

Demary, Markus; Haas, Heide

Article

Auswirkungen makroprudenzieller Eingriffe in den deutschen Immobilienmarkt

IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung

Provided in Cooperation with:

German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Demary, Markus; Haas, Heide (2015) : Auswirkungen makroprudenzieller Eingriffe in den deutschen Immobilienmarkt, IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung, ISSN 1864-810X, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln, Vol. 42, Iss. 4, pp. 55-71,
<https://doi.org/10.2373/1864-810X.15-04-05>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/157145>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Vierteljahresschrift zur empirischen
Wirtschaftsforschung, Jg. 42



■ Markus Demary / Heide Haas

Auswirkungen makroprudenzieller Eingriffe in den deutschen Immobilienmarkt

Vorabversion aus: IW-Trends, 42. Jg. Nr. 4
Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Verantwortliche Redakteure:

Prof. Dr. Michael Grömling, Telefon: 0221 4981-776

Dr. Oliver Stettes, Telefon: 0221 4981-697

groemling@iwkoeln.de · stettes@iwkoeln.de · www.iwkoeln.de

Die IW-Trends erscheinen viermal jährlich, Bezugspreis € 50,75/Jahr inkl. Versandkosten.

Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie über
lizenzen@iwkoeln.de, die erforderlichen Rechte für elektronische Pressespiegel unter
www.pressemonitor.de.

ISSN 0941-6838 (Printversion)

ISSN 1864-810X (Onlineversion)

© 2015 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

iwmedien@iwkoeln.de

www.iwmedien.de

Auswirkungen makroprudenzieller Eingriffe in den deutschen Immobilienmarkt

Markus Demary / Heide Haas, Dezember 2015

Infolge der globalen Finanzmarktkrise wechselt das regulatorische Paradigma hin zu einer stärkeren makroprudenziellen Aufsicht. Neben dem bislang vorherrschenden Ansatz der mikroprudenziellen Aufsicht steht hierbei nicht mehr allein die Solvenz der Kreditinstitute im Vordergrund, sondern auch die Stabilität des gesamten Finanzsystems. Die Immobilienmärkte geraten dabei zunehmend in den Fokus der Aufsichtsbehörden. Makroprudenzielle Politik wird aktuell in Form von diskretionären Eingriffen in Erwartung auf Fehlentwicklungen auf dem Immobilien- und Kreditmarkt umgesetzt. Um die Gefahr von Politikfehlern zu reduzieren, benötigt die makroprudenzielle Politik aber eine stärkere Regelbindung. Hierzu sind verlässliche Daten erforderlich, um finanzielle Ungleichgewichte und Finanzblasen identifizieren zu können.

Stichwörter: Finanzstabilität, Immobilienmarkt, Makroprudenzielle Politik

JEL-Klassifikation: E61, G01, G21, G28

Neuer Blickwinkel auf Finanz- und Immobilienmärkte

Die globale Finanzmarktkrise des Jahres 2008 hat gezeigt, dass eine aufsichtliche Fokussierung auf die Solvenz einzelner Institute, der sogenannte mikroprudenzielle Ansatz, zur Vermeidung einer systemischen Bankenkrise nicht ausreicht. Vielmehr ist eine Systemperspektive mit dem Ziel der Finanzstabilität erforderlich, die auch die Interaktion der einzelnen Akteure berücksichtigt. Vor diesem Hintergrund erscheint eine Ergänzung des bestehenden Rahmenwerks um weiterreichende makroprudenzielle, das heißt systembezogene, Ziele mit den entsprechenden Instrumenten als vielversprechend. In Deutschland wurde 2013 mit dem Gesetz zur Überwachung der Finanzstabilität der Ausschuss für Finanzstabilität installiert, der als die zentrale Instanz für die neue makroprudenzielle Aufsicht innerhalb der Bundesrepublik fungiert. Auf der europäischen Ebene ist das European Systemic Risk Board (ESRB) für die makroprudenzielle Aufsicht zuständig. Seine Empfehlungen sind aber nicht bindend für die EU-Mitglied-

staaten (Weistroffer, 2012). Allerdings sind die Einführung und die Anwendung der makroprudenziellen Aufsicht keine einfachen Schritte, denn mit den neuen Zielvorgaben sind potenzielle Konflikte mit der Geld- und Wirtschaftspolitik verbunden. Diese zeigen sich schon aktuell: Während die Europäische Zentralbank (EZB) die Kreditvergabe wiederzubeleben versucht, diskutieren die Aufseher über mögliche makroprudenzielle Instrumente, um finanziellen Fehlentwicklungen in Zukunft entgegenwirken zu können. Gleichzeitig existieren nur wenige Erfahrungen darüber, wie diese makroprudenziellen Instrumente wirken und wie sie mit den geld-, wirtschafts- und fiskalpolitischen Instrumenten interagieren.

Die Subprime-Krise in den USA hat die Aufmerksamkeit der Finanzmarktaufsicht auf die Immobilienkreditvergabe gelenkt (Schularick/Taylor, 2012; Jordà et al., 2014a; 2014b; Goodhart/Perotti, 2015). Ohne die regulatorischen Unterschiede zwischen den USA, dem Vereinigten Königreich und Deutschland genauer zu betrachten, werden Immobilienkredite als riskant angesehen. Potenziell kann hier ein Finanzakzelerator wirken (Kiyotaki/Moore, 1997; Bernanke et al., 1999). Bei diesem erhöht ein Anstieg der Kreditvergabe über eine höhere Nachfrage nach Immobilien deren Preise, was wiederum deren Wert als Kreditsicherheit erhöht. Dies ermöglicht dem Schuldner eine höhere Beleihung, die wiederum zu einer höheren Immobiliennachfrage führen kann. Während das Platzen einer mit Eigenkapital finanzierten Finanzblase lediglich zu Verlusten bei den Investoren führt, zieht das Platzen einer Kreditblase eine Überschuldung und eine Bilanzrezession für die Gesamtwirtschaft nach sich (Koo, 2011). Nach Japan zeigte sich eine solche Bilanzrezession auch im Euroraum (Buttiglione et al., 2014). Nach dem Anziehen der Immobilienpreise in Deutschland befasst sich der Ausschuss für Finanzstabilität mit den Möglichkeiten makroprudenzieller Eingriffe in die Immobilienmärkte (Ausschuss für Finanzstabilität, 2015). Im Folgenden werden die erweiterten Ziele und Strategien der Finanzmarktaufsicht und die potenziellen Folgen der anvisierten Maßnahmen für die deutschen Immobilienmärkte analysiert.

