

Bley, Andreas; Weber, Jan Philip

**Article**

## Highway to the Danger Zone: die Gefahren des Niedrigzinses nehmen zu

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Bley, Andreas; Weber, Jan Philip (2016) : Highway to the Danger Zone: die Gefahren des Niedrigzinses nehmen zu, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 1861-1559, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 85, Iss. 1, pp. 31-44, <https://doi.org/10.3790/vjh.85.1.31>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/170586>

**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.*

---

# Highway to the Danger Zone – Die Gefahren des Niedrigzinses nehmen zu

ANDREAS BLEY UND JAN PHILIP WEBER

---

Andreas Bley, Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR), E-Mail: a.bley@bvr.de  
Jan Philip Weber, Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR), E-Mail: j.weber@bvr.de

---

**Zusammenfassung:** Die Zinsen befinden sich in Deutschland seit mehr als sieben Jahren auf einem historisch niedrigen Niveau. Der Umstand, dass bislang sowohl die Kreditvergabe als auch der Immobilienmarkt als wichtigster Vermögensmarkt moderat auf die historisch niedrigen Zinsen reagiert haben, ist kein Grund zur Entwarnung. Finanzstabilitätsrisiken bauen sich oft erst langsam auf. Wenn sich destabilisierende Prozesse erst aufgeschaukelt haben, sind sie schwer wieder zu stoppen. Die Wirtschaftspolitik sollte in dem Umfeld einer dauerhaft extrem lockeren Geldpolitik in den kommenden Jahren Strukturen fördern und bewahren, die den aktuellen Aufschwung am Immobilienmarkt nicht zu einem systemischen Risiko werden lassen oder eine ausufernde Kreditvergabe begünstigen.

**Summary:** For more than seven years interest rates have remained on historically low levels. Yet both credit growth and the housing market in Germany have only moderately responded to the low financing costs so far. It is still too early, however, to give the all-clear. Often, risks build up slowly on financial markets. It is difficult to fight these destabilising processes once they are set in motion. In the context of a persistent loose monetary policy, economic policy should enhance structural factors and policies that dampen the risk of escalating prices and credit expansion on the German housing market.

→ JEL Classification: E51, E52, E44, R21, R31

→ Keywords: Credit, monetary policy, financial markets and the macroeconomy, housing demand, housing supply and markets

---

## I **Einleitung**

Die Zinsen befinden sich in Deutschland seit mehr als sieben Jahren auf einem historisch niedrigen Niveau. Hierfür ist die Europäische Zentralbank (EZB) ein wichtiger Treiber, die auf dem Wege der Zinspolitik und quantitativer Maßnahmen einen beispiellos expansiven Kurs verfolgt. Paradoxiertweise sind Anzeichen für einen nachhaltig steigenden Preisauftrieb bislang aber noch nicht festzustellen, auch nicht in einer aktuell robusten Wirtschaft wie der deutschen. Auch steht der starken Ausweitung der Liquidität durch die Notenbank immer noch ein gedämpftes Kreditwachstum in Deutschland, aber auch im Euroraum insgesamt, gegenüber. Die Investitionstätigkeit bleibt verhalten und die wirtschaftliche Erholung verläuft ohne Glanz. Ein zweites Paradox ist, dass bislang die Risiken für die Finanzstabilität ebenfalls nicht eingetreten sind wie befürchtet. Während die Belastungen für die Kredit- und Versicherungswirtschaft durch die Niedrigzinspolitik immer deutlicher zutage treten (Deutsche Bundesbank 2015b), haben sich Preisübertreibungen auf Finanzmärkten (Aktien, Anleihen) und auf anderen Vermögenmärkten (Wohnimmobilien) noch nicht oder nur in Ansätzen eingestellt.

