

Dombret, Andreas et al.

Article

Miet- und Immobilienpreissteigerungen: Droht eine Immobilienblase?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Dombret, Andreas et al. (2013) : Miet- und Immobilienpreissteigerungen: Droht eine Immobilienblase?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 66, Iss. 02, pp. 3-20

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/165219>

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.

Deuten die aktuellen Preisanstiege auf den Immobilienmärkten auf eine Immobilienblase hin? Wie kann dem Risiko einer Überhitzung wirksam begegnet werden?

Immobilienmarkt sorgfältig beobachten

Preissteigerungen rücken Immobilienmarkt in den Fokus

Preisblasen an Immobilienmärkten gehören generell zu den größten Risiken für die Finanzstabilität. Die Folgen derartiger Übertreibungen können Finanzintermediäre in Schieflage bringen und die Realwirtschaft nachhaltig schwächen.

In den vergangenen zwei Jahrzehnten waren derartige Risiken in Deutschland zu vernachlässigen. Während in anderen Ländern Europas und auch in den USA die Immobilienpreise stark und zeitweise mit zweistelligen Jahresraten anstiegen, war in Deutschland im Allgemeinen eine Seitwärtsbewegung zu beobachten. Nach dem Platzen der Immobilienblasen in verschiedenen Ländern und dem Ausbruch der Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise hat sich dies jedoch geändert. Seit dem Jahr 2010 ist Bewegung in den deutschen Immobilienmarkt gekommen.

Insgesamt ergab sich in Deutschland für das Jahr 2011 eine Wachstumsrate der Wohnimmobilienpreise von 2,7%.¹ Betrachtet man das Bild in Deutschland differenzierter, zeigt sich, dass sich die Immobilienpreise regional sehr unterschiedlich entwickeln. Dies verwundert nicht, wenn man demographische Faktoren wie die Zu- und Abwanderung kombiniert mit der unterschiedlichen wirtschaftlichen Dynamik betrachtet. In vielen ländlichen Regionen ist ein stagnierendes und teilweise sogar rückläufiges Preisniveau zu verzeichnen. Die Preisanstiege konzentrieren sich insbesondere auf die Ballungsräume. Dort haben sich mittlerweile Wohnimmobilien zum Teil sehr kräftig verteuert. So sind die Preise für neue Eigentumswohnungen im Jahr 2011 dort

durchschnittlich um über 9%, für wiederverkaufte Wohnungen um 8% gestiegen. Im Jahr 2012 dürfte sich an diesem Befund im Großen und Ganzen wenig geändert haben.

Für den Preisanstieg gibt es zunächst konjunkturelle Gründe. Die gute wirtschaftliche Lage in Deutschland und die damit verbundene niedrige Arbeitslosigkeit sowie die positiven Einkommensentwicklungen und -erwartungen haben die Nachfrage und damit die Preise gestützt. Während sich die Einkommen im Zeitraum von 1999 bis 2007 nur schwach entwickelten, stiegen sie in den letzten Jahren stärker an. Seit 2010 befinden sich auch die Einkommenserwartungen auf einem hohen Niveau. Längerfristig wird sich die ungünstige demographische Entwicklung dämpfend auf die Preisentwicklung auswirken, wenngleich mittelfristig allerdings noch ein Anstieg der Anzahl der Haushalte zu erwarten ist. Für die Ballungsgebiete spielen auch regionale Wanderungsbewegungen und die Urbanisierung eine Rolle.

Darüber hinaus hat sicherlich auch das gegenwärtige makroökonomisch-finanzwirtschaftliche Umfeld einen Anteil an der derzeitigen Dynamik am Immobilienmarkt. Erfahrungen anderer Länder zeigen, dass in einem Umfeld niedriger Zinsen und hoher Liquidität Übertreibungen an den Immobilienmärkten entstehen können. Das historisch niedrige Zinsniveau wirkt sich auf verschiedene Weise auf die Immobilienpreise aus. Bei gleichen Kosten kann aktuell zum einen ein höherer Fremdkapitalbetrag eingesetzt werden. Dies wirkt grundsätzlich preistreibend. Zum anderen werden die Wohnimmobilienpreise derzeit auch stark von Kapitalanlageentscheidungen geprägt. Eine niedrige Verzinsung traditioneller Anlageformen und das insgesamt schwierige Anlageumfeld lenken die Aufmerksamkeit der Kapitalanleger auf den Immobilienmarkt. Das gesunkene Vertrauen gegenüber dem Fi-



Andreas Dombret*

* Dr. Andreas Dombret ist Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank.

¹ Berechnungen der Deutschen Bundesbank auf Basis von Angaben der Bulwien Gesa AG.

nanzsystem erhöht die Nachfrage von als sicher empfundenen Anlagen. Dies wird nicht zuletzt daran ersichtlich, dass die stärksten Preisanstiege in jenen Marktsegmenten zu beobachten waren, die sich aufgrund hoher Liquidität und Transparenz als Anlageobjekte anbieten.

Konservative Immobilienfinanzierung begrenzt Risiken für Finanzstabilität

Aufgrund der Bedeutung des Immobilienkredites für ein stabiles Finanzsystem muss die Entwicklung an den Immobilienmärkten grundsätzlich genau beobachtet werden. Dies ergibt sich aus dem großen Umfang der immobilienmarktbezogenen Verschuldung. Wohnimmobilienkredite haben in Deutschland einen Anteil von über zwei Dritteln an der Verschuldung privater Haushalte. Bei den Banken machen sie rund 40% der gesamten inländischen Buchkreditvergabe an Unternehmen und Privatpersonen aus, bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind es rund 50%. Preisüberreibungen, die mit einer laxen Kreditvergabe einhergehen, können im Fall von Korrekturen schnell zu Schieflagen im Bankensystem führen und die Realwirtschaft nachhaltig negativ beeinflussen.

Aus Finanzstabilitätssicht muss neben der Preisentwicklung daher vor allem auch die Kreditvergabe beobachtet werden. Kritisch sind Preissteigerungen dann, wenn sie mit einem starken Kreditwachstum einhergehen. Hier besteht die Gefahr, dass sich Preissteigerungen und wachsende Verschuldung gegenseitig verstärken. Dies wird nicht zuletzt dadurch begünstigt, dass Immobilienkäufer offenbar dazu tendieren, Preissteigerungen der vorangegangenen Jahre fortzuschreiben. Darauf deuten Studien für das Ausland hin (vgl. Case, Shiller und Thompson 2012). Das kann zum einen die Verschuldungsbereitschaft erhöhen. Zum anderen können dadurch getriebene Kaufentscheidungen den Aufwärtstrend der Preise weiter verstärken.

Ein rascher Aufbau von Risiken für die Finanzstabilität in Deutschland ist bisher nicht zu erkennen. Dafür sprechen insbesondere die robuste Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte, das moderate Kreditwachstum sowie die konservativen Kreditvergabestandards. So ist die Gesamtverschuldung der privaten Haushalte in Relation zum verfügbaren Einkommen seit Jahren rückläufig. Auch ist der Zuwachs an Wohnimmobilienkrediten in Deutschland immer noch moderat, auch wenn nach dem Einbruch im Jahr 2008 wieder eine gewisse Ausweitung der Immobilienkreditvergabe zu beobachten ist (vgl. Deutsche Bundesbank 2012). Mit 1,2% im Jahr 2011 befindet sich diese aber noch immer auf einem moderaten Wert. Allerdings können Anfangsphasen von Preisüberreibungen auch mit einem niedrigen Kreditwachstum einhergehen (vgl. Agnello und Schuknecht 2009). Möglicherweise spiegelt

sich die regionale Dynamik in den Durchschnittswerten nur unzureichend wider.

Die traditionell vergleichsweise konservative Ausgestaltung der Kreditvergabestandards in Deutschland wirkt ebenfalls risikominimierend. Die hiesigen Immobilienmärkte sind dadurch weniger anfällig für Preisblasen, die Folgekosten eventueller Preiskorrekturen werden begrenzt (vgl. Dagher und Fu 2011; Europäische Zentralbank 2009; Duca, Muellbauer und Murphy 2010).

Die konservative Ausgestaltung zeigt sich beispielsweise darin, dass in Deutschland ein Großteil der neu vergebenen Kredite eine Zinsbindung von über fünf Jahren aufweist. Kreditnehmer sind innerhalb der Kreditlaufzeit damit besser vor Zinsänderungsrisiken und Unsicherheiten über zukünftige Belastungen geschützt. Die Belastung bei einer Anschlussfinanzierung kann sich allerdings deutlich erhöhen, wenn während der Laufzeit nur wenig getilgt wird. Das niedrige Zinsniveau kann zu einer Unterschätzung der eingegangenen Risiken durch die Kreditnehmer führen. Grundsätzlich besteht hier die Gefahr, dass sich Kreditnehmer bei steigenden Zinsen mit deutlich höheren Belastungen konfrontiert sehen.

Charakteristisch für die konservativen Kreditvergabestandards ist auch der Fremdfinanzierungsanteil. Bei Immobilienkäufen in Deutschland ist dieser im Allgemeinen geringer als im internationalen Vergleich. Ein geringerer Fremdfinanzierungsanteil wirkt sich positiv auf das Kreditausfallrisiko aus. In Deutschland ist es eher unüblich, dass die Kredithöhe den Beleihungswert erreicht oder übersteigt. Das hat auch mit der breiten Verwendung des Pfandbriefs als Refinanzierungsform zu tun. Hypotheken, die für den Deckungsstock des Pfandbriefs herangezogen werden sollen, dürfen nur auf maximal 60% des Beleihungswertes lauten.

Was kann gegen Übertreibungen getan werden?

Die Entwicklung macht eine intensive Beobachtung erforderlich, um mögliche Risiken frühzeitig zu erkennen und gegenzusteuern zu können. Gleichzeitig ist die mikroprudenzielle Aufsicht gefragt, einer übermäßigen Lockerung der Kreditstandards vorzubeugen. Institute mit sehr hohem Kreditwachstum müssen genauer unter die Lupe genommen werden. Besonderes Augenmerk muss auf regional tätige Kreditinstitute im Immobiliengeschäft gelegt werden. Aufgrund der stark regionalen Konzentration der Preissteigerungen kann es hier zu Klumpenrisiken kommen, die bei diesen Instituten nicht in den Eigenmittelanforderungen berücksichtigt werden.

Gegebenenfalls stünden makroprudenzielle Instrumente bereit, um dem Aufbau von Risiken zu begegnen. Mit dem

neuen Ausschuss für Finanzstabilität existiert ein Gremium, in dem national alle Stränge zusammenlaufen und das der Bankenaufsicht den Einsatz dieser Instrumente empfehlen kann. Im Hinblick auf Immobilienmärkte gibt es verschiedene makroprudenzielle Handlungsoptionen. So wird zum Beispiel mit der Richtlinie zu Eigenkapitalanforderungen CRD IV ein antizyklischer Kapitalpuffer eingeführt, der aus hartem Kernkapital nach der Definition von Basel III bestehen muss. In wirtschaftlich guten Zeiten mit exzessivem Kreditwachstum können Banken so angehalten werden, einen Eigenkapitalpuffer für Abschwünge aufzubauen (vgl. Dombret 2013).

Möglich ist auch die Anpassung von Risikogewichten für Immobilienkredite, um Risiken an den Immobilienmärkten zielgerichtet zu begegnen. In der aktuellen Fassung der Verordnung zu Eigenkapitalanforderungen CRR ist vorgesehen, dass die Kapitalunterlegung von privaten und gewerblichen Realkrediten erhöht werden kann, um die durch Immobilien besicherte Kreditvergabe für die Kreditinstitute unattraktiver zu machen und somit Blasen auf nationalen Immobilienmärkten abzuschwächen. Eine solche Stärkung der Eigenkapitalbasis macht die Finanzinstitute widerstandsfähiger.