Ziele des makroprudenziellen Ansatzes

Das übergeordnete Ziel des makroprudenziellen Ansatzes in der Finanzmarktaufsicht besteht darin, Risiken für das Finanzsystem als Gesamtheit zu ermitteln, zu bewerten und zu mindern (Deutsche Bundesbank, 2015a). Diese Zielsetzung

lässt sich in Anlehnung an Caruana und Cohen (2014) in zwei Dimensionen einteilen:

- In der Querschnittsdimension hat die Aufsicht das Ziel, systemische Risiken zu beurteilen, die aus gemeinsamen Engagements mehrerer Finanzmarktakteure in bestimmten Risikobereichen resultieren. Caruana und Cohen (2014) zählen zu den relevanten Risiken auch solche, die aus der engen Vernetzung der Finanzmarktakteure untereinander entstehen.
- Aber auch die zeitliche Dimension, die durch den Aufbau und die Verstärkung finanzieller Ungleichgewichte sowie die Prozyklizität des Finanzsystems gekennzeichnet ist, gilt als bedeutsam.

Während die Querschnittsdimension auf den Beitrag von systemrelevanten Instituten zur Finanzstabilität fokussiert, zielt die zeitliche Dimension auf die Risikoprävention ab. Diese Dimension ist besonders für den Immobilienmarkt relevant. Bei der weit gefassten Zielsetzung der makroprudenziellen Politik wird deutlich, wie fließend die Grenzen zwischen den Handlungsfeldern Regulierung, Wirtschafts-, Fiskal- und Geldpolitik verlaufen (Übersicht). Zahlreiche Berührungspunkte lassen sich bereits auf die grundlegende Bedeutung der Finanzmarktstabilität in einer zunehmend vernetzten Wirtschaftswelt zurückführen. So soll ein stabiles Finanzsystem einerseits einen positiven Beitrag zum Funktionieren der Realwirtschaft leisten und andererseits mögliche Konjunkturschwankungen zugunsten der Realwirtschaft abfedern (FSB et al., 2009; Rosengren, 2011).

Das operative Ziel ist bei der makroprudenziellen Regulierung deutlich schwerer zu fassen als bei der mikroprudenziellen Aufsicht. Während die mikroprudenzielle Regulierung sich auf regulatorische Kennzahlen einzelner Institute mit gut verfügbaren Erfahrungswerten stützen kann, benötigt die makroprudenzielle Überwachung weiterreichende Kennzahlen, mit denen systemische Instabilitäten aufgezeigt werden können. Verglichen mit den Kennzahlen der mikroprudenziellen Aufsicht sind diese Indikatoren jedoch nicht nur weiter gefasst, sondern auch deutlich schwieriger zu interpretieren. Zudem müssen sie prognostiziert werden, da die makroprudenzielle Aufsicht auf die Risikoprävention anstelle eines Krisenmanagements fokussiert ist (Knot, 2014). Im Gegensatz zu dem mikroprudenziellen Ansatz bezieht sich die Prävention nicht auf Einzelinstitute, sondern auf das Finanzsystem als Ganzes. Konkret verbergen sich hinter diesen

Mikro- und makroprudenzielle Politik im Vergleich zur Geldpolitik

Übersicht

	Mikroprudenzielle Politik	Makroprudenzielle Politik	Geldpolitik
Übergeordnetes Ziel	Verbraucherschutz, Schonung des Einlagensicherungsfonds	Vermeidung von kriseninduzierten Output-Verlusten	Geldwertstabilität
Zwischenziel	Begrenzung von Störungen bei einzelnen Instituten	Begrenzung von Störungen des Finanzsystems	Inflationsziel, Geldmengenziel
Risikocharakterisierung	Isoliert; unabhängig vom Verhalten anderer Institute	Ganzheitlich; abhängig von der Interaktion der einzelnen Institute	Ganzheitlich; abhängig von der Interaktion der makroökonomischen Variablen
Operatives Ziel	Eigenkapitalquote auf Einzelinstituts-ebene	Credit-to-GDP-Gap, Verschuldung, Exposures	Geldbasis, Geldmarktzins
Korrelationen und gemeinsame Risikofaktoren	Irrelevant	Relevant	Relevant
Kalibrierung der Instrumente	Bottom-Up, basierend auf dem Risiko einzelner Institute	Top-Down, basierend auf systemweiten Risiken	Top-Down, basierend auf makroökonomischen Risiken

Quellen: Borio, 2003; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Zielen Maßnahmen, welche beispielsweise eine übermäßige Kreditvergabe vermeiden oder aber die Risikotragfähigkeit finanzieller Institutionen im Voraus stärken (Noyer, 2014). Hier zeigen sich sehr deutlich die Unterschiede zum traditionellen Regulierungsansatz, der durch eine vorhersagbare Regelbindung und dem Setzen von Rahmenbedingungen gekennzeichnet ist. Der makroprudenzielle Ansatz ist stattdessen durch Proaktivität und diskretionäres Eingreifen charakterisiert. Selbst für den Fall, dass die Banken alle mikroprudenziellen Regularien erfüllen, kann die Aufsicht in ihre Geschäfte eingreifen, wenn sie befürchtet, dass die Banken oder ihre Kunden zu einem Kreditboom oder zum Entstehen von Vermögenspreisblasen beitragen (Cochrane, 2013).