Der Umstand, dass bislang die Finanzstabilität insgesamt gewahrt werden konnte, ist kein Grund zur Entwarnung. Finanzstabilitätsrisiken bauen sich oft sehr langsam auf. Wenn sich destabilisierende Prozesse erst einmal aufgeschaukelt haben, sind sie schwer wieder zu stoppen. Auch ist es möglich, dass sich die Risiken für die Finanzstabilität nicht linear aufbauen, sondern bruchartig vollziehen. Insofern nehmen die Gefahren zu, je länger die Niedrigzinsphase andauert. Ein wirtschaftspolitisches Gegensteuern, wenn die Gefahren offensichtlich geworden sind, würde dann zu spät ansetzen. Daher sollte die EZB ihren extremen Kurs nur so lange wie aus geldpolitischer Sicht unbedingt nötig fortsetzen. Auch ist eine sorgfältige Analyse der kritischen Märkte notwendig, die möglichst gut auch den Entwicklungen am aktuellen Rand Rechnung tragen muss.

Im Folgenden wird am Beispiel des Immobilienmarktes ein Blick auf die Vermögenspreisentwicklung geworfen und untersucht, welche Faktoren die wesentlichen Preistreiber darstellen und welche Faktoren eine nachhaltige Preisentwicklung begünstigen. Vorangeschaltet ist zunächst eine Betrachtung der Zinsentwicklung in historischer Perspektive. Am Beispiel der Kreditentwicklung in Deutschland, einem Land mit soliden wirtschaftlichen Fundamentaldaten, wird dann illustriert, dass das Kreditwachstum keineswegs mechanisch auf geldpolitische Impulse reagiert, sondern über längere Zeiträume viel stärker durch strukturelle Trends zulasten der Kreditaufnahme geprägt wurde. Da diese Trends nur allmählich auslaufen dürften, ist trotz der niedrigen Zinsen auch mittelfristig mit einem nur moderaten Kreditwachstum in Deutschland zu rechnen.

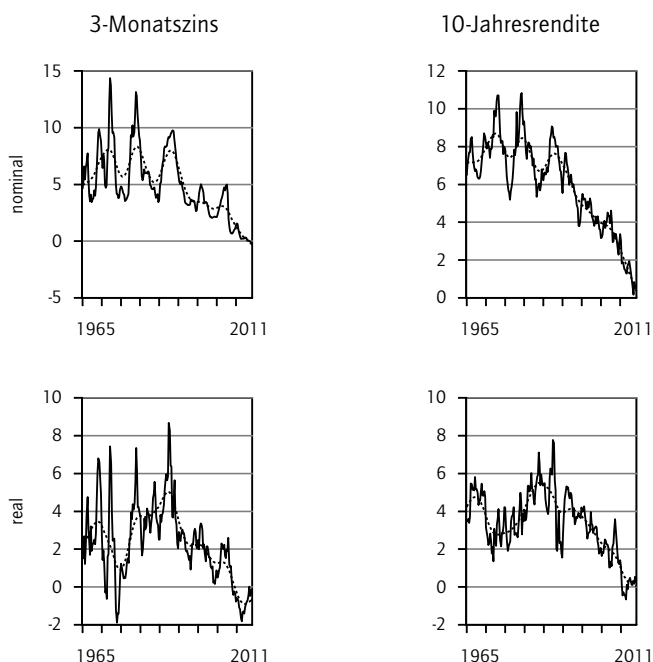
## 2 **Niedrigzinsphase historisch einzigartig**

Dass die Zinsen aktuell sehr niedrig sind, ist unbestritten. Zu der Frage, wie die Zinssituation historisch einzuordnen ist, gibt es jedoch unterschiedliche Einschätzungen. So wird im aktuellen Gutachten des Sachverständigenrats vermerkt, dass zwar Nominalzinsen nahe null ein Novum seien, es negative Realzinsen aber schon öfter gegeben habe (SVR 2015). Auch wird in einer Analyse der Bundesbank zum Spar- und Anlageverhalten der Privathaushalte die Dramatik der Zinsentwicklung heruntergespielt (Deutsche Bundesbank 2015).

