorischen Vorgaben soll zum Erfolg führen. Nicht zuletzt beim Klimaschutz und beim Lärmschutz ist die Politik zurückgerudert. Eine zuvor geplante Verschärfung des Effizienzstandards von EH 55 auf EH 40 für Neubauten wird es in dieser Legislaturperiode nun nicht mehr geben. Ergänzt wurde der Plan durch den Pakt für Planungs-, Genehmigungs- und Umsetzungsbeschleunigung (auch „Bau-Turbo“ genannt), auf den sich Bund und Länder im November einigten.

Für die Wohnungsbauunternehmen bedeuteten die Maßnahmen durchaus einen Fortschritt, wenngleich keinen Befreiungsschlag. Doch wird wohl nicht alles so umgesetzt werden, wie ursprünglich geplant. Die Einführung einer degressiven Abschreibung von 6 % auf Wohngebäude – ein Kernelement des Planes – ist Teil des Wachstumschancengesetzes und hängt derzeit im Vermittlungsausschuss von Bund und Ländern. Der Speed-Bonus für den Austausch alter Heizungen fällt knapper aus. Entgegen früherer Planung steigt er nicht vorübergehend von 20 % auf 25 % und wird nun doch nicht auf Wohnungsunternehmen und Vermieter ausgeweitet. Grund dafür ist der vom Bundesverfassungsgericht einkasiierte Bundeshaushalt 2023 und die aus dem Richterspruch resultierende knappe Kassenlage ab 2024.

Insofern brachten die politischen Entwicklungen der vergangenen Monate für Bauunternehmen und Immobilienbestandshalter ein Wechselbad der Gefühle mit sich. Bei den Klimaschutzmaßnahmen drängt sich der Eindruck auf, dass sich die Politik immer wieder an die Grenzen des Zumutbaren herantastet. Das ist in gewisser Weise verständlich, denn die Zeit drängt, und die Regierung möchte Mitnahmeeffekte vermeiden – dafür ist das Geld inzwischen zu knapp. Es bedeutet für den Bau und den Immobilienmarkt aber ein geringeres Maß an Planbarkeit.

EU einigt sich auf weniger scharfe Novelle der Gebäuderichtlinie

Ein gutes Stück mehr Klarheit herrscht jetzt zumindest, was von europäischer Seite an neuen Klimaschutzvorgaben für den Gebäudesektor ins Haus steht. Allerdings stellt der zwischen EU-Parlament und EU-Staaten ausgehandelte Kompromiss an einigen Stellen den Staaten frei, wie sie die gesteckten Ziele erreichen, so dass hier noch einmal Abwarten angesagt ist. Die erzielte Einigung muss noch vom EU-Parlament und vom Rat förmlich angenommen werden. Bis die neuen Rechtsvorschriften dann im Amtsblatt veröffentlicht werden, dürfte es mindestens März sein. Im Folgenden unterstellen wir, dass sich am [Entwurf der Gebäuderichtlinie \(EPBD\)](#) nichts mehr ändert.

Bundesregierung versucht Baumisere zu mindern

Maßnahmen teilweise schon wieder zurückgenommen

Das Hin und Her geht auf Kosten der Planbarkeit

EU-Trilog erzielt Durchbruch

Deutliches Aufatmen dürfte in der Wohnimmobilienbranche die Nachricht ausgelöst haben, dass es keinen Sanierungszwang für die Gebäude mit der schlechtesten Energieeffizienz geben wird. Den hatten die EU-Kommission und das EU-Parlament zuvor geplant. Im Gegensatz zur jüngsten Novelle des Gebäudeenergiegesetzes der Bundesregierung nimmt die Novelle der EPBD vorerst nicht die Heizungen, sondern den Energieverbrauch der Gebäude in den Fokus. Bei den Sanierungsanforderungen unterscheidet die künftige Richtlinie grundsätzlich zwischen Wohngebäuden und Nicht-Wohngebäuden. Klar ist: Das Tempo der Sanierungen muss in beiden Segmenten deutlich steigen.