Zudem ermöglicht die CRR den Aufsehern, gegebenenfalls niedrigere Beleihungsgrenzen (Loan-to-Value-Relationen) zu fordern. Eine solche Absenkung der Beleihungsgrenzen kann die Dynamik an den Immobilienmärkten dämpfen, da der Fremdkapitaleinsatz bei Immobilieninvestitionen eingeschränkt wird. Dies dämpft für sich genommen die Nachfrage und reduziert den Druck auf die Preise.

Die Begrenzung des maximalen Fremdkapitalhebels durch eine Leverage Ratio ist ein weiteres Mittel, eine exzessive Kreditvergabe zu verhindern. Sie ist allerdings als Instrument gegen Übertreibungen an den Immobilienmärkten wenig zielgenau einsetzbar, weil sie nicht nach einzelnen Kreditkategorien differenziert das Bilanzwachstum von Kreditinstituten bremst. Die Leverage Ratio soll im Rahmen der CRD IV/CRR als Beobachtungskennziffer eingeführt werden.

Fazit

Um dem Aufbau von Risiken wirksam zu begegnen, ist ein eng verzahntes Ineinandergreifen von mikro- und makroprudenzieller Aufsicht entscheidend. Risiken müssen frühzeitig identifiziert und auch kommuniziert werden, um übermäßiges Kreditwachstum und unverhältnismäßige Risikoübernahme auf Seiten der Banken nicht entstehen zu lassen.

Mit der Umsetzung von CRD IV und CRR steht zukünftig eine ganze Reihe von Instrumenten zur Verfügung, die es

den zuständigen Behörden erlauben, über die mikroprudenzielle Aufsicht hinaus zielgerichtete Maßnahmen gegen eine mögliche Blase auf den Immobilienmärkten zu ergreifen. Gefahren für die Finanzstabilität kann so wirksam begegnet werden. Dies kommt auch der Realwirtschaft zugute.

Literatur

Agnello, L. und L. Schuknecht (2009), »Boom and Busts in Housing Markets, Determinants and Implications«, ECB Working Paper No 1071, Juli.

Case, K., R. Shiller und A. Thompson (2012), »What Have They Been Thinking? Home Buyer Behaviour in Hot and Cold Markets«, NBER Working Paper No 18400, September 2006.

Dagher, J.C. und N. Fu (2011), »What Fuels the Boom Drives the Bust: Regulation and the Mortgage Crisis«, IMF Working Paper WP/11/215, September.

Deutsche Bundesbank (2012), *Finanzstabilitätsbericht 2012*, November, Frankfurt am Main.

Dombret, A. (2013), »Criteria for Financial Stability – the European View«, in: A. Dombret und O. Lucius (Hrsg.), *Financial Stability*, Wien, 25-43, im Erscheinen.

Duca, J., J. Muellbauer und A. Murphy (2010), »Housing Markets and the Financial Crisis of 2007–2009: Lessons for the Future«, *Journal of Financial Stability*, 6(4), 203–217.



Reiner Braun*

Noch lebt Schrödingers Katze

Wir befinden uns im Jahre 5 der Bergfahrt. Der Blick richtet sich talwärts und erzeugt zuweilen Höhenkoller. Vergessen scheinen die Höhen, die schon vor der letzten Talsohle erklimmen waren. Also wird heftig diskutiert, ob wir uns zu weit nach oben gewagt haben: Ist bereits ein Unwetter im Anzug, baut sich hinter dem nächsten Anstieg eines auf, oder droht zumindest eines aus der Ferne? Klar ist: Nicht jede Wolke wird zum Gewitter, und nicht jeder Preisanstieg birgt die Gefahr einer Blase. Anders als in der Meteorologie gibt es aber keine ausreichende Empirie zur Früherkennung. Die Preisblase erkennt man meist erst dann, wenn sie platzt. Besser als der Vergleich mit dem Wetter eignet sich zur Blasendiskussion daher ein Vergleich mit der Physik. Für die große Mehrheit genauso undurchschaubar wie die Immobilienmärkte liefert sie zumindest die passende Metapher zur aktuellen Lage: Schrödingers Katze.

Schrödingers Katze entspringt einem Gedankenexperiment aus der Quantenmechanik.¹ Dabei befindet sich in einem geschlossenen Raum ein instabiler »Atomkern«, der innerhalb einer bestimmten Zeitspanne mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit »zerfällt«. Der Zerfall des Atomkerns wird von einem Geigerzähler detektiert. Im Falle einer Detektierung wird »Giftgas« freigesetzt, das eine im Raum befindliche Katze tötet.

In der aktuellen Diskussion um Blasen versinnbildlichen der »Atomkern« das billige Geld, der »Zerfall« die Kreditaufnahme und das »Giftgas« die zunehmende Schuldenquote; die tote Katze steht dann für die geplatzte Blase. Denn die niedrigen Zinsen der Zentralbank erhöhen das Kreditangebot, und die schlechte Bonität der Staatsanleihen verursacht Anlagenotstand. Beides zusammen schürt die Inflationserwartung und treibt die Anleger in die (vermeintlich) sicheren Immobilienanlagen. Zum »Zerfall« kommt es aber erst, wenn auch die Kreditnachfrage steigt, Wohnimmobilien also ver-

stärkt mit Fremdkapital finanziert werden. Der entscheidende Faktor ist aber schließlich die Zunahme der Verschuldungsquote oder – um im Bild zu bleiben – die Freisetzung des »Giftgases«. Denn das Platzen einer Preisblase, also der Katze Tod, hat nur dann negative volkswirtschaftliche Auswirkungen, wenn es eine Banken- oder Wirtschaftskrise nach sich zieht. Ohne relevante Verschuldung dagegen verlieren – vereinfacht formuliert – die Immobilieninvestoren »nur« ihr Eigenkapital. Dies kann im Ergebnis volkswirtschaftlich sogar vorteilhaft sein.²

Gemäß Quantenmechanik befindet sich der Atomkern nach Ablauf der Zeitspanne im Zustand der Überlagerung (»noch nicht zerfallen« und »bereits zerfallen«). Demnach sollte sich, wenn die Quantenphysik auch auf makroskopische Systeme anwendbar wäre, auch die Katze im Zustand der Überlagerung, also »lebendig« und »tot«, befinden. Diese Schlussfolgerung erscheint paradox, wird aber wie folgt interpretiert: Beim Öffnen des Raumes und Beobachtung (Messung) springt der Atomkern, der sich zuvor im Zustand der Überlagerung befand, in einen der möglichen Zustände. Erst bei der Messung durch einen äußeren Beobachter entscheidet sich also, ob die Katze tot oder lebendig ist. Vor der Messung kann über den Zustand der Katze nicht mehr als eine Wahrscheinlichkeitsaussage getroffen werden.

Auch die Finanzmärkte befinden sich gewissermaßen in einem Zustand der Überlagerung. Das billige Zentralbankgeld wird vom Markt sowohl »noch nicht angenommen« als auch »bereits angenommen«. Die Geschäftsbanken nutzen es für sich, aber geben (noch) nicht alles an die Kunden weiter. Entsprechend befindet sich auch der Markt für Wohnimmobilien im Zustand »noch keine Preisübertreibung« und »bereits Übertreibung«. Das »Öffnen des Raumes« entspricht daher dem Blick in die Zukunft – dann erst wissen wir, ob sich eine Blase gebildet hat und geplatzt ist oder nicht. Bis dahin kennen wir nur eine Art Wahrscheinlichkeitsverteilung. Deren Parameter sind allerdings bekannt. So ist eine Blase umso wahrscheinlicher

- je weniger »Normalverdiener« sich eine Immobilie (noch) leisten können
(Kaufpreise steigen schneller als die Einkommen),
- je schlechter sich Mietwohnungen durch Mieteinnahmen refinanzieren lassen
(Kaufpreise steigen schneller als die Mieten),
- je mehr Wohnungen in spekulativer Erwartung steigen der Mieten oder Preise ohne Rücksicht auf die Nachfrage gebaut werden und
- je mehr Kredite dazu aufgenommen werden.

* Dr. Reiner Braun ist wissenschaftlicher Mitarbeiter bei der empirica AG.

¹ Erwin Schrödinger, »Die gegenwärtige Situation in der Quantenmechanik«, *Naturwissenschaften*, Organ der Gesellschaft Deutscher Naturforscher und Ärzte, Bd. 23, Berlin 1935.

² Unterstellt man, dass (in der aktuellen Situation) nur diejenigen ihre Immobilie verkaufen, die anderswo eine bessere Anlagealternative mit höherer Renditechance erwarten, dann wandert der Verkaufserlös zu den »Cleveren«, die es anschließend (volkswirtschaftlich) gewinnbringender investieren.

Tab. 1
Indikatoren für Preisblasen in Deutschland insgesamt

	2004	aktuell ^{a)}	Trend ^{b)}
Preis-Einkommensverhältnis ETW ^{c)}	4,4	4,4	- 0,1
Vervielfältiger	24,5	23,3	- 1,1
Fertigstellungen je 1 000 Einwohner	3,0	1,7	- 1,3
Anteil neue Wohnungsbaukredite am BIP in %	7,1	7,2	0,1

^{a)} H1/2012 bzw. Fertigstellungen 2011. – ^{b)} Differenz zwischen »2004« und »aktuell«. – ^{c)} Jahresnettoeinkommen.

Quelle: empirica-Preisdatenbank (IDN Immodaten GmbH); Bundesbank.

Nur diese vier Parameter – nicht aber das Vorhandensein einer Blase – können am Markt beobachtet werden (vgl. Tab. 1). So kosten Eigentumswohnungen im bundesweiten Durchschnitt derzeit 4,4 Jahreseinkommen bzw. 23,3 Monatsmieten.³ Pro Tausend Einwohner werden 1,7 Wohnungen errichtet, und der Anteil neuer Wohnungsbaukredite am BIP liegt bei 7,2%. Vergleicht man dies mit den Werten des Jahres 2004, sind ETW heutzutage eher preiswerter, die Fertigstellungen geringer und das Kreditvolumen etwa gleich hoch.⁴ Alle vier Indikatoren geben demnach keinen Anlass zur Besorgnis: Da im Jahr 2004 kein Mensch von Blasen gesprochen hat, kann man wohl auch für die Gegenwart Entwarnung geben. Die Katze lebt also mutmaßlich noch.

Auch im internationalen Maßstab scheinen die Risiken gering: So waren laut OECD die Hauspreise relativ zum BIP in den vier Jahren vor dem Crash bis 2007 in Irland (+ 2,7% p.a.) oder Spanien (+ 4,0% p.a.) ungleich stärker gestiegen als in den letzten vier Jahren bis 2011 in Deutschland (+ 0,6% p.a.). In den beiden Krisenländern wurden im Jahr 2008 pro Tausend Einwohner mehr als 17 Wohnungen neu errichtet, hierzulande im Jahr 2011 gerade einmal zwei. Und während sich im Jahr 2009 die ausstehenden Bauschulden ge-

³ Dieser Vervielfältiger scheint etwas hoch, das liegt aber an der Unschärfe, die daraus resultiert, dass hier inserierte Miet- und Kaufpreise derselben Stadt, nicht aber derselben Wohnung zueinander ins Verhältnis gesetzt werden.