Eigenkapitalpuffer als makroprudenzielles Instrument

Um die oben genannten Ziele zu erfüllen, existieren zahlreiche Instrumente, mit denen die makroprudenzielle Aufsicht in die Praxis umgesetzt werden soll. Diese sind mit den mikroprudenziellen Instrumenten identisch, das heißt, sie

setzen bei den Einzelinstituten an. Mit ihrer Kalibrierung versucht die Aufsicht aber, makroprudenzielle Ziele zu erfüllen.

Das am häufigsten diskutierte Instrument der makroprudenziellen Politik ist der sogenannte antizyklische Eigenkapitalpuffer (Countercyclical Capital Buffer – CCCB) im Regelwerk Basel III (Angeloni, 2014). Mikroprudenzielle Eigenkapitalanforderungen können prozyklisch wirken, da Banken im Abschwung tendenziell ihre Risikoaktiva reduzieren, um ihre regulatorischen Eigenkapitalquoten zu halten. Makroprudenzielle Eigenkapitalanforderungen sollen dem entgegenwirken und antizyklisch wirken. Der antizyklische Eigenkapitalpuffer wirkt dabei in zweierlei Weise: Zum einen sollen die Banken die guten Zeiten nutzen, um Eigenkapital aufzubauen. Da Eigenkapital Verluste einfacher absorbieren kann als Fremdkapital, wird durch Eigenkapitalaufbau die Solvenz der Institute in Vorbereitung auf einen wirtschaftlichen Abschwung gestärkt. Zum anderen bremst der Aufbau des Eigenkapitalpuffers die Kreditvergabe. Denn er ist als das Verhältnis von Eigenkapital zu Risikoaktiva definiert. Der Abbau von Risikoaktiva, wie der Kreditvergabe, ist aus Sicht der Bank häufig leichter als die Emission von Aktien oder die Einbehaltung von Gewinnen.

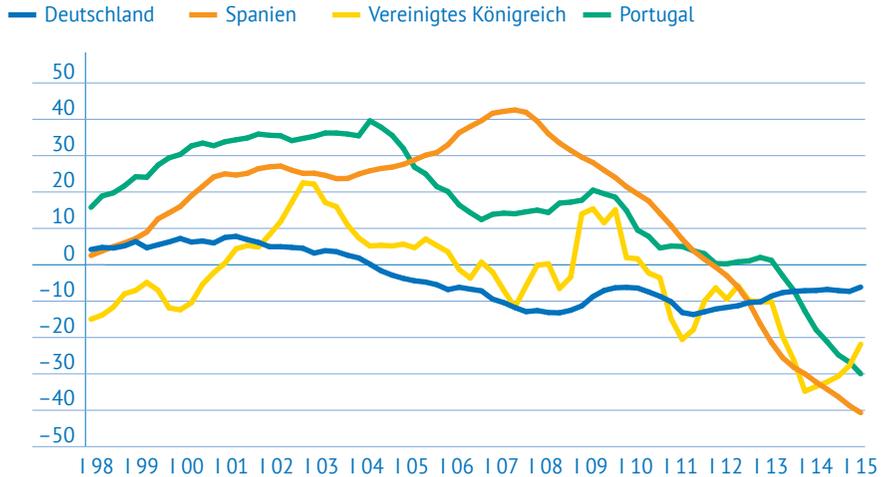
Eine für die Kalibrierung dieses antizyklischen Kapitalpuffers verwendete Zielgröße ist der Credit-to-GDP-Gap, die sogenannte Kreditlücke. Diese lässt sich berechnen aus der Differenz zwischen dem Verhältnis von der Kreditvergabe und dem BIP und dessen langfristigem Trend. Sie soll als Frühindikator für Bankenrisiken dienen (Drehmann/Tsatsaronis, 2014). Eine positive Kreditlücke deutet auf einen Kreditboom hin. Um einen solchen präventiv zu verhindern, wird bei einer positiven Kreditlücke von der Aufsicht der Aufbau des antizyklischen Eigenkapitalpuffers gefordert. Abbildung 1 zeigt die Kreditlücken für vier ausgewählte Länder. Aktuell spiegelt die Kreditlücke das nur langsame Wachstum der Kreditvergabe wider.

Allerdings ergeben sich bereits bei der Messung der Kreditlücke Probleme, die vor allem aus dem jeweiligen Zeitpunkt der Messung resultieren (Demary, 2015). Zur Berechnung der Kreditlücke wird nach den Vorgaben in Basel III der langfristige Trend der Kreditvergabe mithilfe des Hodrick-Prescott-Filters (HP-Filter) berechnet, um kurzfristige Schwankungen in den Zeitreihen zu glätten. Allerdings geht diese Methode zur Glättung mit einem Randwertproblem einher: Der am

Kreditlücke in ausgewählten Ländern

Abbildung 1

Abweichung vom Trend¹⁾ in Prozentpunkten



1) Die Kreditlücke berechnet sich aus dem Verhältnis von Kreditvolumen und BIP abzüglich des Trends (siehe hierzu Drehmann/Tsatsaronis, 2014).

Quellen: Europäische Zentralbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/257046/storage/master/download/abb1.xlsx

Anfangspunkt und am vorläufigen Endpunkt der Messung geschätzte Trend kann sich maßgeblich ändern, sobald neue Datenpunkte verfügbar sind. Da die Trends unter Basel III rekursiv ermittelt werden, basieren die regulatorischen Entscheidungen auf einem Trend, der auf Grundlage dieser unsicheren Endpunkte bestimmt wird. Es kommt häufig vor, dass die revidierte Kreditlücke ein gegenteiliges Vorzeichen hat (Demary, 2015). In diesen Fällen hätte die Politik, anstatt antizyklisch gegenzusteuern, einen Kreditboom verstärkt. Um solche Politikfehler zu vermeiden, ist es wichtig, dass die Aufsicht mehrere aussagekräftige Indikatoren für eine makroprudenzielle Entscheidung zurate zieht.