Abbildung 1

**3-Monatszins und Rendite zehnjähriger Bundesanleihen**

In Prozent, Quartalsdurchschnitte und Trend (HP-Filter)



Quelle: Thomas Reuters Datastream.

Es lohnt sich daher ein Blick auf die historischen Daten, wobei zwischen kurz- und langfristigen sowie nominalen und realen Zinsen zu unterscheiden ist. Dabei zeigt sich, dass in Deutschland nicht nur die nominalen Zinsen so niedrig sind wie nie zuvor, sondern auch die langfristigen Realzinsen. Die extrem niedrigen Zinsen sind für die Finanzstabilität der zentrale Risikofaktor. Sie erhöhen die Anreize zur privaten und staatlichen Schuldenaufnahme mit der Gefahr einer fehlenden Tragfähigkeit bei einer Normalisierung der Zinsen. Gleichzeitig lenken sie Investitionsmittel in Verwendungszwecke, die bei „normalen“ Zinsen nicht optimal sind. Dadurch kann es zu Übertreibungen an Wertpapier-, Rohstoff- oder Immobilienmärkten und einer unnatürlichen Kompression der Spreads zwischen unterschiedlichen Anlageklassen kommen. Darüber hinaus erschweren sie die private Altersvorsorge (BVR 2016) und schwächen die Ertragsfähigkeit des Finanzsektors. Und schließlich droht die „verkehrte Welt“ ultraniedriger Zinsen, das Vertrauen der Bürger in die Marktwirtschaft zu erodieren (Hannoun 2015).

Betrachtet wird in Abbildung 1 die Zinsentwicklung ab dem Jahr 1965, der dargestellte Zeitraum umfasst also insgesamt 50 Jahre. Als Benchmark werden der 3-Monatszins am Geldmarkt (EU-RIBOR bzw. vor 1990 der FIBOR) beziehungsweise die Rendite auf zehnjährige Bundesanleihen zugrunde gelegt. Bei der Berechnung des Realzinses wird vereinfacht eine Deflationierung mittels der aktuellen Inflation anhand des Verbraucherpreisindexes vorgenommen, Daten zu den

langfristigen Inflationserwartungen sind für einen so weit zurückreichenden Zeitraum nicht verfügbar.

Das erste Faktum ist schlicht: Noch nie hat sich der stark von der Geldpolitik getriebene 3-Monatszins auf einem so niedrigen Niveau bewegt wie in den letzten Jahren. Aktuell werden für Dreimonatsgelder sogar negative Zinsen gezahlt. Vor der Finanzkrise hatte das historische Tief der 3-Monatsgelder noch bei zwei Prozent gelegen (Tiefpunkt im März 2004). Dem Rückgang der Geldmarktsätze entsprechend hat die EZB den Hauptrefinanzierungssatz, ihr zentrales Steuerungsinstrument in geldpolitisch normalen Zeiten, zunächst im Juni 2009 auf ein Prozent und dann in einer zweiten Welle vom November 2011 bis zum September 2014 auf 0,05 Prozent und damit auf ein Niveau geschleust, das EZB-Präsident Mario Draghi als „*for all practical purposes at the lower bound*“ bezeichnet hat (Draghi 2014). Ebenso bewegt sich die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen auf einem bislang unerforschten Territorium. Vor der Finanzkrise hatte das historische Minimum bei 3,0 Prozent gelegen (September 2005). Im April 2015 erreichte sie ein neues historisches Tief bei acht Basispunkten, nach einer zwischenzeitlichen Korrektur bewegte sie sich Anfang 2016 mit rund 0,3 Prozent immer noch auf einem außerordentlich niedrigen Niveau.