⁴ Kurzfristigere Vergleiche vernachlässigen, dass die Mieten lange vor den Kaufpreisen angezogen haben.

mäß OECD-Angaben in Irland auf mehr als 70% und in Spanien auf über 60% des BIP addierten, liegt der aktuelle Vergleichswert in Deutschland bei weniger als 40%.

Richtig ist natürlich auch, dass bundesweite Mittelwerte lokale Spitzen verschleiern. Betrachten wir gewissermaßen eine Gesamtheit von Systemen (mehrere Räume mit Katzen), dann wird nach einem bestimmten Zeitintervall – nach dem Gesetz der großen Zahlen – ein Teil aller Katzen tot sein. Also werfen wir einen Blick auf die 113 kreisfreien deutschen Großstädte (vgl. Tab. 2). Derselbe Zeitvergleich wie für ganz Deutschland zeigt ebenfalls eine überwiegend fallende oder stagnierende Tendenz der Nachfrage- und Angebotsindikatoren (der Beleihungsindikator ist auf regionaler Ebene nicht verfügbar). In weniger als jeder siebten Großstadt sind die Kaufpreise schneller gestiegen als die Einkommen, und nur in etwa jeder fünften sind die Kaufpreise schneller gestiegen als die Mieten oder werden heute mehr Wohnungen gebaut als vor acht Jahren.⁵

Aber nicht vergessen: Ein einzelner steigender Indikator erhöht nur die Wahrscheinlichkeit und ist mithin nur ein erster Hinweis für aufkommende Blasen. Zur Diagnose einer Preisblase sollten schon mehrere Indikatoren gleichzeitig ansteigen. Tatsächlich gibt es insgesamt 48 Großstädte, in denen zumindest ein Indikator ansteigt. Aber nur in acht Städten steigen zwei und in gerade mal drei Städten alle drei Indikatoren gleichzeitig an. In den restlichen 37 Städten ist es immer nur ein Indikator, der aufkommende Blasen signalisiert.

Klar, man könnte jetzt den Blick noch weiter schärfen und einzelne Stadtteile, Straßenzüge oder Gebäude unter die Lupe nehmen. Auch in Schrödingers Versuchsaufbau würden genaugenommen nicht nur zwei überlagerte Zustände entstehen, sondern aufgrund der kontinuierlichen Zerfallswahrscheinlichkeit viele, früher oder später gestorbene Kat-

⁵ Mehr Städtedetails in den empirica-Wohnungsmarktreports im IZ-shop.de.

Tab. 2
Indikatoren für Preisblasen in Großstädten
Veränderungen der Indikatoren im Zeitraum 2004 bis 2012^{a)} in den 113 kreisfreien Städten

	fällt	stagniert ^{b)}	steigt	Summe
Preis-Einkommensverhältnis ETW ^{c)}	30	68	15	113
Vervielfältiger	75	14	24	113
Fertigstellungen je 1 000 Einwohner	57	33	23	113
Preis-Einkommensverhältnis ETW ^{c)}	27%	60%	13%	100%
Vervielfältiger	66%	12%	21%	100%
Fertigstellungen je 1 000 Einwohner	50%	29%	20%	100%

^{a)} Mieten und Preise H1/2012, Fertigstellungen 2011. – ^{b)} Veränderung des Indikators $\pm 0,5$. – ^{c)} Jahresnettoeinkommen.

Quelle: empirica-Preisdatenbank (IDN Immodaten GmbH).

zen. Man wird also immer eine tote Katze oder eben eine lokale Mikrolage finden, bei der alle Indikatoren auf Blasen deuten. Aber was bedeutet das? Das heißt doch weiter nichts als dass es Quartiere gibt, in denen man nicht mehr kaufen sollte. Aber muss man deswegen gleich alle Katzen für tot erklären?

Der Katze Tod ist nicht unabwendbar

Die Zutaten für eine Blase liegen bereit. Aber anders als bei Schrödingers Gedankenexperiment können wir unserer Katze den »Atomkern« wegnehmen. Will heißen: früher oder später wird die EZB das Geld verteuern und werden die Staaten ihre Schulden reduzieren. Dann wäre der Anlagenotstand schnell beendet und (deutsche) Immobilien nicht länger der einzige sichere Hafen für deutsche, südeuropäische und andere Anleger.

Bis dahin muss alles getan werden, was den »Zerfall« verlangsamen kann. Die Halbwertszeit der Schuldenfalle wird durch allerlei politische Parameter und Verhaltensweisen der Marktakteure bestimmt. Hilfreich sind zunächst einmal die traditionell niedrigen Beleihungsausläufe und die konservative Wertermittlung der deutschen Kreditgeber. Zusammen mit der Festzinshypothek sichern sie hauptsächlich die selbst nutzenden Wohneigentümer vor einem Kreditausfall bei steigenden Zinsen und platzenden Preisblasen. Im Falle der Kapitalanleger wird ein rasanter Anstieg der Verschuldungsquote vor allem durch die Abwesenheit erhöhter Abschreibungsmöglichkeiten im deutschen Steuerrecht verhindert. Zum Wohle der Katzen sollten daher Sonderabschreibungen jeglicher Art auch künftig unterbleiben. Schließlich wirkt als globale Schuldenbremse für alle Kreditnehmer und Immobiliensegmente eine strengere Kreditvergabe als Folge höherer Eigenkapitalhinterlegung und verbesserter Bankenaufsicht (Basel III).

Als dritte Stellschraube kann auch das »Giftgas« entschärft werden. Eine steigende Verschuldung ist ungiftiger, wenn sie reale Investitionen und nicht nur monetär aufgeblähte Bestände finanziert. Derzeit aber werden private Investoren durch Mietpreisdeckel im Bestand und drohende Deckelung im Neubau gegängelt. Hinzu kommen weitere Auflagen im Rahmen städtebaulicher Verträge (Mindestquote »billiger« Wohnungen, kostenfreie Errichtung Kindergärten, Übererfüllung der EnEV). Hier gilt: Die Dosis macht das Gift. Jede zusätzliche Vorschrift verschreckt einen weiteren Investor und verhindert damit ausreichenden Neubau. Im Ergebnis nimmt die Knappheit weiter zu: Bestandspreise, Mietniveau und Blasenangst werden zusätzlich geschürt. Zusätzlicher Neubau erfordert auch mehr Bauland. Die Kommunen sagen, es sei genug da. Das ist zuweilen sogar wahr, aber es wird gehortet. Die Haltekosten unbauter Grundstücke sind zu gering. Denen könnte eine hö-

here Grundsteuer für brachliegende oder untergenutzte Flächen auf die Sprünge helfen.

In der aktuellen Blasendiskussion wird allzu oft vergessen, dass es neben dem krisenbedingten Preisanstieg infolge der (kurzfristigen) Zusatznachfrage nach Immobilien als Wertanlage auch einen knappheitsbedingten Preisanstieg infolge der demographisch bedingten (langfristigen) Zusatznachfrage nach neuem, vor allem höherwertigem Wohnraum gibt.⁶ Solange also Neubau durch Auflagen erschwert oder einfacher Wohnraum zulasten hochwertiger Alternativen durch (Quer-)Subventionen bevorzugt wird, solange spiegeln die steigenden Miet- und Kaufpreise vorzugsweise reale Knappheiten und weniger monetäre Blasen. Das Restrisiko monetärer Blasen wird allerdings solange bestehen, wie der »Kern« des Problems, das billige Geld, nicht beseitigt ist. Daher sollte man alles tun, was den »Zerfall« verlangsamt (Kreditrestriktionen beim Bestandserwerb) und das »Giftgas« entschärft (weniger Auflagen und mehr Bauland im Neubau). Dann ist auch Schrödingers Katze noch ein langes und glückliches Leben beschert.

⁶ Vgl. empirica paper Nr. 210 »Der große Irrtum am Wohnungsmarkt«, online verfügbar unter: <http://www.empirica-institut.de/kufa/empi210rb.pdf>.



Nico. B. Rottke*



Christopher Yvo Oertel*

Trotz Sondereffekten: Preisbildung basiert auf soliden Rahmenbedingungen

Die Frage nach der Bildung einer Immobilienpreisblase in Deutschland bedarf zunächst dem Verständnis bzw. der Definition einer Preisblase. Sodann gilt es zu analysieren, welche Charakteristika der deutsche Wohnimmobilienmarkt aufweist, um zu verstehen, welche Parameter die Preisblasenbildung beeinflussen können – sowohl positiv als auch negativ. Abschließend schafft ein Blick auf die historische Entwicklung des Marktes Klarheit, ob sich das reale Preisniveau sowie das Verhältnis der Ausgaben privater Haushalte für Wohnen im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen und deren Entwicklung unter die Definition einer Preisblase subsumieren lassen.

Definition Preisblase

Nach Stiglitz (1990, 13) existiert eine Preisblase, sobald der Grund für einen hohen aktuellen Preis lediglich im Glauben der Investoren an einen hohen Verkaufspreis in der Zukunft begründet ist und somit fundamentale Faktoren den Preis nicht rechtfertigen – also der zugrundeliegende nachhaltige Wert der Immobilie nicht widerspiegelt wird.

Gründe für die Stabilität des deutschen Wohnimmobilienmarktes

Die Natur des deutschen Wohnimmobilienmarktes unterscheidet sich in mehrerlei Hinsicht

* Prof. Dr. Nico. B. Rottke und Christopher Yvo Oertel, M.Sc., sind Mitarbeiter der Deutsche Reihenhaus Forschungsstelle Wohneigentum am Real Estate Management Institute der EBS Universität für Wirtschaft und Recht, Wiesbaden.

¹ Ein Vergleich internationaler Baukosten kann unter www.echarris.com eingesehen werden.

² Vergleiche für die Funktionsweise des Wohnimmobilienmarktes auch DiPasquale und Wheaton (1992, 187).

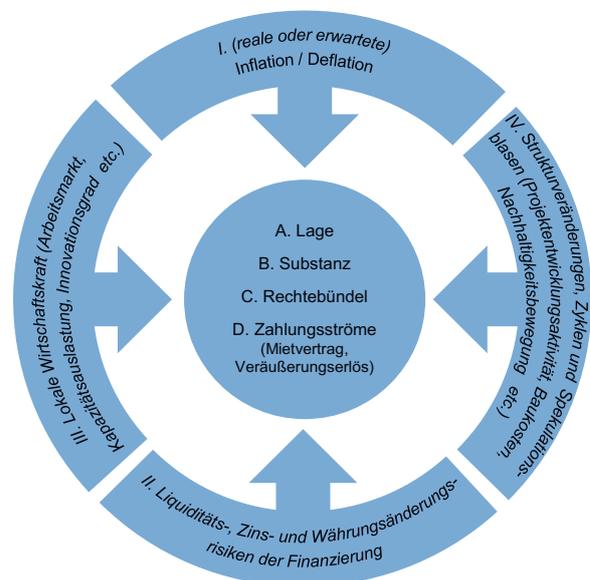
³ Der Beleihungsauslauf beschreibt den Quotienten aus Kredithöhe und Beleihungswert.

grundlegend von derer anderer internationaler Wohnimmobilienmärkte (vgl. Abb. 1). Neben der internationalen Differenzierung ist bei der Betrachtung des deutschen Wohnimmobilienmarktes allerdings auch zwischen der Preisentwicklung selbstgenutzter Wohnimmobilien sowie der Preisentwicklung vermieteter Wohnungen zu unterscheiden. Für den Markt selbstgenutzter Wohnimmobilien und insbesondere für den selbstgenutzter Einfamilienhäuser stellt vor allem die solide Bausubstanz eine Hemmschwelle für die zügige Absorption von Nachfrageschocks dar, da Anpassungen des Angebotes langsamer erfolgen als beispielsweise in den USA. Des Weiteren stellen sich in Deutschland die Baukosten für die Erstellung neuen Angebots weniger attraktiv dar als beispielsweise in Ländern wie Spanien.¹ Die Konsequenz hieraus sind zunächst steigende Preise.² Zugleich stellt die hohe Qualität der Bausubstanz (und die damit verbundene Eintrittsbarriere) einen natürlichen Schutzmechanismus vor einer Schaffung von Wohnraum dar und führt zu langen Lebenszyklen der Wohnimmobilien, die in einer geringeren Neubauaktivität und geringeren Transaktionsvolumina resultiert.