Makroprudenzielle Instrumente für den Wohnimmobilienmarkt

Finanz- und Immobilienmärkte sind durch enge Verbindungen untereinander gekennzeichnet. Dies lässt sich maßgeblich darauf zurückführen, dass Bau-, Reparatur- und Modernisierungsarbeiten sowie der Kauf von Immobilien sehr kapitalintensiv sind und daher meist ein hoher Fremdkapitalanteil für die Finanzierung aufgewandt wird. So bilden Wohnungsbaukredite mit einem Anteil von

rund 50 Prozent des ausstehenden Buchkreditvolumens deutscher Banken eine überaus bedeutende Größe der meisten Bankbilanzen (Voigtländer et al., 2013).

Anders als der antizyklische Eigenkapitalpuffer, der im Kreditboom die Verlustabsorptionsfähigkeit des Kreditgebers erhöhen soll, werden vom Ausschuss für Finanzstabilität derzeit für eine stärkere Regulierung der Immobilienkreditvergabe in Deutschland Instrumente vorgeschlagen, die beim Kreditnehmer ansetzen und im Boom dessen Kreditzugang oder dessen zugeteiltes Kreditvolumen beschränken sollen:

- **Loan-to-Value Ratio (LTV):** Dieses Instrument stellt eine Obergrenze für die Kreditvolumen-Marktwert-Relation dar. Bei einem Marktwert der Immobilie von 300.000 Euro und einem LTV von 80 Prozent, könnte der Kreditnehmer die Immobilie mit maximal 240.000 Euro beleihen. Würde die Aufsicht das LTV auf 70 Prozent verschärfen, so müsste der Kreditnehmer anstelle der 60.000 Euro nun 90.000 Euro an Eigenkapital aufwenden.
- **Debt Service-to-Income Ratio (DSTI):** Hier wird eine Obergrenze für die finanziellen Belastungen aus den Zins- und Tilgungszahlungen des Kreditnehmers bezogen auf dessen Einkommen festgelegt. Als mikroprudenzielles Instrument soll das DSTI verhindern, dass der Kreditnehmer einen Kredit aufnimmt, dessen Bedienung seine wirtschaftliche Leistungsfähigkeit übersteigt. Als makroprudenzielles Instrument würde es bei einem drohenden Kreditboom diskretionär verschärft. Bei einer durch das Haushaltseinkommen begrenzten Fähigkeit zum Schuldendienst würde das DSTI vermutlich den Kreditzugang für Haushalte mit geringem Einkommen beschränken.
- **Debt-to-Income Ratio (DTI):** Dies ist eine Obergrenze für die Gesamtverschuldung eines Kreditnehmers in Relation zu dessen Einkommen. Ähnlich wie auch das DSTI würde das DTI den Kreditzugang einschränken, sofern es im Boom durch die Aufsicht verschärft würde. Auch hier wird vermutlich vor allem das Kreditangebot an Haushalte mit geringem Einkommen restringiert.
- **Amortisationsanforderung an Immobiliendarlehen:** Diese soll sicherstellen, dass der Kreditnehmer seinen Kredit nach einer vorgegebenen Zeit zu einem vorgegebenen Teil getilgt haben muss. Aus der mikroprudenziellen Sicht stellt dieses Instrument sicher, dass der Kreditnehmer seinem Schuldendienst auch dann noch nachkommen kann, wenn die ersten Instandhaltungsreparaturen für seine Immobilie anstehen. Dies soll die Wahrscheinlichkeit dafür senken,

dass ein Kredit notleidend wird. Im makroprudenziellen Ansatz würde die Aufsicht bei einem drohenden Kreditboom mit einer Verschärfung der Amortisationsanforderungen reagieren. Zusammen mit dem DSTI würde hierdurch der Kreditzugang für Haushalte mit geringerem Einkommen beschränkt.

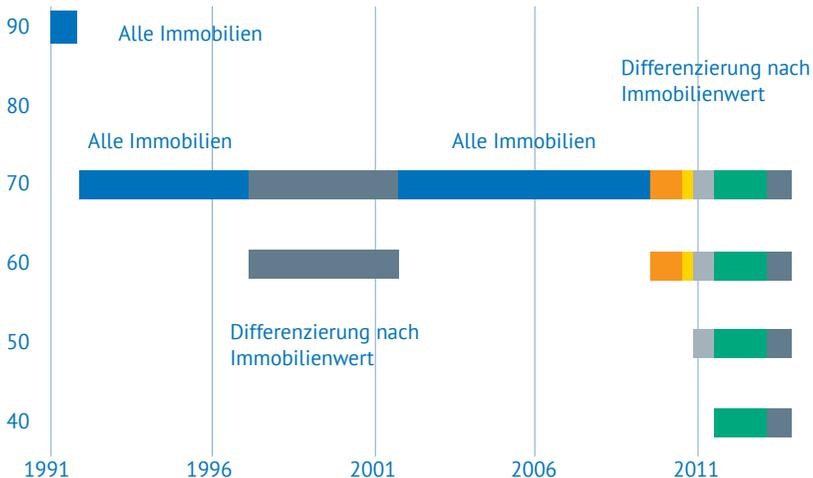
Internationale Erfahrungen

Für Deutschland ist der Einsatz dieser Instrumente noch neu. Erfahrungen wurden bereits in Hongkong und Korea gemacht. Die Hong Kong Monetary Authority führte das LTV Anfang der 1990er Jahre ein und verschärfte es im Zuge der Asienkrise. Abbildung 2 zeigt, dass die Aufsicht mit verschiedenen Kalibrierungen experimentieren musste. Zuerst galt ein LTV von 90 Prozent für alle Immobilien. Dieses wurde 1992 auf 70 Prozent verschärft und 1997 nach dem Wert der Immobilie differenziert. Für Immobilien mit einem Marktwert von unter 12 Millionen Hong-Kong-Dollar (dies entsprach 1,4 Millionen Euro) galt ein LTV von 70 Prozent, für die übrigen Immobilien eins von 60 Prozent. Anschließend kehrte die Aufsicht ab dem Jahr 2002 zu einem LTV von 70 Prozent für alle Immobilien

Loan-to-Value Ratio in Hongkong

Abbildung 2

Maximale Beleihung in Prozent des Marktwerts¹⁾ der Immobilie



Lesehilfe: Im Zeitraum 1992 bis 1997 galt für alle Immobilien ein einheitlicher Beleihungswert von 70 Prozent; dagegen gelten am aktuellen Rand vier unterschiedliche Werte zwischen 40 und 70 Prozent differenziert nach dem Immobilienwert.