Für Wohngebäude orientiert sich das Sanierungsziel am Primärenergieverbrauch des gesamten Bestandes. Dieser soll, gemessen in Kilowattstunden pro Quadratmeter, bis 2030 um 16 % und bis 2035 um 20 % bis 22 % unter dem Niveau des Jahres 2020 liegen. Mindestens 55 % der Energieeinsparung muss dabei von den schlechtesten Gebäuden kommen. Bis 2050 soll der Wohngebäudebestand treibhausgasneutral sein. Hier ist Deutschland mit seinem Ziel, bis 2045 klimaneutral zu sein, aber ohnehin bereits ambitionierter. Die EU-Staaten werden verpflichtet, nationale Gebäuderenovierungspläne aufzustellen, die auch Probleme bei der Finanzierung der Sanierungen oder einen möglichen Mangel an Fachkräften adressieren sollen. Außerdem sollen die Staaten schutzbedürftige Haushalte („vulnerable households“) durch Finanzhilfen bei der Sanierung, Zuschüssen bei der Miete oder auch durch Mietdeckelung schützen. Die verschiedenen Ziele muten uns als Quadratur des Kreises an, sofern nicht der Staat großzügig die Sanierung fördert und soziale Härten abfedert – was angesichts der Kassenlage aber schwierig wird.

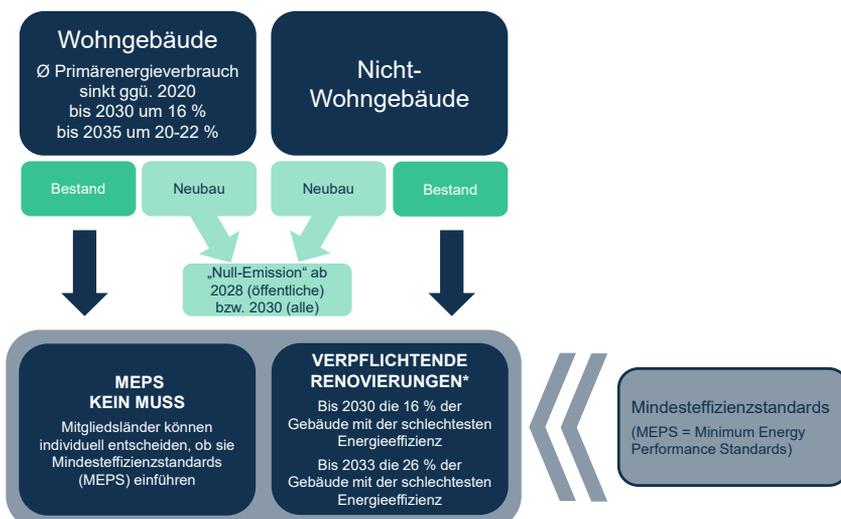
Bei Nicht-Wohngebäuden bleibt es dabei, dass Mindesteffizienzstandards (MEPS) eingeführt werden. Bis zum Jahr 2030 müssen die 16 % der Gebäude mit der schlechtesten Energieeffizienz saniert sein. Bis 2033 dann 26 %. Das kann entweder am Primär- oder am Endenergieverbrauch festgemacht werden. Referenzgröße ist der Gebäudebestand am 1. Januar 2020. Dabei darf zwischen verschiedenen Gebäudearten und -kategorien unterschieden werden.

Gefundener Kompromiss ist weniger scharf als die vorherigen Pläne

Sanierungsziel bei Wohnen richtet sich nach dem Energieverbrauch

Bei Gewerbe bleibt es bei Mindesteffizienzstandards

Abb. 11: Schematische Darstellung der Sanierungsziele



* Ausnahmen kann es z.B. für militärische, kirchliche oder denkmalgeschützte Gebäude geben.