Des Weiteren, und dies gilt sowohl für den selbstgenutzten als auch für den vermieteten Wohnimmobilienbestand, basiert die deutsche Kreditvergabe in Bezug auf die Immobilienfinanzierung auf einem soliden Grundsystem mit hohen Standards, welches in der Regel auf einen langen Zeitraum ausgelegt ist und die Qualität der Darlehen zum Beispiel durch geringe Beleihungsausläufe³ sichert, welche sich nicht zuletzt aus der Deckungsstockfähigkeit für den deutschen Pfandbrief ergeben – dies war in Ländern wie z.B. den USA nicht der Fall. Hier ist aktuell kein übermäßiges Anwachsen der Kreditmasse zu beobachten, worauf

Abb. 1

Wert bestimmende Parameter von Immobilien



Quelle: Rottke (2012), IWL, Bd. II, Kap. A1.

auch die Bundesbank im Rahmen ihres vielzitierten Finanzstabilitätsbericht 2012 zu Recht hinweist. Zudem fördert die Kreditvertragsgestaltung mit Vorfälligkeitsentschädigung eine geringe Umzugsquote von aktuell ca. 14,5% in deutschen Großstädten, was die geringen Transaktionsvolumina weiter unterstützt.⁴

Ferner nimmt das Mietrecht in Deutschland eine sehr starke Position ein und lässt zum Beispiel durch die Kappungsgrenze⁵ nur eine begrenzte Mietsteigerung zu. Dies macht Wohnimmobilieninvestitionen in normalen bis sehr guten Lagen für opportunistische Investoren unattraktiv, so dass nur wenig spekulative Investitionen in diesem Bereich unternommen werden. Zudem verhindert es bei gegebener Mobilität Preisaufschreibungen, wie sie in anderen europäischen Ländern zu beobachten waren.

Einen weiteren Aspekt stellt der soziale Wohnungsbau bzw. die soziale Wohnraumförderung dar. Diese haben das Mietniveau in Deutschland auf einem relativ geringen Level gehalten und in einigen Bereichen die Marktmiete sogar unter die Kostenmiete gedrückt, was Neubauaktivitäten unattraktiver hat erscheinen lassen. Die starke Position des Sozialstaates verhindert damit zusätzlich eine übermäßige Steigerung der Kaufpreise. Hinzu kommt die geringe Wohneigentumsquote in Deutschland, welche eng mit dem sozialen Wohnungsbau und dem niedrigen Mietzinsniveau verbunden ist. Sie erlaubt einen hochkompetitiven und gut funktionierenden Mietmarkt und lässt im internationalen Vergleich die Nachfrage auf Käuferseite geringer ausfallen, was wiederum die geringen Transaktionsvolumina fördert und die Preise auf einem angemessenen Niveau hält.

Historische Wertentwicklung des deutschen Wohnimmobilienmarktes

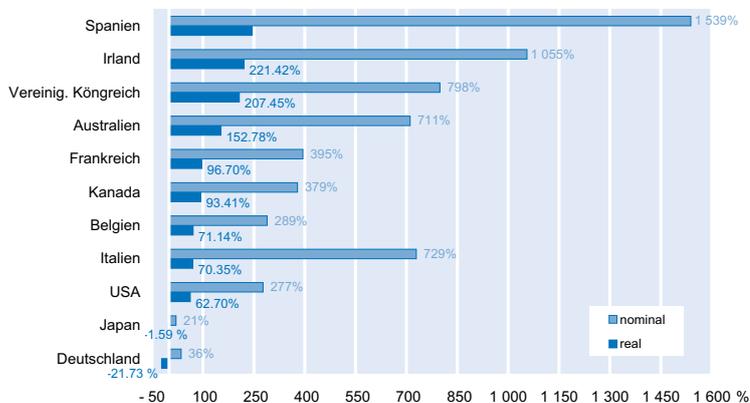
Die historische Preisentwicklung des deutschen Wohnimmobilienmarktes verdeutlicht, dass eine Blasenbildung auf gesamtdeutscher Ebene fern liegt. Betrachtet man zunächst den Zeitraum von 1980 bis zum Beginn der aktuellen Krise im Jahr 2007, ist für Deutschland ein Rückgang der realen Immobilienpreise von über 20% zu verzeichnen

⁴ Die durchschnittliche Wohndauer in einer Immobilie liegt somit bei ca. sieben Jahren. Deutschlandweit gesehen lag die historische Umzugsquote deutlich niedriger, bei nur ca. 11% (vgl. www.techem.de).

⁵ Die Kappungsgrenze begrenzt die Mietsteigerung bestehender Mietverträge innerhalb eines Dreijahreszeitraumes.

Abb. 2

Prozentualer Anstieg der Hauspreise von 1980 bis 2007



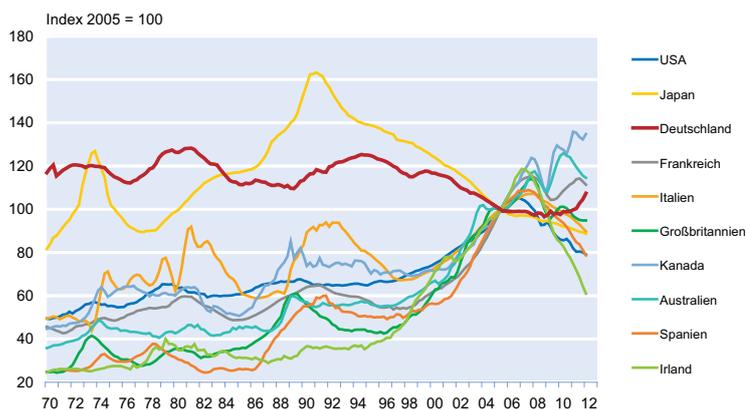
Quelle: OECD (2012).

(vgl. Abb. 2). Im Vergleich hierzu stehen Preisaufschreibungen im deutlich dreistelligen Bereich, wie zum Beispiel in den Ländern Spanien, Irland oder auch Großbritannien. Erweitert man den Betrachtungszeitraum und analysiert den Zeitraum seit der deutschen Wiedervereinigung bis Ende 2011, zeigt sich ein noch klareres Bild. In diesem Zeitraum stiegen die Preise für Wohnimmobilien nominal um weniger als 20%, während in dieser Zeit der Verbraucherpreisindex eine Preissteigerung von über 45% aufweist. Unabhängig der Wahl des Zeithorizontes wird deutlich, dass historisch gesehen die Wohnimmobilieninvestition in Deutschland eine Wertaufschreibung aufweist, welche den Wertverlust durch Inflation nicht kompensiert.

Betrachtet man den Gesamtzeitraum der verfügbaren Daten zurück bis in das Jahr 1970, wird deutlich, dass Deutschland im Trend als einziges Land im dargestellten Vergleich konstante bis leicht rückläufige reale Wohnimmobilienpreise zu verzeichnen hatte (vgl. Abb. 3), welcher nur von drei

Abb. 3

Entwicklung der realen Hauspreise von 1970 bis 2012



Quelle: OECD (2012).

Ausnahmen durchbrochen wurde. Sowohl Ende der siebziger Jahre als auch Anfang der neunziger Jahre waren moderate Preisaufschreibungen über einen vergleichsweise kurzen Zeitraum zu beobachten. Die dritte Ausnahme stellt der Zeitraum seit Anfang 2010 bis heute dar. Um diese Abkehr vom Trend bewerten zu können, ist es notwendig, einen Blick auf aktuelle Sondereffekte zu werfen, welche einen direkten oder indirekten Einfluss auf die aktuelle Preisentwicklung für deutsche Wohnimmobilien haben.

Sondereffekte

Im Folgenden wird sowohl auf das Mietpreis- als auch auf das Kaufpreisniveau Bezug genommen. In Deutschland treffen zum gegenwärtigen Zeitpunkt mehrere preistreibende Faktoren zusammen. Zum einen führen die verkürzten Abiturjahrgänge zu einem erhöhten Studentenaufkommen in deutschen Universitäts- und Hochschulstädten. Dieser Effekt wird durch die Abschaffung der Wehrpflicht noch deutlich verschärft und führt zu einem bisweilen enormen Nachfrageüberhang, sodass das Angebot an günstigem Wohnraum in angemessenen Lagen vielerorts sehr beschränkt ist. Gleichzeitig trifft den deutschen Wohnimmobilienmarkt vor allem im hochpreisigen Segment eine gestiegene Nachfrage ausländischer, aber auch inländischer, vermöglicher institutioneller wie auch privater Anleger, welche den deutschen Wohnimmobilienmarkt als sichere Anlagemöglichkeit suchen. Der massive Nachfrageüberhang in moderaten Preisregionen führt dort zwar zu steigenden Preisen, diese sind allerdings durch die unelastische Nachfrage vieler, vor allem junger Mieter mit geringen Einkommen, in ihrer Höhe begrenzt. Anders gestaltet es sich in Top-Lagen, in denen die gesteigerte Nachfrage zu ebenfalls höheren Preisen führt, welche allerdings auf eine sehr elastische Nachfrage hoher Einkommen stößt und somit schnell zu starken Preisanstiegen führen kann.

Aktuelle Maßnahmen

Das aktuell geplante Eingreifen der Politik in den Wohnungsmarkt hat eine lange Tradition und ist gerade in Wahljahren durch seinen großen Wirkungskreis ein stark diskutiertes Thema. Neben der bereits 2001 auf 20% abgesenkten Kapazitätsgrenze ist nun eine weitere Absenkung auf 15% geplant. Hierbei wird jedoch ignoriert, dass den größten Preistreiber nicht bestehende Mietverträge darstellen, sondern neu geschlossene Mietverträge, für welche die Kapazitätsgrenze aktuell nicht gilt und auch in Zukunft nicht gelten soll. Dies reduziert die Attraktivität einer Immobilieninvestition weiter, darf jedoch nicht dazu führen, dass notwendige Instandhaltungsarbeiten nicht mehr wirtschaftlich attraktiv sind, da sich diese nur mit einem ausreichenden Kapitalpuffer leisten lassen. Dies gilt auch für die Konsequenzen

aus der geplanten Änderung der Energieeinsparverordnung mit einer Senkung des Primärenergiebedarfs um 80% bis 2050, was nur mit einem erheblichen Kapitalaufwand erreicht werden kann und ohne staatliche Förderung eine Erhöhung der Mieten zur Folge haben wird.