1) Angaben zum Marktwert in Hongkong-Dollar.

Quellen: He, 2014; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

zurück. Ab dem Jahr 2010 wurde es wieder ausdifferenziert. Aktuell besteht eine vierstufige Ausdifferenzierung nach der Höhe des Marktwerts.

Die Bank of Korea startete ebenfalls mit einem einheitlichen LTV, das sie über die Zeit stärker ausdifferenziert hat (Abbildung 3). Die Ausdifferenzierung erfolgte aber nicht nur anhand des Immobilienwerts, sondern auch anhand der Laufzeit des Immobilienkredits. Es zeigt sich hier – ähnlich wie bei der Hong Kong Monetary Authority, dass es nach der Einführung zunächst eine Zeit des Experimentierens gibt, so lange, bis genügend Erfahrungen über die Wirkungen dieser Instrumente erlangt werden.

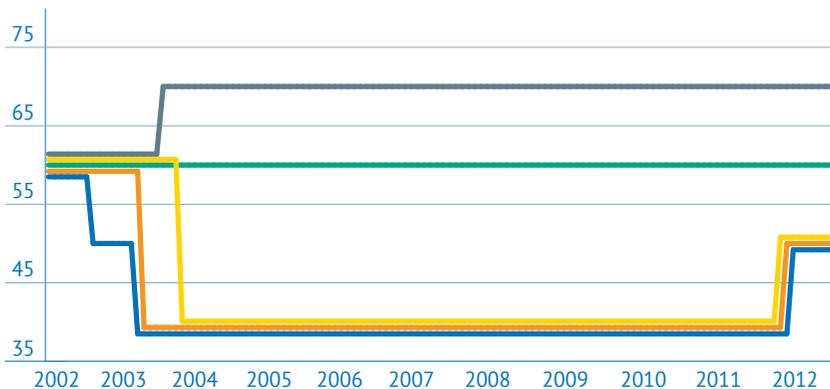
In Europa haben die makroprudenziellen Aufsichtsbehörden weniger Erfahrung mit makroprudenziellen Instrumenten. Die Niederlande setzen seit dem 1. Januar 2013 ein maximales LTV von 105 Prozent ein. Dieses senkten sie auf 104 Prozent zum 1. Januar 2014 und auf 103 Prozent zum 1. Januar 2015. Bis zum Jahr 2018 wird es jährlich um 1 Prozentpunkt gesenkt. Schweden setzt seit Oktober 2010 ein LTV von 85 Prozent ein (Darbar/Wu, 2015).

Loan-to-Value Ratio in Korea

Abbildung 3

Maximale Beleihung in Prozent des Marktwerts¹⁾ der Immobilie

- Bis 3 Jahre ■ Über 3 und bis 10 Jahre ■ Über 10 Jahre und über 600 Millionen Won
- Über 10 Jahre und bis zu 600 Millionen Won ■ Über 10 Jahre und Abzahlungskredit



1) Angaben zum Marktwert in Won.
 Quellen: Kim, 2014; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Stabilität des deutschen Wohnimmobilienmarktes

Vor dem Einsatz makroprudenzieller Instrumente ist eine Analyse möglicher finanzieller Fehlentwicklungen erforderlich. Basierend auf steigenden Preisen auf meist städtischen Immobilienmärkten in Deutschland standen in den vergangenen Jahren potenzielle Überbewertungen, mitunter zwischen 10 und 20 Prozent, zur Diskussion (Deutsche Bundesbank, 2014). Vor dem Hintergrund der Subprime-Krise in den USA wurden diese Einzelbeobachtungen als Anzeichen einer Immobilienblase in Deutschland fehlinterpretiert, die sich bei einer plötzlichen Abwertung negativ auf die Finanzmarktstabilität auswirken könnte (Drieschner, 2015). Allerdings stellt sich die Frage, ob eine stärkere Regulierung der Wohnungsmärkte über die Kreditvergabe einen größeren Nutzen hinsichtlich der Finanzmarktstabilität leisten kann im Vergleich mit den volkswirtschaftlichen Kosten einer zu schwachen Kreditvergabe.

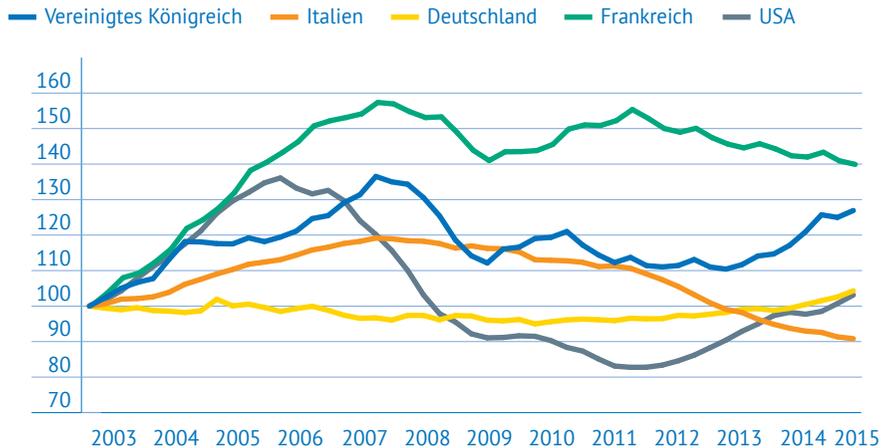
Eine Gleichsetzung der Entwicklung am deutschen Immobilienmarkt mit der Subprime-Krise in den USA ist jedoch in vielerlei Hinsicht nicht zutreffend: Die in den letzten Jahren stärker verlaufende Preisentwicklung von Wohnimmobilien in Deutschland ist im internationalen Vergleich als moderat einzustufen (Abbildung 4). Dabei verlief der inflationsbereinigte Anstieg der Hauspreise in Deutschland deutlich stetiger als in Frankreich, dem Vereinigten Königreich oder den USA. Auch die um die allgemeine Teuerung bereinigten Preissteigerungen bei Immobilien von rund 4,3 Prozent vom ersten Quartal 2013 bis zum ersten Quartal 2015 sind im internationalen Vergleich als moderat einzustufen. Zudem hat sich die Preisentwicklung bereits im vergangenen Jahr wieder deutlich abgeschwächt, sodass von einer „Beruhigung an den städtischen Wohnimmobilienmärkten“ (Deutsche Bundesbank, 2015b) gesprochen werden kann.