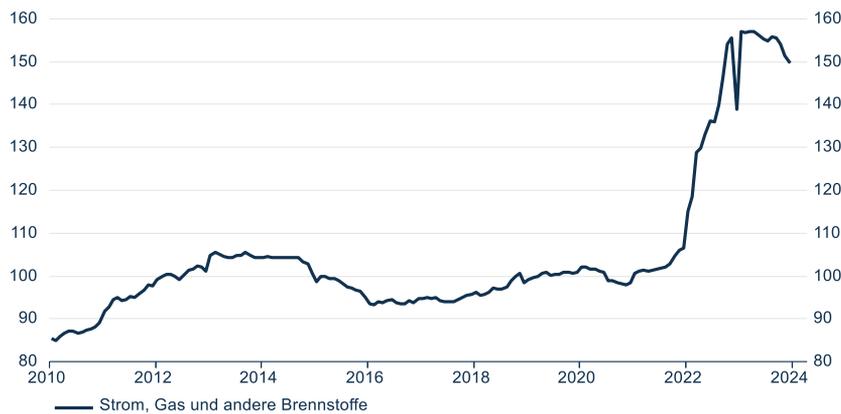
Quellen: EU-Kommission, LBBW Research

Damit fällt auch bei den Nicht-Wohngebäuden die Regelung schwächer aus als zuvor geplant: Im ursprünglichen Entwurf der EU-Kommission hätten bereits bis 2027 15 % der Gebäude saniert sein müssen und bis 2030 die nächsten 15 %. Es bleibt aber dabei, dass bei allen Gebäudearten ab 2030 nur noch emissionsfreie Neubauten erlaubt sind. Für öffentliche Immobilien gilt das bereits ab 2028. Im Jahr 2040 soll zudem Schluss sein mit fossil betriebenen Heizungen. Damit liegt die EU-Deadline fünf Jahre vor der in Deutschland geplanten. Die EU agiert technologieoffen hinsichtlich der Möglichkeiten, ein Gebäude zu beheizen. Sowohl Wärmepumpen, als auch Fernwärme und erneuerbare Energieträger kommen in Frage. Wichtig ist, dass sich sowohl der Energiebedarf als auch der CO₂-Ausstoß des Gebäudes verbessern müssen.

Die EU-Kommission wird die Entwicklungen im Gebäudesektor überwachen. Den ersten Zwischenbericht gibt es 2028. Sollten die Maßnahmen der Mitgliedsländer nicht den Erwartungen der EU entsprechen, wäre es durchaus denkbar, dass auch wohnwirtschaftlich genutzten Gebäuden Zielvorgaben zur Mindesteffizienz auferlegt werden. Wir erwarten jedoch auch dann, dass die EU Vorgaben mit Augenmaß macht und zudem bei einer Maßnahmenverschärfung grundsätzlich stärker die Nicht-Wohngebäude im Fokus hätte. Wie es um den Gebäudebestand in Deutschland steht, dazu dürften die Ergebnisse des [Zensus 2022](#) Aufschlüsse geben, die Destatis im Sommer veröffentlichen will.

Durch die klare Trennlinie bei den Nicht-Wohngebäuden zwischen den 26 % schlechtesten Gebäuden und den besseren lassen sich die Immobilien mit unmittelbarem Sanierungsbedarf identifizieren, was sich in entsprechenden Preisabschlägen widerspiegeln dürfte. Das gilt bis 2033 (sofern es bei dem Zwischenbericht 2028 keine Nachschärfung gibt). Nach 2033 wird auch das Mittelfeld der Gebäude an die Reihe kommen müssen, um bis 2050 einen klimaneutralen Bestand zu erreichen.

Abb. 12: Teilindex des Verbraucherpreisindex für Wohnkosten 2015 = 100



Quellen: LSEG, LBBW Research

Die Energiekosten für Privathaushalte sind seit 2021 um rund 50 % gestiegen. Die festgefahrene Lage zwischen Russland und dem Westen sowie die steigenden Preise für CO₂-Emissionen sprechen dafür, dass die Energiepreise dauerhaft auf einem höheren Niveau bleiben. Das bleibt unabhängig von den jüngsten politischen Beschlüssen ein gewichtiges Argument, in die Energieeffizienz von Gebäuden zu investieren und Preisabschläge für Gebäude mit geringem Standard anzusetzen.