Fazit

Aktuell lassen sich auf dem gesamtdeutschen Wohnimmobilienmarkt, vor allem vor dem Hintergrund der historischen Preisentwicklung, keine Überhitzungstendenzen ausmachen. Lediglich in kleinen, regionalen Teilmärkten lassen sich Preisentwicklungen beobachten, welche sich unter die Definition einer Preisblase subsumieren lassen. Um von einer allgemeinen Preisblase sprechen zu können, sind also deutlich massivere und vor allem flächendeckendere Preisaufschreibungen notwendig, als sie gegenwärtig zu beobachten sind. Hierbei gilt es auch zu beachten, dass sich die Erschwinglichkeit deutscher Wohnimmobilien, also das Verhältnis von Kaufpreisen zu Einkommen, trotz einer Steigerung seit dem Jahr 2010, immer noch auf einem historisch niedrigen Niveau bewegt.⁶

Für die Zukunft ist davon auszugehen, dass, solange die Lage auf den internationalen Märkten weiter angespannt bleibt, der deutsche Wohnimmobilienmarkt weiterhin als attraktives Anlageziel gesehen und die Nachfrage nach Top-Lagen nicht abnehmen wird. Durch die solide Kreditvergabepolitik sowie vergleichsweise geringe Renditen ist eine allgemeine Überhitzung jedoch auch in naher Zukunft nicht zu erwarten. Dies ist vor allem vor dem Hintergrund zu betrachten, dass sich der Nachfrageüberhang durch die beschriebenen Sondersituationen in den kommenden Jahren wieder entspannen wird.

Literatur

Deutsche Bundesbank (2012), *Finanzstabilitätsbericht 2012*, Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main.

DiPasquale, D. und W.C. Wheaton (1992), »The Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework«, *Real Estate Economics* 20(2), 181–198.

OECD (2012), Primärdaten, elektronisch erhalten am 16. August 2012.

Rottke, N.B. (2012), »Besonderheiten von Immobilien und deren Märkten«, in: N.B. Rottke und M. Voigtländer (2012), *Immobilienwirtschaftslehre Band II – Ökonomie*, Immobilien Manager Verlag, Köln, 83–100.

Stiglitz, J. (1990), »Symposium on Bubbles«, *Journal of Economic Perspectives* 4(2), 13–18.

⁶ Für das erste Quartal 2012 lag der OECD-Erschwinglichkeitsindex bei ca. 102 – im Vergleich zum historischen Durchschnitt seit 1980 von ca. 127 (vgl. OECD 2012).



Andreas Mense*

Steigende Preise auf stabilem Fundament?

Die Preise für Wohnraum haben in einer Reihe deutscher Großstädte während der letzten Jahre stark zugenommen. Dies lässt sich anhand verschiedener Indizes trotz komplizierter Datenlage und der daraus resultierenden Unsicherheit bei der Berechnung feststellen (vgl. Hansen und Pinkwart 2012). Der Aufwärtstrend steht im Kontrast zu stagnierenden Preisen in anderen europäischen Ländern und ist auch angesichts der Seitwärtsbewegung des deutschen Immobilienmarktes während der letzten beiden Jahrzehnte ein neues Phänomen. So sind seit 2007 die Quadratmeterpreise für Wohnungen in Berlin, München, Hamburg, Frankfurt, Dresden, Stuttgart und Köln im Durchschnitt um 34% gestiegen (vgl. Kholodilin und Mense 2012).

Die jüngste Entwicklung spielt sich nicht zuletzt vor dem Hintergrund der europäischen Staatsschuldenkrise ab, welche die Bewertung von Anlagerisiken auf dem Immobilienmarkt beeinflusst. Immobilien werden als besonders sichere Form der Geldanlage beworben, wobei sich die meist stark betonte Stabilität des Wertes aus der physischen Stabilität des Objekts abzuleiten scheint. Hinzu kommt ein niedriger Zinssatz, der die Finanzierung erleichtert und so die relative Rendite von Immobilien im Vergleich mit festverzinslichen Anlagen hebt.

Auf der anderen Seite führt die momentane Attraktivität einiger Metropolen zu einer erhöhten Nachfrage nach Wohnungen, deren Bestand zumindest auf kurze Sicht fix ist. Städte wie München, Frankfurt, Hamburg oder Dresden ziehen Arbeitskräfte an, welche die Region wiederum für Firmen interessant machen. Dabei kann eine sich selbst verstärkende Dynamik entstehen, die über einen gewissen Zeitraum für ein stetes Bevölkerungswachstum in den betreffenden Städten sorgt.

* Andreas Mense ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftswissenschaften an der Universität Erlangen-Nürnberg.

Die eben skizzierten möglichen Ursachen für die beobachteten Preisanstiege können Aufschluss darüber geben, ob die Entwicklung zu einem neuen Gleichgewicht auf oder über dem jetzigen Niveau führen kann, oder ob eher mit Anpassungen nach unten zu rechnen ist. Es stellt sich die Frage, inwiefern der Boom in den betreffenden Städten durch fundamentale Faktoren bedingt ist, welche eine ökonomische Begründung liefern. Ist dies nicht oder nur teilweise der Fall, so wäre von einer Überhitzung oder gar einer Blase auszugehen, was letztlich zu fallenden Preisen führen würde.

Steigende Häuserpreise werden in der Literatur in der Regel auf zwei sich ergänzende Arten erklärt. Der fundamentale Ansatz leitet aus zunehmenden Einkommen und einer wachsenden Bevölkerung eine steigende Nachfrage nach Wohnraum ab, was Druck auf Kauf- und Mietpreise ausübt, weil das Angebot kurzfristig starr und der zur Verfügung stehende Raum begrenzt ist. Demgegenüber betrachtet der finanzmarktorientierte Ansatz Immobilien in erster Linie als Anlageobjekte, wodurch das Verhältnis von Preisen zu Mieten sowie Finanzierungs- und Instandhaltungskosten in den Fokus rücken. Hier werden auch alternative Anlageformen wie Aktien oder Anleihen betrachtet (vgl. Poterba 1992).

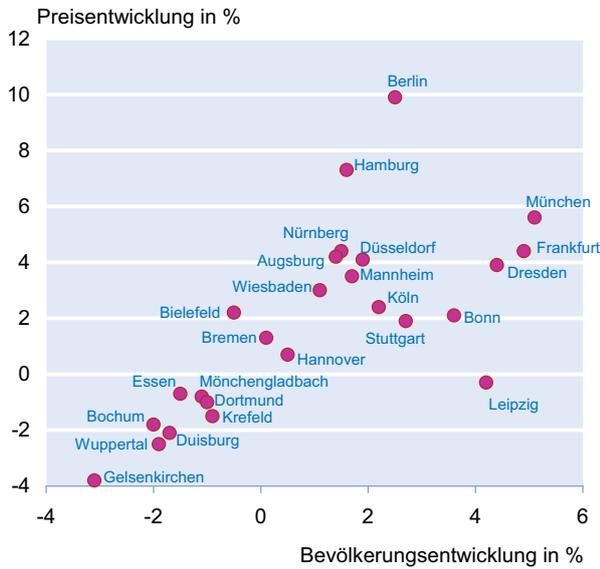
Keine krassen Fehlentwicklungen sichtbar

Dem fundamentalen Ansatz zufolge sollten die beobachteten Preisanstiege durch das Wachstum der Bevölkerung und eine Zunahme der Einkommen in den Städten zu erklären sein. Im Rahmen dieses Essays kann eine ausführliche Analyse dieses Zusammenhangs nicht geleistet werden. Allerdings können einfache Korrelationen einen ersten Hinweis geben, ob die Entwicklungen der verschiedenen Größen divergieren oder nicht.

In Abbildung 1 sind zu diesem Zweck die Preisveränderungen zwischen Januar 2007 und September 2012 zusammen mit der Zunahme der Bevölkerung zwischen 2007 und 2011 in den jeweiligen Städten abgebildet.¹ Die Korrelation ist mit 0,70 relativ hoch. Es lohnt hier allerdings ein Blick auf die Ausreißer: In Berlin und Hamburg waren zwar die stärksten Preissteigerungen zu beobachten, die Bevölkerung nahm im betrachteten Zeitraum aber nur im etwas mehr als 2% zu. Insgesamt deutet die Abbildung jedoch nicht auf krasse Fehlentwicklungen hin. Vielmehr scheinen die Preisanstiege zu einem guten Teil auf einen Nachfrageüberhang hinzudeuten.

¹ Die Preisdaten stammen aus Kholodilin und Mense (2012). Es handelt sich hierbei um qualitätsbereinigte Angebotspreise (Eigentumswohnungen) für 25 deutsche Großstädte. Die Bevölkerungsdaten sind Daten des Statistischen Bundesamtes, Bevölkerung von Kreisen und kreisfreien Städten.

Abb. 1
Veränderung der Wohnungspreise und Bevölkerungswachstum



Quelle: Berechnungen des Autors.

Um die wirtschaftliche Situation abzubilden, wurden die Mittelwerte der Salden der Gewerbeanmeldungen pro Einwohner im Alter von 18 bis 65 Jahren von 2007 bis 2011 berechnet.² Auch hier zeigt ein Vergleich mit den Preissteigerungen eine hohe Korrelation von 0,76, was darauf hindeutet, dass keine extremen Ungleichgewichte bestehen. Einige Städte scheinen jedoch etwas aus der Reihe zu fallen. So liegen Berlin und Hamburg vergleichsweise hoch, wohingegen sich die Ruhrgebietsstädte fast geschlossen im unteren Bereich versammeln.³

Durch den demographischen Wandel könnte eine Stütze für den Immobilienmarkt allerdings bald wegbrechen, wenn gleich die Großstädte von dieser Tendenz nach vorherrschender Meinung nicht so stark betroffen sein werden wie ländliche Gebiete. Dass sich Trends wie die jüngste Urbanisierungswelle auch umkehren können, ist jedoch nicht von der Hand zu weisen. Regionalökonomische Modelle legen nahe, dass die Entwicklung der Mieten selbst der Auslöser für eine solche Wende sein könnte, da die gestiegenen Lebenshaltungskosten in der Stadt irgendwann nicht mehr durch die besseren Verdienstmöglichkeiten in Ballungszentren und andere Vorteile des urbanen Lebens gerechtfertigt sind.

² Statistisches Bundesamt, Gewerbeanmeldungen nach Kreisen.

³ Auf eine Betrachtung der Angebotsseite wird hier aus Platzgründen verzichtet.

⁴ Dem ist entgegenzuhalten, dass Wertsteigerungen der Immobilie die niedrige Mietrendite ausgleichen können. Wertsteigerungen lassen sich aber in der Regel nicht prognostizieren, so dass die niedrige Mietrendite letztendlich den Kauf unattraktiver macht.

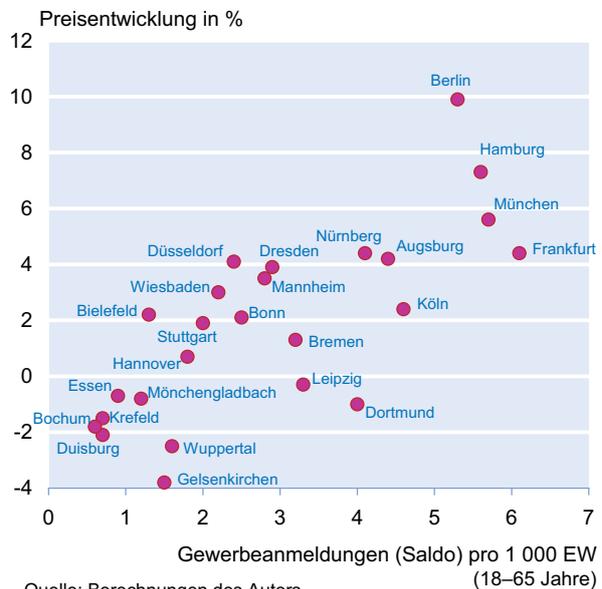
Entwicklung der Mieten hinkt hinterher

Zur Vorsicht mahnt in diesem Sinne das in einigen Städten deutlich gestiegene annualisierte Preis-Miete-Verhältnis, das als Maßzahl für die Stabilität des Marktes einige Aussagekraft innehat (vgl. Kholodilin und Mense 2012). Steigt dieses Verhältnis, so verliert der Kauf einer Immobilie gegenüber deren Anmietung an Attraktivität. Die drei prominentesten Beispiele sind hier Berlin, Hamburg und München, wo sich eine Eigentumswohnung aktuell in 24½ Jahren über die Miete refinanziert. Der Durchschnitt der 25 in der Studie untersuchten Städte liegt hingegen bei 19½ Jahren. Aus ökonomischer Sicht sollte ein Investment aber unabhängig vom Ort bei ansonsten gleichem Risiko auch die gleichen Erträge abwerfen, weswegen mittelfristig eine Angleichung des Preis-Miete-Verhältnisses zu erwarten ist.