Des Weiteren gehen Immobilienblasen meist auch mit einer deutlichen Ausweitung der Finanzierung über Fremdkapital einher. Daher ist es aus Sicht der Finanzmarktregulierung entscheidend, die Kreditvergabe für Wohnimmobilien im Blick zu behalten. Gerade niedrige Zinsen begünstigen in der Regel eine expansivere Kreditvergabe, was beispielsweise in den USA und Spanien zu beobachten war. Abbildung 5 zeigt jedoch, dass auch nach den starken Zinssenkungen der EZB kein massiver Aufwärtstrend in der Kreditvergabe für den Wohnungsbau an Privatpersonen in Deutschland zu verzeichnen war.

Hauspreisentwicklung ausgewählter Länder

Abbildung 4

Bereinigte Immobilienpreise¹⁾, Index: 1. Quartal 2003 = 100



1) Immobilienpreise bereinigt um Verbraucherpreisveränderungen.
 Quellen: BIS; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/257049/storage/master/download/abb4.xlsx

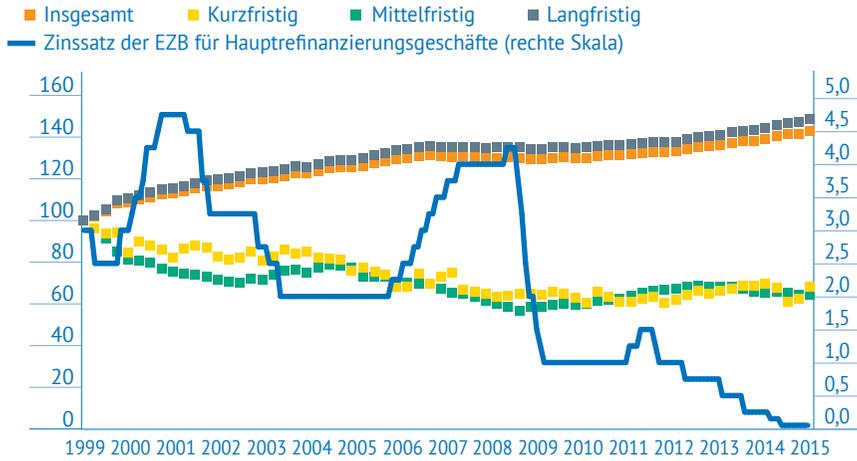
Diese Entwicklung ist erstens auf eine spezifische Finanzierungskultur zurückzuführen. Im Vorfeld der Verwerfungen am US-Hypothekenmarkt expandierte die Kreditvergabe für den Wohnungsbau in den USA nicht nur aufgrund des niedrigen Zinsniveaus. Vielmehr beruhte der Anstieg auf der politisch gewollten und von der Politik unterstützten Erschließung neuer Kundensegmente, welche die in den USA geltenden Bonitätsstandards des Prime-Segments nicht erfüllen konnten. Während allerdings in den USA besonders Haushalte mit einem niedrigen verfügbaren Einkommen ein hohes Volumen von Fremdkapital zur Immobilienfinanzierung aufnehmen, präferieren diese Einkommensgruppen in Deutschland einen höheren Eigenkapitalanteil (Haas et al., 2013, 10 f.).

Zweitens garantieren die Vergabestandards für Wohnungsbaukredite in Deutschland eine deutlich stetigere Entwicklung, als dies in anderen Ländern der Fall ist. Entscheidend sind dabei vor allem die langfristigen Zinsbindungen und die deutlich konservativere Immobilienwertermittlung (Henger/Voigtländer, 2011). Selbst die Standards für die sogenannten Prime-Kredite in den USA, die zu besonders günstigen Konditionen vergeben werden, liegen noch unterhalb von jenen, die für die Kreditvergabe in Deutschland üblich sind. So werden in den

Kredite und Zinsen

Abbildung 5

Entwicklung des Bestands an Wohnungsbaukrediten an Privatpersonen in Deutschland (Index: 1. Quartal 1999 = 100) und EZB-Leitzins in Prozent



Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



http://www.iwkoeln.de/_storage/asset/257050/storage/master/download/abb5.xlsx

USA Prime-Darlehen mit einem Beleihungswert von weniger als 85 Prozent des Marktwerts der Immobilie und einem Anteil der Zins- und Tilgungszahlungen von unter 55 Prozent des verfügbaren Einkommens vergeben. In Deutschland sind die Beleihungswerte oftmals auf 80 Prozent beschränkt und das Verhältnis von Finanzierungskosten zu dem verfügbaren Einkommen sollte eher bei 30 Prozent liegen (Jäger/Voigtländer, 2008). Bei sinkenden Marktpreisen hierzulande können keine Schneeballeffekte zustande kommen – die für die Subprime-Krise in den USA kennzeichnend waren. Dies liegt daran, dass die zur Besicherung herangezogenen Immobilien in Deutschland konservativ mit dem Beleihungswert und nicht mit dem Marktwert bewertet sind.