Beim Ende für fossil betriebene Heizungen ist die EU ambitionierter als Deutschland

Maßnahmen-Verschärfung ab 2028 möglich

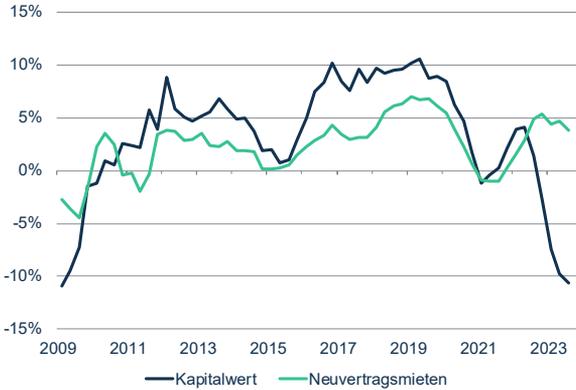
Bei Gewerbe nun klare Trennung zwischen gut und schlecht

Energiekosten bleiben unabhängig von der Politik ein Sanierungsargument

07 | Anhang

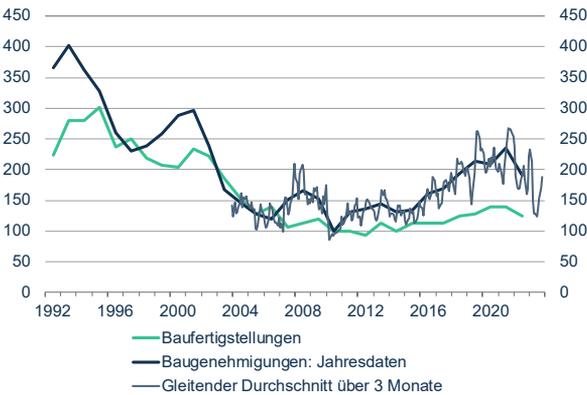
Büroimmobilien

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



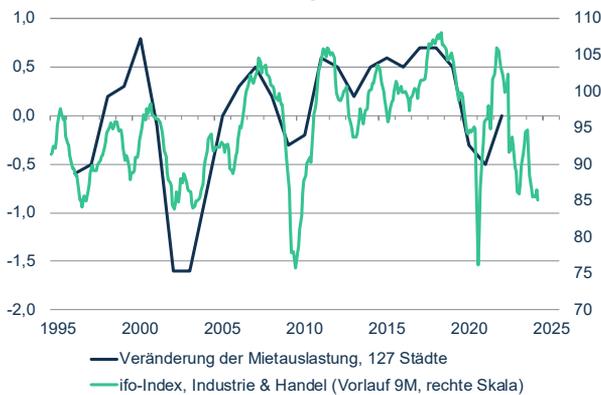
Quellen: vdpResearch, LBBW Research

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



Quellen: LSEG, Deutsche Bundesbank, LBBW Research

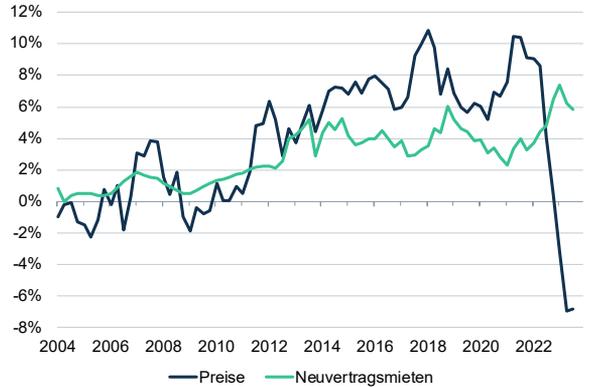
Veränderung der Mietauslastung und ifo Geschäftsklima, in Prozentpunkten bzw. Index