Eine solche Angleichung kann naturgemäß über steigende Mieten oder fallende Preise erreicht werden. Ersteres würde ein wachsendes Einkommen desjenigen Teiles der Bevölkerung voraussetzen, der auch tatsächlich in Mietwohnungen lebt. Dies ist zumindest momentan nicht absehbar.⁴ Zwar rechtfertigen die extrem niedrigen Kreditkosten in der Theorie moderate Preisanstiege, weil dadurch die Kosten des Kaufs gegenüber der Miete sinken. Im internationalen Vergleich konnte allerdings zuletzt kein starker Zusammenhang zwischen den Zinssätzen für langfristige Kredite und Immobilienpreisen festgestellt werden (vgl. Igan und Lounyani 2012).

Ein denkbare Motiv für die Entscheidung, in Immobilien zu investieren, stellt zudem die Unsicherheit angesichts der

Abb. 2
Veränderung der Wohnungspreise und Gewerbeanmeldungen



Quelle: Berechnungen des Autors.

Staatsschuldenkrise dar. Weil Wohnraum einen materiellen Wert aufweist, eignet sich ein solches Investment zur Verminderung von Inflationsrisiken. Im Umkehrschluss bedeutet dies aber, dass bei einer Beruhigung der Lage mit Kapitalverschiebungen in andere Märkte gerechnet werden müsste, was die Preise für Immobilien in Deutschland drücken würde.⁵ Weiter könnte die zwischenzeitlich erhöhte Nachfrage als nachhaltig interpretiert werden und in der Folge zu einer Ausweitung der Bautätigkeit im entsprechenden Marktsegment führen. Dies würde den anschließenden Preisverfall verstärken (vgl. Glaeser et al. 2008). Hinzu kommt, dass für den deutschen Immobilienmarkt in der Regel eine relativ hohe Angebotselastizität angenommen wird. Im vorliegenden Fall liegt die Korrelation der Preissteigerungsraten mit der Anzahl der Baugenehmigungen seit 2007 im Bereich von 0,5.

Die Gefahren, die von einer solchen Überhitzung ausgehen, hängen von einer Reihe an Faktoren ab. Im Vergleich mit der Situation in den USA in den Jahren 2001 bis 2007 sind deutliche Unterschiede zu erkennen, welche die aktuelle Situation in Deutschland weitaus weniger bedrohlich erscheinen lassen. Zum einen ist die private Finanzierung von Immobilienbesitz in Deutschland traditionell wesentlich konservativer als in den USA, wodurch das Ausfallrisiko von Krediten niedriger ist. Dies ist auch momentan noch gültig, wie jüngst im Finanzstabilitätsbericht der Bundesbank festgestellt wurde (vgl. Deutsche Bundesbank 2012). Zum anderen ist eine Beleihung der Immobilie vergleichsweise unüblich, was ebenfalls den Schaden einer geplatzten Blase begrenzen würde. Auch fehlen die internationalen Verstrickungen, die mittels des Weiterverkaufs von gebündelten Krediten hauptverantwortlich für das Ausmaß der Finanzkrise von 2007 und 2008 waren. Hinzu kommt, dass der aktuelle Boom sich bisher auf regionale Zentren beschränkt.

Langfristige Wertzuwächse von Immobilien sind sehr gering

Weitet man den Blick und betrachtet die Wertentwicklung von Immobilien über einen längeren Zeitraum, so ist laut Shiller (2005) eine der wesentlichen Gefahren des Immobilienmarktes die Tendenz zur Übertreibung von Preissteigerungsraten. Durch die Langlebigkeit von Immobilien wird häufig die Wirkung der Inflation vernachlässigt, so dass Hausbesitzer die realen Wertzuwächse über die Lebensdauer eines Objektes hinweg stark überschätzen. Der von Shiller berechnete Index der Häuserpreise in den USA legt eine jähr-

liche reale Steigerungsrate von 0,4% über einen Zeitraum von 114 Jahren von 1890 bis 2004 nahe. Von den insgesamt zwei Perioden, in denen die Preise während dieser Zeit deutlich stiegen, führte nur die erste auf ein stabiles höheres Preisniveau: Die aus dem zweiten Weltkrieg zurückkehrenden »Baby-Boomer« sorgten in den 1950er Jahren für eine deutliche Zunahme der Nachfrage nach Wohnraum, welche durch den damaligen starken wirtschaftlichen Aufschwung unterstützt wurde. Die zweite Periode begann um die Jahrtausendwende und löste eine knappe Dekade später die Finanzkrise aus, wobei bekanntermaßen auch die Häuserpreise fielen.

Reinhart und Rogoff (2009) argumentieren in ihrem vielbeachteten Werk »This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly«, dass Blasen und Überschuldung von Staaten und Volkswirtschaften vor allem deshalb immer wieder entstehen können, weil Marktteilnehmer diesbezügliche Anzeichen konsequent ausblenden. Stattdessen konzentrieren sie sich auf die Unterschiede zu historischen Negativergebnissen und deuten diese als Beweise für die Stabilität der aktuellen Lage. Dadurch werden die für die jeweilige Situation spezifischen Risiken nicht ausreichend beachtet. In diesem Sinne sollten die bestehenden Unterschiede zur Blase in den USA nicht überbewertet werden. So hatte der amerikanische Immobilienmarkt nach dem Platzen der Dot-Com-Blase erheblich an Fahrt aufgenommen und wurde auch durch eine zwischenzeitlich schwache Konjunktur nicht gebremst. Dies ist der momentanen Situation in Deutschland nicht unähnlich, wo die Eurokrise zu einer Verschiebung der Anlegerpräferenzen hin zum Immobilienmarkt führte. Es ist gut möglich, dass die nachlassende Konjunktur zum Jahreswechsel diesen Trend nicht brechen wird, weil weiterhin eine latente Unsicherheit bezüglich der Eurokrise und der damit verbundenen Gefahren vorherrscht.

Angesichts dieser historischen Erfahrungen erscheint es doch wahrscheinlich, dass sich die jüngsten Preisanstiege in manchen deutschen Großstädten nicht auf unbestimmte Zeit fortsetzen werden. Beide Faktoren, welche die Preise momentan treiben, werden aller Voraussicht eher früher als später wieder verschwinden, sollte sich Deutschland nicht doch noch zu einem Einwanderungsland entwickeln: Aufgrund der demographischen Entwicklung wird die Zahl der Haushalte voraussichtlich ab Mitte des nächsten Jahrzehnts schrumpfen, wobei gleichzeitig die verfügbaren Einkommen belastet werden. Beides wird einen Rückgang der Nachfrage nach Wohnraum zufolge haben. Und anders als nach dem zweiten Weltkrieg ist hierzulande heute nicht mit einem deutlichen Wirtschaftswachstum zu rechnen.

Droht in den deutschen Großstädten nun eine Immobilienblase? Diese Frage kann insofern mit Ja beantwortet werden, als die Gefahr besteht, dass die bisherige Entwicklung unreflektiert in die Zukunft fortgeschrieben wird, obwohl die

⁵ Dies kann sich als Verschiebung innerhalb Deutschlands gestalten, beispielsweise hin zu Aktien und Anleihen, oder als Abfluss ausländischen Kapitals aus dem deutschen Immobilienmarkt. Allerdings haben Schmitz und Voigtländer (2012) hierzu festgestellt, dass der Anteil von grenzüberschreitenden Käufen aus dem Ausland im Jahr 2011 weniger als 1% des Gesamtvolumens des deutschen Immobilienmarktes ausmachte.

ursächlichen Elemente vornehmlich kurzfristiger Natur sind. Es ist angesichts der gesamteuropäischen Lage und der demographischen Entwicklung weder auf mittel- noch auf langfristige Sicht anzunehmen, dass die zur Refinanzierung von weiteren Preissteigerungen notwendigen Mieterhöhungen auch in Zukunft durchgesetzt werden können. Das gilt letztendlich unabhängig davon, ob die bisherigen Preissteigerungen fundamental gerechtfertigt waren.

Literatur

Deutsche Bundesbank (2012), *Finanzstabilitätsbericht 2012*, Frankfurt am Main.

Glaeser, E.L., J. Gyourko und A. Saiz (2008), »Housing Supply and Housing Bubbles«, *Journal of Urban Economics*, 64(2), 198–217.

Hansen, H.-J. und N. Pinkwart (2012), »Preise für Wohnimmobilien«, *Wirtschaftsdienst* 92(4), 280–282.

Igan, D. und P. Loungani (2012), »Global Housing Cycles«, Working Paper 12/217, IWF.

Kholodilin, K.A. und A. Mense (2012), »Forecasting the Prices and Rents for Flats in Large German Cities«, Discussion Paper 1207, DIW, Berlin.

Poterba, J.M. (1992), »Taxation and Housing: Old Questions, New Answers«, *The American Economic Review* 82(2), 237–242.

Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff (2009), *This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.

Schmitz, M. und M. Voigtländer (2012), »Grenzüberschreitende Immobilien-Transaktionen – Umfang, Trends und Determinanten«, *IW Trends* 39(4), 1–14.

Shiller, R.J. (2005), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton.



Jens Schumacher*

Wie gefährlich wäre eine Immobilienblase in Deutschland?

Aktuell große Nachfrage nach (Wohn-)Immobilien – aber keine spekulativen Überhitzungen

Das Platzen einer Immobilienblase kann enorme negative Folgen für die betroffenen Länder, die internationalen Finanzmärkte und die Weltwirtschaft haben. Das zeigen die Entwicklungen in den USA, dem Vereinigten Königreich, Spanien und Irland. Diese Krisen haben deutlich gemacht, dass eine vorausschauende Wirtschaftspolitik dazu beitragen sollte, Immobilienblasen zu vermeiden. Dazu gehört auch, mögliche Blasen frühzeitig zu erkennen.

Angesichts der möglichen Folgen einer Blase überrascht es nicht, dass wegen seit einiger Zeit spürbar steigenden Immobilienpreisen in Deutschland das »Schreckgespenst Immobilienpreisblase (...) die Runde macht« (Rottke 2012). Dennoch gibt es keinen Grund zur Panik. Die Experten sind sich weitgehend einig, dass es derzeit keine Immobilienblase in Deutschland gibt. Dafür sprechen etwa die Entwicklung der Immobilienpreise in den letzten 30 Jahren auch im internationalen Vergleich, die Entwicklung der Preis-Miet-Relationen, der Einkommen und Beschäftigung, der Erwerblichkeit von Wohneigentum, des Transaktionsgeschehens und der Kreditvolumina (so etwa Braun 2012; Bundesbank 2012; DIW 2011; Henger, Pomogajko und Voigtländer 2012; Rottke 2012; Vornholz 2012). Die aktuellen Preissteigerungen liegen bundesweit erstmals seit etwa 15 Jahren oberhalb der Inflationsrate und lassen sich gut durch Fundamentalwerte erklären. Dazu gehört auch das in den letzten Jahren gesunkene Niveau der Arbeitslosigkeit, das sich als Einmaleffekt in einem höheren Immobilienpreisniveau niederschlagen dürfte (vgl. OECD 2010).