Insgesamt ist der deutsche Wohnimmobilienmarkt nicht nur von einer stetig verlaufenden Preisentwicklung, sondern auch von einer stabilitätsfördernden Finanzierungskultur geprägt. Allerdings ist zu prüfen, welche Instrumente gegebenenfalls geschaffen werden sollten, um potenziellen Risiken künftig begegnen zu können. Eine Amortisationsgrenze ist aus mikroprudenzieller Sicht am ehesten zielführend. Aus der makroprudenziellen Sicht wäre der antizyklische Eigenka-

pitalpuffer zu präferieren, sofern er so kalibriert wird, dass Kreditinstitute im Abschwung über genügend Eigenkapital verfügen. Instrumente, die am Kreditnehmer ansetzen, restringieren lediglich den Kreditzugang für die weniger einkommensstarken Haushalte, um im Vorfeld zu verhindern, dass Kredite notleidend werden. Um diese Instrumente makroprudenziell zu kalibrieren, ist eine sehr weite Voraussicht der Aufsicht erforderlich. Inwieweit die Prognosemodelle der Aufsicht hierfür ausreichend sind, ist noch nicht absehbar.

Schlussfolgerungen

Der vorliegende Beitrag legt dar, auf welcher Ebene die makroprudenzielle Aufsicht dazu beitragen soll, die Finanzmärkte frühzeitig zu stabilisieren. Mit der zunehmenden Anwendung makroprudenzieller Instrumente betreten Regierungen und Regulierungsbehörden Neuland in mehrfacher Hinsicht. Es fehlt eine klare Definition des übergeordneten Ziels der Finanzstabilität. Während die Geldpolitik an einer Zielinflationsrate von 2 Prozent bewertet werden kann und Abweichungen zu begründen hat, ist eine Rechtfertigung bei makroprudenziellen Eingriffen aufgrund einer fehlenden Zielmessung bisher nicht gegeben. Eine Regelbindung wie bei der Geldpolitik ist bei makroprudenziellen Eingriffen ebenfalls nicht erkennbar. Des Weiteren existieren nur wenige Erfahrungswerte hinsichtlich der Auswirkungen makroprudenzieller Instrumente, besonders über die Transmissionslänge und über ihre Interaktion mit weiteren wirtschaftspolitischen Maßnahmen.

Die makroprudenzielle Aufsicht soll das gesamte Finanzsystem stabilisieren. Die derzeitigen Instrumente fokussieren allerdings sehr stark auf Banken und ihre Kunden. Banken sind bereits seit langem die Finanzmarktakteure, die besonders intensiv reguliert werden (Hüther et al., 2015). Allerdings ist zu hinterfragen, ob ausschließlich eine intensivere Regulierung der Banken für eine größere Finanzmarktstabilität sorgen wird. Denn für die Finanzstabilität ist nicht die Menge an Regularien relevant, sondern, dass diejenigen Regularien implementiert werden, die zu mehr Finanzstabilität führen. Während die Eigenkapitalregulierung aus der mikroprudenziellen Sicht dahingehend differenziert, dass für höher eingegangene Risiken mehr Eigenkapital als Verlustpuffer vorzuhalten ist, ist bei den meisten makroprudenziellen Instrumenten weniger erkennbar, dass diese nach eingegangenen Risiken unterscheiden. Einer solchen Differenzierung kommt nur

der antizyklische Eigenkapitalpuffer nach, weil er Eigenkapital in Relation zu den risikogewichteten Aktiva misst. Da er bei der Verlustabsorptionsfähigkeit der Institute ansetzt, ist er den makroprudenziellen Instrumenten vorzuziehen, die ausschließlich den Kreditzugang restringieren.

Für die Wohnimmobilienkreditvergabe werden derzeit Eingriffsinstrumente diskutiert, die im Rahmen dieses Beitrags kurz erläutert wurden. Aufgrund der mangelnden Erfahrungswerte und Voraussehbarkeit von Fehlentwicklungen besteht ein Risiko für Politikfehler. Zudem besteht ein Mangel an regelmäßig verfügbaren und qualitativ hochwertigen Datenquellen, die eine zuverlässige Steuerung ermöglichen könnten (Ausschuss für Finanzstabilität, 2015, 33). Der Aufbau der AnaCredit Datenbank durch die EZB wird zwar bessere Daten für die makroprudenzielle Politik liefern, es wird aber noch Zeit vergehen, bis diese Daten auswertbar sind.

Für ein makroprudenzielles Eingreifen kann aufgrund eines nicht vorhandenen Marktversagens in der deutschen Immobilienfinanzierung keine sachliche Begründung gefunden werden. Statistiken zur Kreditvergabepraxis in Deutschland weisen sogar darauf hin, dass selbst im aktuellen Niedrigzinsumfeld keine ausufernde Kreditvergabe auf dem deutschen Immobilienmarkt stattfindet, die ein Eingreifen mit zusätzlichen Instrumenten rechtfertigen könnte. Vielmehr zeichnet sich ab, dass sowohl die Finanzierungskultur als auch die bestehenden Kreditvergabestandards bereits eine im internationalen Vergleich auffällige Stabilität des deutschen Wohnimmobilienmarktes gewährleisten. Schließlich mangelt es nicht nur im Umfeld der Regulierung, sondern auch auf der politischen und wissenschaftlichen Seite an einem ausreichenden Verständnis der Transmissionskanäle und dem Zusammenspiel zwischen makroprudenziellen Instrumenten mit weiteren wirtschafts- und geldpolitischen Maßnahmen. Da derzeit die Einführung der Basel-III-Standards noch nicht vollständig durchgeführt ist und auch die Auswirkungen der enthaltenen Maßnahmen noch einem ständigen Monitoring unterzogen werden, sollte der Einsatz zusätzlicher Instrumente nicht voreilig erfolgen.