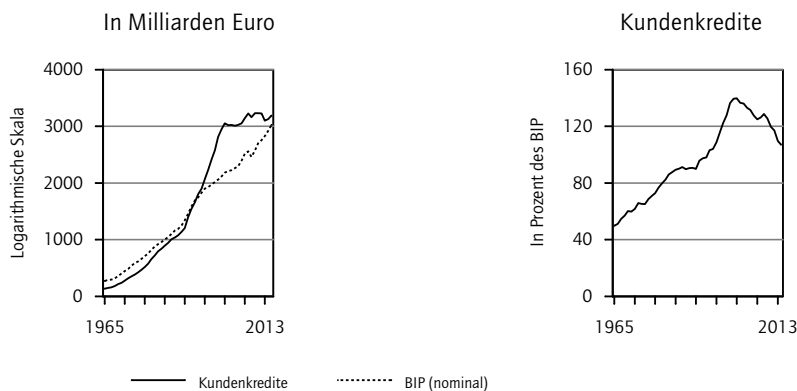
Auch am langen Ende sind die realen Zinsen extrem niedrig. Während vor der Finanzkrise ein Realzins von 1,2 Prozent das historische Minimum darstellte (September 2005), pendelt der Realzins seit Sommer 2011 in der Nähe der Nullmarke, wobei im Herbst 2012 ein Tiefstand von –0,7 Prozent markiert wurde. Würden bei der Deflationierung statt der tatsächlichen Teuerung die Inflationserwartungen verwendet, fielen der aktuelle Realzins sogar noch deutlich niedriger aus. Aufgrund der temporär inflationsdämpfenden Wirkung der niedrigen Ölpreise liegt die Verbraucherpreisinflation Anfang 2016 im Euroraum nahe null, während die längerfristigen Inflationserwartungen im Euroraum insgesamt für einen Horizont von fünf Jahren bei 1,8 Prozent lagen (ECB 2016). In Deutschland dürften die Relationen ähnlich ausfallen.

Der einzige der vier Zinsindikatoren, für den die aktuelle Zinssituation kein Novum darstellt, ist der kurzfristige Realzins. Sein historisches Tief vom September 1975 in Höhe von –2,4 Prozent wurde zwar im Dezember 2012 mit –1,9 Prozent beinahe erreicht, aber nicht unterschritten. Dieser Befund gilt im Wesentlichen auch für andere Industriestaaten mit Ausnahme Japans, das sich bereits seit Mitte der 1990er Jahre in einer milden Deflation befindet. Seit der Leitzinssenkung der Bank of Japan im Jahr 1995 auf 0,5 Prozent und später auf noch niedrigere Werte bewegen sich die kurzfristigen Realzinsen nahe der Nulllinie (Garside 2012).

### 3 **Kreditwachstum bleibt gedämpft**

Dem starken monetären Impuls der Geldpolitik in Richtung Kreditwirtschaft steht bislang eine nur begrenzte Belebung über den geldpolitisch wichtigen Kreditkanal gegenüber. Die Geldpolitik kann unter diesen Bedingungen immer noch wirksam sein, dann aber vorrangig über andere Kanäle, wie etwa über Wechselkurse oder Vermögenspreise. Zwar hat das Wachstum der Geldmenge zugenommen, insbesondere aufgrund eines dynamischen Anstiegs der Sichteinlagen, auf das Kreditwachstum hat sich die monetäre Expansion bislang jedoch nur insofern ausgewirkt, dass die Kreditbestände an den privaten Sektor nicht mehr zurückgeführt werden, sondern mit bescheidenen Raten zwischen null Prozent und einem Prozent expandieren.

Abbildung 2

**Kundenkredite und Bruttoinlandsprodukt (BIP)**

Quelle: Thomas Reuters Datastream.