* Jens Schumacher ist Referent im Referat Immobilien- und Wohnungswirtschaft, Wohneigentum beim Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung. Der Beitrag gibt die persönliche Auffassung des Autors wieder.

Auch die deutlich steigende Zuwanderung trägt zu den Preissteigerungen bei.

Die zunehmende Nachfrage von Kapitalanlegern aus dem In- und Ausland kommt zum richtigen Zeitpunkt. Wenn dank dieser Nachfrage mehr Neubau in den gefragten Städten entsteht, kann so die bestehende Wohnungslücke schneller geschlossen werden. Viele dieser Investoren sind derzeit auf der Suche nach sicheren Anlagemöglichkeiten und halten weniger nach großen Renditen Ausschau. Dies dürfte das Risiko einer Blase derzeit gering halten.

Abbildung 1 zeigt beispielhaft an der Entwicklung der Angebotsmieten von 2007 bis zum ersten Halbjahr 2012, dass sich größere Preis- und Mietsteigerungen bislang auf wenige Kreise beschränken. Das schränkt das Risiko einer Blasenbildung ein.

Für heute Entwarnung, aber auch für die Zukunft?

Auch wenn derzeit Entwarnung gegeben werden kann, lässt sich nicht ausschließen, dass die aktuellen Preissteigerungen zukünftig in einer Blase münden. Allerdings führen selbst starke Preissteigerungen über mehrere Jahre nicht notwendigerweise zu einer Blasenbildung (vgl. Helbling 2005). Daher ist es schwierig, eine Blasenbildung rechtzeitig und eindeutig zu identifizieren. So entwickelt sich erfahrungsgemäß jede Blase anders. Allerdings entstehen Preisblasen über einen längeren Zeitraum, was eine Früherkennung erleichtert (vgl. DIW 2011).

Daher ist zu begrüßen, dass beispielsweise das Bundesministerium der Finanzen bereits frühzeitig eine Expertise zur »Erkennung von Anzeichen zur Blasenbildung« in Auftrag gegeben hat (vgl. DIW 2011). Auch die Bundesbank betont, dass sie die »weitere Entwicklung am deutschen Immobilienmarkt (...) sowohl aus mikro- als auch aus makroprudenzieller Sicht sorgfältig beobachtet« (Bundesbank 2012).

Wie gefährlich wäre das Platzen einer Immobilienblase in Deutschland?

Wenn eine Blase platzt, sinken die Immobilienpreise deutlich – oft mehrere Jahre lang. Wie gefährlich wären diese Preisrückgänge für die deutsche Volkswirtschaft?

Solange an einem konservativen Immobilienfinanzierungssystem (lange Festzinsbindung, vergleichsweise hohe Eigenkapitalquoten) festgehalten wird, sind Eigenheimbesitzer in Deutschland vergleichsweise wenig anfällig für deutliche Preiskorrekturen. Zudem gibt es keinen Subprime-Sektor wie etwa in den USA (vgl. Bundesregierung

2009; 2012). Auch für die selbstgenutzte Wohnimmobilie als Altersvorsorge drohen nur geringe Risiken, solange die Immobilie auch im Alter weiter genutzt und nicht verkauft wird.

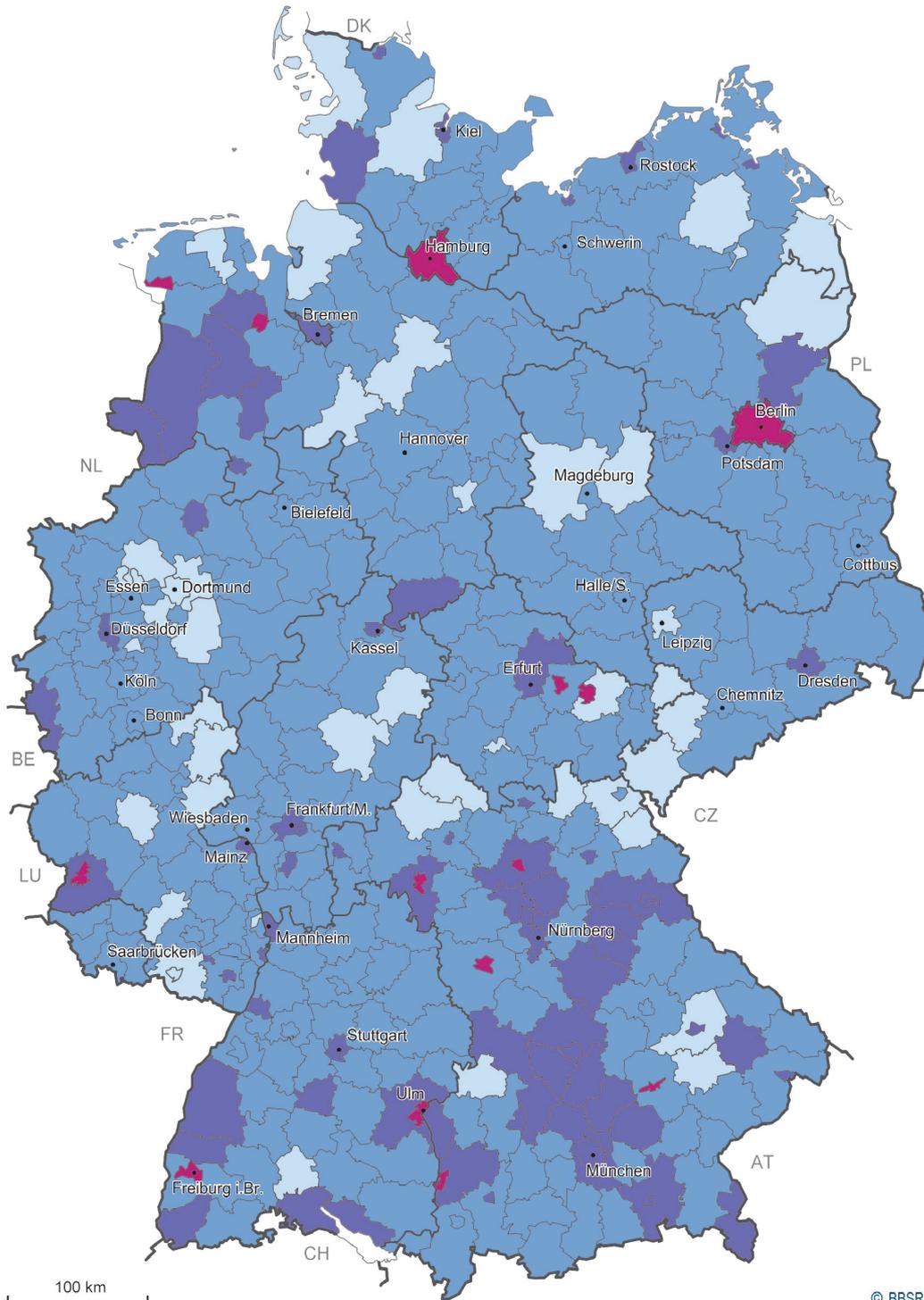
Der große Mietwohnungsmarkt in Deutschland schützt Geringverdiener weitgehend vor den Risiken eines Platzens einer Blase. Mieter könnten sogar von sinkenden Mieten profitieren. Allenfalls könnten geringere Finanzierungsspielräume bzw. Gewinnaussichten ihrer Vermieter zu geringeren Instandhaltungs- oder Modernisierungsaufwendungen führen.

Die Risiken liegen vielmehr bei denjenigen, die sie am ehesten tragen können – bei Kapitalanlegern. Ihre Ausgangslage ist auf den ersten Blick ähnlich wie bei einem Crash am Aktienmarkt. Sie machen deutliche Verluste. Allerdings werden Immobilien im Gegensatz zu Aktien meist auch mit Fremdkapital finanziert. Immobilien sind zudem nur wenig fungibel. Unkalkulierte Mietausfälle bei Leerstand, sinkende Mieten und geringe Verkaufspreise können so schnell zu Finanzierungsausfällen führen. Eine solche Entwicklung könnte im Extremfall zu einer Gefahr für das Finanzsystem werden. Selbst bei regional beschränkten Korrekturen sind Auswirkungen auf regional tätige Banken möglich (vgl. Bundesbank 2012).

Die Erfahrungen aus der ersten Welle der großen Wohnungstransaktionen von 2004 bis 2007 zeigen eindrucksvoll, dass die Marktkenntnisse der Investoren und die Höhe des Eigenkapitalanteils großen Einfluss auf die Kaufpreise haben. Je geringer Marktkenntnisse und Eigenkapital waren, desto eher akzeptierten Investoren Kaufpreise, die sich im Nachhinein als überhöht herausstellten. Viele so genannte »Amateurvermieter« nutzten diese Zeit, sich mit Gewinn von ihren Wohnungsbeständen zu trennen. Sie haben sich damit rationaler verhalten als viele der damals neuen ausländischen Investoren (vgl. BMVBS 2010, 2011a). Die aktuell auf dem deutschen Wohnungsmarkt aktiven Akteure sollten aus dieser Zeit gelernt haben. Zudem dürften die Finanzierungsbedingungen langfristig nicht mehr so attraktiv wie vor der Finanzkrise sein (vgl. BMVBS 2011b). Beides dämmt mögliche Übertreibungen ein.

Die Bauwirtschaft würde das Platzen einer Blase deutlich zu spüren bekommen. So dürfte die Neubautätigkeit, die derzeit ein Viertel des Wohnungsbauvolumens ausmacht, deutlich einbrechen. Auch die Bestandsinvestitionen dürften zurückgehen. Es ist aber davon auszugehen, dass die Bauwirtschaft aus den Erfahrungen der 1990er Jahre gelernt hat und nicht wieder so große Überkapazitäten aufbauen würde. Insgesamt dürfte die Bruttowertschöpfung in der Bauwirtschaft kaum nochmals in zehn Jahren, wie bereits von 1995 bis 2005, um knapp 30% sinken.

Abb. 1
Entwicklung der Angebotsmieten 2007 bis 1. Halbjahr 2012 in Prozent pro Jahr



© BBSR Bonn 2013 

Datenbasis: BBSR-Wohnungsmarktbeobachtungssystem, IDN ImmoDaten GmbH
Geometrische Grundlage: BKG, Kreise, 31.12.2010

**Veränderung der Angebotsmieten in % p.a.
2007 - 1. Halbjahr 2012**

- bis unter 0
- 0 bis unter 2
- 2 bis unter 4
- 4 und mehr

Der Einfluss der Immobilienpreisentwicklung auf die Konsumnachfrage ist vor allem wegen des Immobilienfinanzierungssystems in Deutschland gering (vgl. IW, Universität Mannheim und ZEW 2009). Daher dürfte die Konsumnachfrage vor allem indirekt durch ein schlechteres Konsumklima und eine geringere Beschäftigung im Baugewerbe betroffen sein.