Literatur

Angeloni, Ignazio, 2014, European macroprudential policy from gestation to infancy, in: Financial Stability Review, Nr. 18, April, S. 71–84

Ausschuss für Finanzstabilität, 2015, Zweiter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland, Berlin

Bernanke, Ben / Gertler, Mark / Gilchrist, Simon, 1999, The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework, in: Taylor, John / Woodford, Michael (Hsrg.), Handbook of Macroeconomics, Vol. 1, S. 1342–1385

Borio, Claudio, 2003, Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?, BIS Working Papers, Nr. 128, Basel

Buttiglione, Luigi / Lane, Philip / Reichlin, Lucrezia / Reinhart, Vincent, 2014, Deleveraging? What Deleveraging?, International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva Reports on the World Economy, Nr. 16, Genf

Caruana, Jaime / Cohen, Benjamin H., 2014, Five questions and six answers about macroprudential policy, in: Financial Stability Review, Nr. 18, April, S. 15–23

Cochrane, John, 2013, The Danger of an All-Powerful Federal Reserve, Wall Street Journal, v. 26.8.2013, <http://www.wsj.com/articles/SB10001424127887323906804579036571835323800> [23.10.2015]

Darbar, Salim M. / Wu, Xiaoyong, 2015, Experiences with Macroprudential Policy – Five Case Studies, IMF Working Paper, Nr. WP/15/123, Washington D.C.

Demary, Markus, 2015, IW-Bankenmonitor 2015: Schleppende Kreditentwicklung trotz oder wegen der Rekapitalisierungsfortschritte, in: IW-Trends, 42. Jg., Nr. 3, S. 95–113

Deutsche Bundesbank, 2014, Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland im Jahr 2013, in: Monatsbericht Februar, S. 65–67

Deutsche Bundesbank, 2015a, Glossar. Makroprudenzielle Überwachung, https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/_functions/glossar.html?lv2=32042&lv3=62046#62046 [13.10.2015]

Deutsche Bundesbank, 2015b, Preisauftrieb bei Immobilien schwächer, Pressemitteilung v. 18.2.2015, http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2015/2015_02_17_preisauftrieb_immobilienpreise.htmlsearchArchive=0&submit=Suchen&searchIssued=0&templateQueryString=Immobilien [26.10.2015]

Drehmann, Mathias / Tsatsaronis, Kostas, 2014, The Credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: questions and answers, in: BIS Quarterly Review, März, S. 55–73

Drieschner, Frank, 2015, Komplette aus dem Häuschen. Wir leben in einer Immobilienblase. Warum wollen wir es nicht wahrhaben?, Zeit Online, Nr. 21, v. 21.5.2015, <http://www.zeit.de/2015/21/immobilien-hamburg-immobilienblase-wohnraum> [4.6.2015]

FSB – Financial Stability Board / IMF – International Monetary Fund / BIS – Bank for International Settlements, 2009, Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations, Washington D.C.

Goodhart, Charles / Perotti, Enrico, 2015, Maturity mismatch stretching: Banking has taken a wrong turn, CEPR Policy Insight, Nr. 81, London

Haas, Heide / Henger, Ralph / Voigtländer, Michael, 2013, Reale Nachfrage oder bloße Spekulation. Ist der deutsche Wohnimmobilienmarkt überhitzt?, IW policy paper, Nr. 8, Köln

He, Dong, 2014, The effects of macroprudential policies on housing market risks: evidence from Hong Kong, in: Financial Stability Review, Nr. 18, April, S. 105–120

Henger, Ralph / Voigtländer, Michael, 2011, Immobilienfinanzierung nach der Finanzmarktkrise – Zusammenhänge, internationale Unterschiede und Regulierungsgefahren, IW-Analysen, Nr. 73, Köln

Hüther, Michael / Voigtländer, Michael / Haas, Heide / Deschermeier, Philipp, 2015, Die Bedeutung der Langfristfinanzierung durch Banken. Vorteile und zukünftige Herausforderungen, IW-Analysen, Nr. 101, Köln

Jäger, Manfred / Voigtländer, Michael, 2008, Hintergründe und Lehren aus der Subprime-Krise, in: IW-Trends, 35. Jg., Nr. 3, S. 17–29

Jordà, Òscar / Schularick, Moritz / Taylor, Alan M., 2014a, Betting the House, NBER Working Papers, Nr. 20771, Dezember, Cambridge, MA

Jordà, Òscar / Schularick, Moritz / Taylor, Alan M., 2014b, The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and the Business Cycles, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, Nr. 2014-23, September, San Francisco

Kim, Choongsoo, 2014, Macroprudential policies in Korea – Key measures and experiences, in: Financial Stability Review, Nr. 18, April, S. 121–130

Kiyotaki, Nobuhiro / Moore, John, 1997, Credit Cycles, in: The Journal of Political Economy, 105. Jg., Nr. 2, S. 211–248

Knot, Klaas, 2014, Governance of macroprudential policy, in: Financial Stability Review, Nr. 18, April, S. 25–32

Koo, Richard C., 2011, The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics, in: Real-world Economics Review, Nr. 58, S. 19–37

Noyer, Christian, 2014, The financing of the economy in the post-crisis period: challenges and risks for financial stability, in: Financial Stability Review, Nr. 18, April, S. 7–11

Rosengren, Eric S., 2011, Defining Financial Stability, and Some Policy Implications of Applying the Definition, Stanford Finance Forum, Stanford

Schularick, Moritz / Taylor, Alan M., 2012, Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles and Financial Crises, 1870–2008, in: American Economic Review, 102. Jg., Nr. 2, S. 1029–1061

Voigtländer, Michael / Henger, Ralph / Haas, Heide / Schier, Michael / Just, Tobias, 2013, Wirtschaftsfaktor Immobilien 2013. Gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft, Zeitschrift für Immobilienökonomie, Sonderausgabe, Berlin

Weistroffer, Christian, 2012, Macroprudential supervision: In search of an appropriate response to systemic risk, Deutsche Bank Research, Current Issues, Global financial markets, Frankfurt am Main

The Consequences of Macroprudential Interventions in the German Property Market

In the wake of the global financial crisis, the regulatory paradigm has shifted towards a stricter macroprudential supervision. In contrast to microprudential supervision prevailing so far, the focus has now shifted to include not only the solvency of individual credit institutions but also the stability of the financial system as a whole. As a result, property markets are increasingly attracting the attention of the financial supervisors. Macroprudential policy is currently being implemented in the form of discretionary interventions anticipating unsustainable developments in the real estate and credit markets. However, to reduce the risk of policy mistakes, it is important to conduct macroprudential policy rule-based. Moreover, if financial imbalances and asset price bubbles are to be identified, reliable data will be required.