Das schwache Kreditwachstum im Euroraum als Ganzes ist nicht überraschend. Es entspricht den Erfahrungen früherer Krisen, dass die Kreditvergabe lange Zeit gedämpft bleibt (Reinhart und Rogoff 2009). Einerseits ist dies Folge hoher Schuldenstände im privaten Sektor, wie sie auch in einigen Ländern des Euroraums vorliegen, mit entsprechenden Anstrengungen der Unternehmen und Privathaushalte zur Verminderung der Schuldenlast (Koo 2008). Andererseits ist in den geschwächten Volkswirtschaften des Euroraums der Kreditzugang immer noch eingeschränkt, hierauf deuten sowohl die Zinsspreads als auch die halbjährlichen Umfragen der EZB zur Unternehmensfinanzierung hin (ECB 2015b).

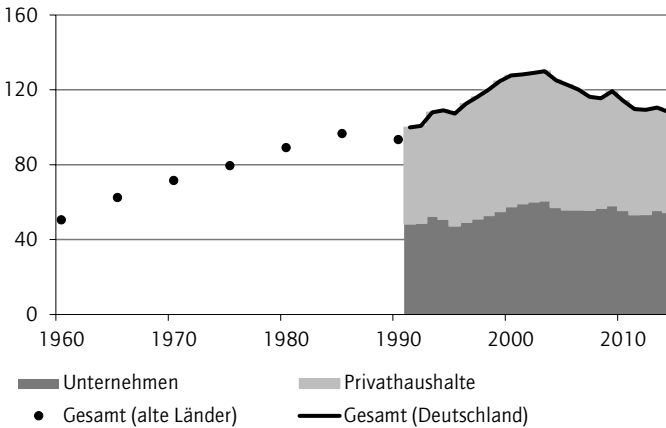
Bemerkenswert ist hingegen die immer noch schwache Kreditentwicklung in Deutschland. Angesichts der soliden Fundamentaldaten, wie etwa einem hohen Beschäftigungsstand, solider Einkommenszuwächse, einer hohen internationalen Wettbewerbsfähigkeit, einer moderaten Verschuldung des privaten Sektors und einer hohen Kreditverfügbarkeit, war in den ersten Jahren der Niedrigzinsphase mit einer zunehmenden Kreditexpansion gerechnet worden (siehe zum Beispiel Dialog Finanzstandort Deutschland 2012). Im achten Jahr der geldpolitischen Expansion verläuft die Kreditvergabe aber immer noch ohne großen Schwung. Das Wachstum der Kundenkredite (Buchkredite an Nicht-Banken) lag Ende 2015 bei 1,4 Prozent. Erwartungsgemäß ist die Dynamik im Wohnungsbau mit 2,5 Prozent höher, aber immer noch etwas niedriger als beispielsweise der Anstieg der Einkommen.

Offenbar ist der Zinssatz nicht immer der entscheidende Treiber des Kreditwachstums, sondern wird von den Auswirkungen struktureller Trends überlagert. Ein Blick auf die historische Entwicklung der Kreditbestände in Abbildung 2 zeigt eine markante Veränderung um die Jahrtausendwende (Bley 2015). Seit dem Millennium haben die Kreditbestände nominal praktisch stagniert. Im Vergleich zur Wirtschaftsleistung sind die Kreditbestände infolgedessen sogar deutlich zurückgegangen. Mehrere Trends dürften hierfür ausschlaggebend sein. Zunächst einmal hat sich das Wachstumstempo der deutschen Volkswirtschaft im Vergleich zu den vorangegangenen

Abbildung 3

### Verschuldung des privaten Sektors

Aufgenommene Kredite und ausgegebene Schuldtitel in Prozent des BIP



Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Sonderveröffentlichung Nr. 4, Jg. 1994, 2006 und 2015.

Dekaden verringert, was sich negativ auf die Finanzierungsbedarfe ausgewirkt haben dürfte. Auch hatte sich sowohl die Verschuldung der privaten Haushalte als auch der Unternehmen im Zuge des Wiedervereinigungsbooms und der Internet-Euphorie ab Mitte der 1990er Jahre deutlich erhöht mit einer entsprechenden Gegenbewegung nach dem Jahrtausendwechsel. Die Verschuldung der Privathaushalte im Verhältnis zum BIP von 52 Prozent 1991 auf ein Hoch von 70 Prozent 2000, bei den Unternehmen kletterte die Quote von 48 Prozent auf ein Hoch von 61 Prozent 2003, seitdem hat sich die Verschuldung wieder verringert auf 54 Prozent beziehungsweise 55 Prozent 2014, liegt damit aber immer noch etwas höher als zur Zeit der Wiedervereinigung (Abbildung 3).