Insgesamt würde ein deutlicher Einbruch der Immobilienpreise die allgemeine Konjunkturentwicklung beeinflussen. Die Folgen dürften aber im Vergleich zu früheren Immobilienkrisen in anderen Ländern vergleichsweise moderat ausfallen. Entscheidend werden letztlich die Kreditvergabepraxis der Banken und der daraus folgende Fremdkapitaleinsatz sein (vgl. Henger, Pomogajko und Voigtländer 2012). Über die Finanzmärkte und die Handelsverflechtungen wären die Folgen aber kaum auf Deutschland beschränkt.

Fazit: Das Schadenspotenzial ist hoch. Es dürfte aber weit aus geringer sein als etwa in den Immobilienkrisen in den USA oder Irland. Was folgt daraus?

Schwerpunkt der Politik: Wohnungsknappheiten und nicht Blasenbekämpfung

Die wichtigste aktuelle Herausforderung der Wohnungspolitik sind die Wohnungsknappheiten in vielen Städten und nicht die mit einer Immobilienpreisblase verbundenen Risiken. Darauf sollte sich die Wohnungspolitik weiter konzentrieren. Allerdings sollte die Politik unbedingt vermeiden, dass sie mit möglichen Maßnahmen gegen die Knappheit Marktmechanismen aushebelt und den Nährboden für eine Blase bereitet.

Die aktuelle Preissteigerungen sind auch Folge der hohen Bautätigkeit der 1990er Jahre. Nachdem jahrelang über Bedarf gebaut wurde, gingen die Preise real zurück. Erst seitdem der Überhang abgebaut und in einen Mangel umgeschlagen ist, steigen die Immobilienpreise wieder. Mit etwas Verzögerung ist die Neubautätigkeit kräftig angesprungen. Allerdings zeigt Abbildung 2 mit dem Vergleich für 2010 von Neubaubedarf (vgl. BBSR 2011) und Neubautätigkeit beispielhaft, dass gerade in vielen Großstädten noch deutlich mehr gebaut werden müsste, um die entstandene Lücke zu schließen. Deshalb ist hier auch mit weiteren Preissteigerungen zu rechnen.

Was kann präventiv gegen eine Blase getan werden?

Auf jeden Fall sollte die Marktentwicklung sorgfältig beobachtet werden.

Mehr Markttransparenz hilft Investoren, marktgerechte Entscheidungen zu treffen und Fehlinvestitionen zu vermeiden

(vgl. Bundesregierung 2012). Neben kleinräumigen mittelfristigen Haushaltsprognosen und Neubaubedarfsschätzungen wären flächendeckende amtliche Daten zu Mieten und Preisen hilfreich. Ziel muss vor allem sein, regional flächendeckend zeitnah umfassende Preisdaten auf Grundlage der guten Datenbasis der Gutachterausschüsse zu generieren. Der Häuserpreisindex des Statistischen Bundesamts (vgl. Dechent und Ritzheim 2012) sollte nur der Anfang sein.

Mit guten und planbaren Rahmenbedingungen (rechtliche Rahmenbedingungen, Förderpolitik, Marktinformationen) kann die Politik gute Investitionsbedingungen in Deutschland sicherstellen, damit sich einerseits Nachfrageüberhänge schneller schließen und es andererseits zu keinen Überinvestitionen wie in den 1990er Jahren kommt. So kann ein Stück weit vermieden werden, dass sich Spekulationen verselbständigen.

Die aktuelle Bautätigkeit spricht dafür, dass die Investitionsbedingungen als gut eingeschätzt werden. Allerdings dürfte die Bautätigkeit in vielen Großstädten (vor allem Berlin, Hamburg und München) noch nicht ausreichen, die Lücke zu schließen. Hier sind vor allem die betroffenen Städte und die umliegenden Kreise gefordert, mehr Bauland bereitzustellen und, wo Bauland knapp ist, mehr Baumöglichkeiten etwa in die Höhe zuzulassen (vgl. IW 2012). Ansonsten ist es möglich, dass sich dort die Preisentwicklung verselbständigt.

Markteingriffe wie etwa zur Begrenzung der deutlich steigenden Mieten sollten gut überlegt sein, da sie auch das Gegenteil des intendierten Ziels erreichen können. Treff genauere Instrumente gegen hohe Wohnkostenbelastungen sind das Wohngeld und die Übernahme der Kosten der Unterkunft im Rahmen der Grundsicherung. Diese Instrumente unterstützen Geringverdiener gezielt unterstützen, die von den Mietsteigerungen am meisten betroffen sind.

Literatur

BBSR (Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung) (2011), *Wohnungsmarktprognose 2025*, Analysen Bau.Stadt.Raum, Band 4, BBSR, Bonn.

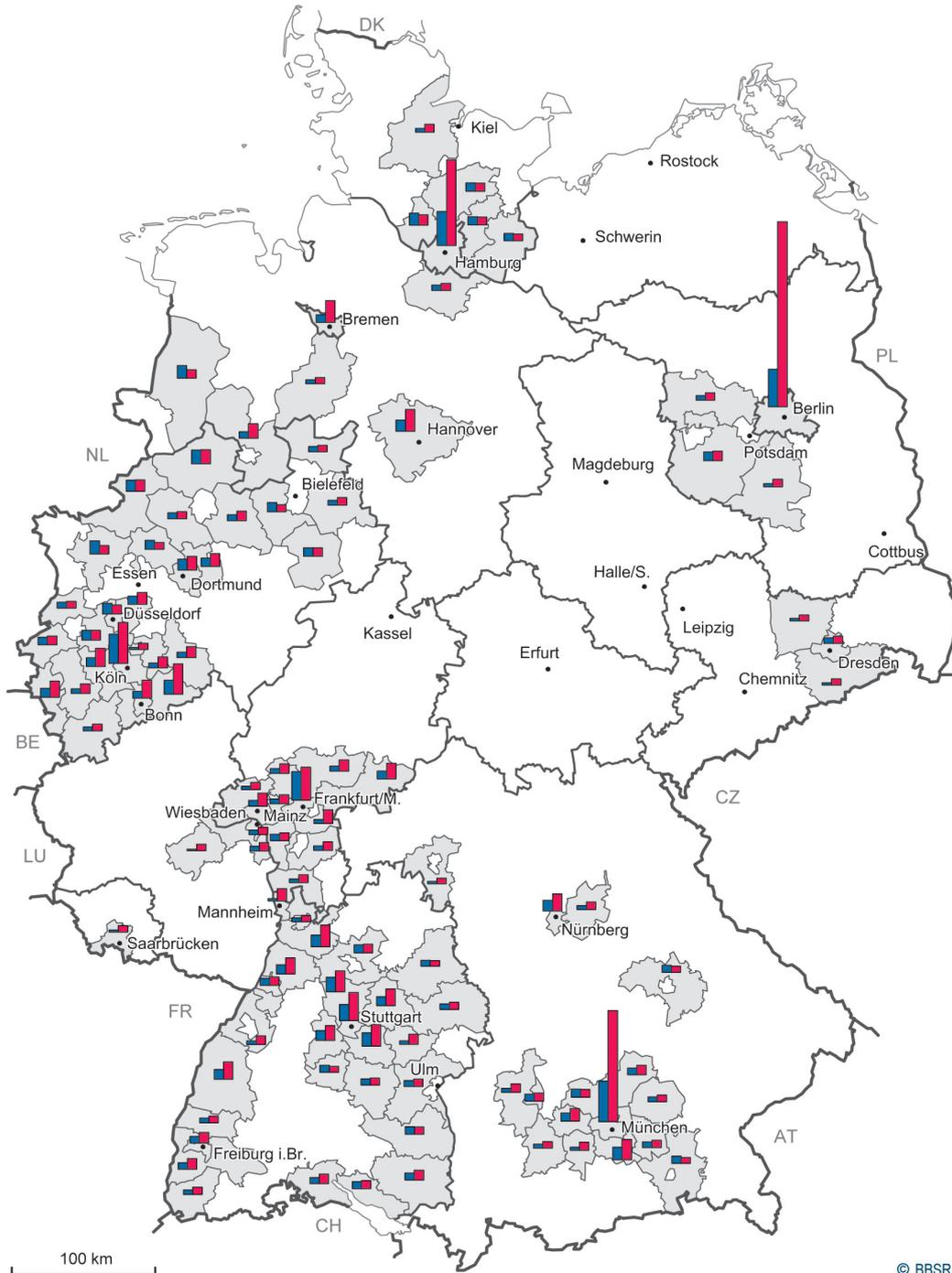
BMVBS (Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung) (2010) (Hrsg.), *Mehrfachverkäufe von Mietwohnungsbeständen*, Forschungen Heft 146, Berlin.

BMVBS (Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung) (2011a) (Hrsg.), *Transaktionen kleiner Mietwohnungsbestände*, Forschungen Heft 152, Berlin.

BMVBS (Hrsg.) (2011b): »Finanzierungsstrategien wohnungswirtschaftlicher Akteure unter veränderten Rahmenbedingungen auf den Finanzierungsmärkten«, BMVBS-Online-Publikation 04/2011.

Braun, R. (2012), »Euroangst als Blasenpflaster«, *Immobilienzeitung* 29. November, 2.

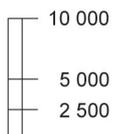
Abb. 2
 Vergleich für 2010 von Neubaubedarf laut BBSR-Wohnungsmarktprognose 2025 und Neubautätigkeit



Vergleich der aktuellen Bautätigkeit mit der prognostizierten Neubaunachfrage der BBSR-Wohnungsmarktprognose 2025 für das Jahr 2010

Datenbasis: BBSR-Wohnungsmarktbeobachtungssystem, BBSR-Wohnungsmarktprognose 2025
 Geometrische Grundlage: BKG, Kreise, 31.12.2010

Anzahl in Wohnungen



■ Neubaubedarf
 ■ Bautätigkeit

Anmerkung:
 Dargestellt sind die Kreise bzw. kreisfreien Städte, in denen der Neubaubedarf mehr als 500 WE beträgt.

Bundesregierung (2009), »Bericht über die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft in Deutschland«, BT-Drucksache 16/13325.

Bundesregierung (2012), »2. Bericht über die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft in Deutschland«, BT-Drucksache 17/11200.

Dechent, J. und S. Ritzheim (2012), »Preisindizes für Wohnimmobilien«, *Wirtschaft und Statistik* (10), 891–897.

Deutsche Bundesbank (2012), *Finanzstabilitätsbericht 2012*, Frankfurt/Main.

DIW (2011), *Methoden zur Analyse der Entwicklung von Vermögenspreisen mit Blick auf Erkennung von Anzeichen von Blasenbildung*, Endbericht, DIW, Berlin.

Helbling, T.F. (2005), »Housing Price Bubbles – a Tale Based on Housing Price Booms and Busts«, *BIS Papers* Nr. 21, 30-41.

Henger, R., K. Pomogajko und M. Voigtländer (2012), »Gibt es eine spekulative Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt?«, *IW-Trends* 39(3), 3–16.

IW (2012), »Städte müssen wachsen – auch in die Höhe«, *IW Immobilienmonitor* 4.

IW, Universität Mannheim und ZEW (2009), *Wirtschaftsfaktor Immobilien: Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive*, Berlin, Wiesbaden.

OECD (2010), *The Role of Structural Policies in Housing Markets*, ECO, CPE, WP1 14.

Rottke, N.B. (2012), »Schreckgespenst Immobilienpreisblase«, *Immobilienwirtschaft* 12-01/2013, 50.

Vornholz, G. (2012), »Gibt es eine spekulative Blase bei deutschen Wohnimmobilien?«, *Der Immobilienbrief* Nr. 284.