Quellen: LSEG, bulwiengesa, Deutsche Bundesbank, LBBW Research

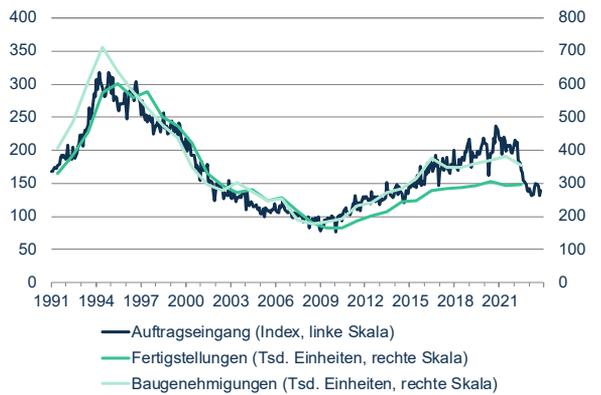
Wohnimmobilien

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



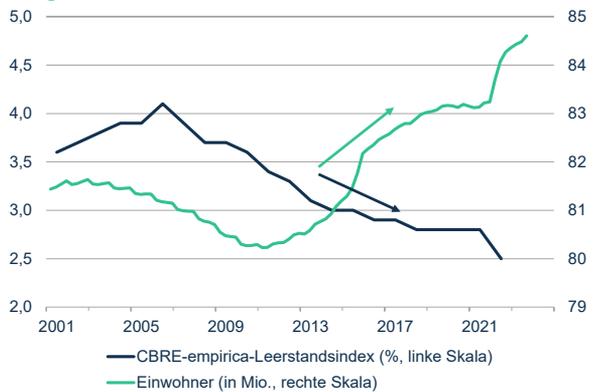
Quellen: vdpResearch, LBBW Research

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



Quellen: LSEG, Deutsche Bundesbank, LBBW Research

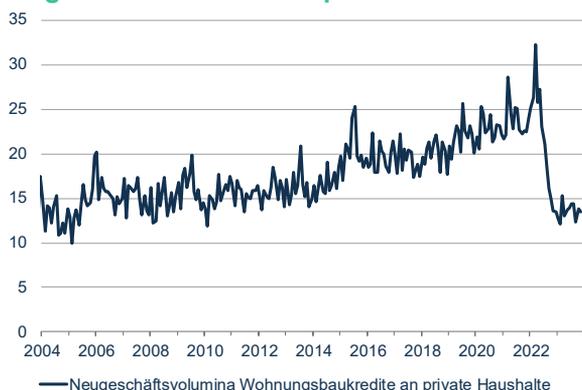
CBRE-empirica-Leerstandsindex und Bevölkerung Deutschlands, in % bzw. in Mio.



Quellen: LSEG, empirica, Destatis, LBBW Research

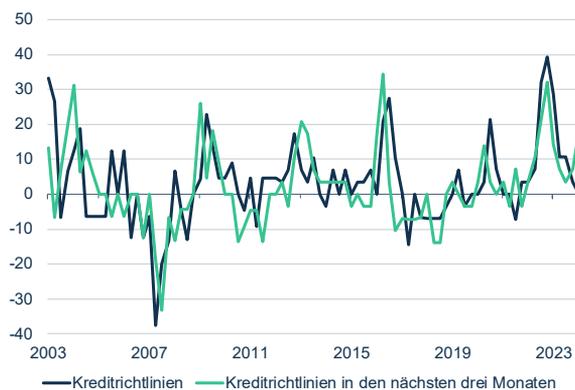
Wohnungsbaukredite

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



Quellen: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

BLS: Gewährung von Wohnungsbaukrediten, Nettoanteil teilnehmenden Banken in %



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

Positive Werte = Verschärfung. Negative Werte = Lockerung.

Quellen: Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Überblick Marktentwicklung

Stand: Q3 2023	Veränderung gegenüber:				2010
	Vorquartal	Vorjahr	vor 2 Jahren	vor 5 Jahren	
Büro, Kapitalwert	-2,5 %	-10,6 %	-9,4 %	3,5 %	65,1 %
Büro, Neuvertragsmieten	1,1 %	3,9 %	9,0 %	17,8 %	44,7 %
Eigenheime, selbstgenutzt, Preisindex	-1,5 %	-5,6 %	2,4 %	31,2 %	87,4 %
Eigentumswohnungen, selbstgenutzt, Preisindex	-2,0 %	-6,6 %	0,7 %	28,0 %	89,2 %
Mehrfamilienhäuser, Kapitalwert	-1,7 %	-6,8 %	-2,9 %	21,1 %	98,4 %
Mehrfamilienhäuser, Neuvertragsmieten	1,2 %	5,8 %	10,9 %	24,5 %	66,5 %

Quellen: vdpResearch, LBBW Research

Erläuterungen zu den Einflussfaktoren der beiden Heatmaps von Seite 3

Büroimmobilien

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

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

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

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

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

Wohnimmobilien

Bewertungsniveau: LBBW Hauspreisindikator (vgl. [Blickpunktstudie vom 14.03.2023, S. 6](#)).

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

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

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

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

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

Disclaimer

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

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

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur zu Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