Auf der Seite der Firmenkunden hat sich durch die Ausdifferenzierung der Finanzierungswege, die Anstrengungen der Unternehmen zur Stärkung der Eigenkapitalbasis und die stärkere Nutzung konzerninterner Finanzierungen die Nachfrage nach Bankkrediten abgeschwächt (Deutsche Bundesbank 2012); hinzu kommt der Rückgang der Investitionsquote der nichtfinanziellen Unternehmen. Auf der Seite der Privathaushalte war die Schwäche des Wohnungsbaus und der Immobilienfinanzierung vor dem Hintergrund einer rückläufigen staatlichen Förderung und des beginnenden demographischen Wandels der zentrale Dämpfungsfaktor.

## 4 Keine breiten Übertreibungen am Immobilienmarkt

In der Vergangenheit spielten niedrige Finanzierungskosten sowie die Verfügbarkeit von Krediten eine wichtige Rolle beim Aufbau von Marktübertreibungen an Immobilienmärkten fortgeschrittener Volkswirtschaften (Bordo und Landon-Lane 2015). Beide Faktoren können einen

Boom am Immobilienmarkt provozieren, der sich aus einem selbstverstärkenden Kreislauf aus massiver Kreditausweitung und stetig steigenden Immobilienpreisen nährt. Ein Großteil solcher Boomphasen an den Immobilienmärkten lässt sich mit ökonomischen Fundamentaldaten nicht rechtfertigen. Früher oder später erweisen sie sich daher als nicht nachhaltig. Kehren sich dann solche kreditfinanzierten Aufschwünge in das Gegenteil um, können hohe Kreditausfallraten die Finanzmarktstabilität ernsthaft gefährden und das Wachstum auf Jahre hinaus dämpfen (Jordà et al. 2013). Die Immobilienmarktkrisen des vergangenen Jahrzehnts in den USA, Spanien und Irland sind jüngere Beispiele einer ganzen Reihe von Boom- und Bust-Zyklen, die nach dem beschriebenen Schema verlaufen.

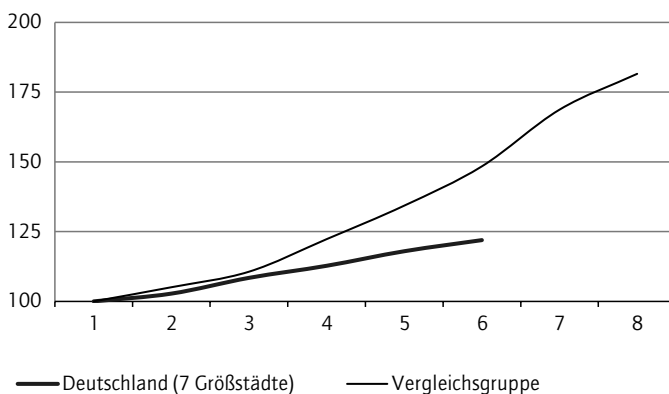
Entgegen aufkommender Befürchtungen zeigt der deutsche Immobilienmarkt in seiner jetzigen Verfassung wenig Anzeichen eines breit angelegten Booms. Zwar weist das makroökonomische Umfeld in Deutschland durchaus Parallelen zu vergangenen Immobilienkrisen auf. So fällt in Deutschland eine ausgesprochen expansive Geldpolitik mit einer vergleichsweise robusten Konjunktur zusammen (Deutsche Bundesbank 2016), aus deren Koexistenz sich ein kredit- und preistreibender Dreiklang aus zu optimistischen Zins-, Einkommens- und Immobilienpreiserwartungen ergeben kann.

Der historische Vergleich mit Immobilienmarktbooms des vergangenen Jahrzehnts zeigt aber, dass die Preisdynamiken in Deutschland sowohl in deutschen Großstädten als auch über das gesamte Bundesgebiet hinweg bis dato vergleichsweise moderat ausfallen (Weber 2014). Der Aufschwung am deutschen Immobilienmarkt fiel seit 2010 selbst in den sieben bedeutendsten Großstädten schwächer aus als in der Vergleichsgruppe aus Ländern zu deren Boomphasen. Die Vergleichsgruppe besteht aus den USA, Spanien und dem Vereinigten Königreich. Die Phasen boomender Immobilienmärkte in Spanien (1999–2006), den USA (1998–2005) und dem Vereinigten Königreich (1997–2004) sind der Arbeit von Agnello und Schuhknecht (2009) entnom-

Abbildung 4

### Moderate Preisentwicklung in Deutschland

Immobilienpreisindex, Basisjahr = 100



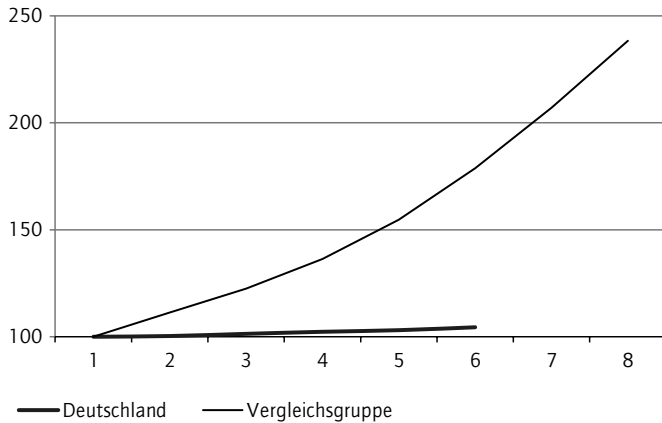
Quelle: OECD, eigene Berechnungen.



Abbildung 5

### Schwaches Kreditwachstum in Deutschland

Kredite an Private Haushalte, Basisjahr = 100



Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Berechnungen.

men. Die Preisentwicklung für Wohneigentum war dabei in der Vergleichsgruppe vor allem in der Anfangsphase des Immobilienbooms deutlich steiler aufwärts gerichtet (Abbildungen 4/5).

Der Blick auf die Entwicklung der Kredite zeigt zudem, dass der Aufschwung am deutschen Immobilienmarkt bislang kaum kreditgetrieben ist. Wie bereits im Text erwähnt, ist in Deutschland aber auch im gesamten Euroraum eine nur gedämpfte Kreditentwicklung zu erkennen. Eine impulsiv steigende Kreditvergabe an Private Haushalte wie in der Vergleichsgruppe ist in Deutschland aktuell nicht zu erkennen. Die Befürchtung eines massiven Aufbaus von Krediten mit hohen Bonitätsrisiken bestätigt sich daher momentan nicht.

## 5 Strukturelle Gründe für Stabilität

Strukturen und Politiken in Deutschland haben einen entscheidenden Anteil daran, dass die Reaktionen auf die historisch niedrigen Finanzierungskosten auf dem deutschen Immobilienmarkt bislang so moderat ausfallen. Es seien hier zwei Faktoren genannt, die einen wesentlichen Beitrag zur Stabilität des deutschen Immobilienmarktes liefern. Zum einen ist es die zurückhaltende, auf Sicherheit ausgelegte Vergabepaxis bei Immobiliarkrediten. Zum anderen existiert durch den funktionsfähigen deutschen Mietmarkt eine viel genutzte Alternative zum Eigenheimmarkt.

Strukturen, die dabei die Kreditvergabe prozyklisch zu niedrigen Zinsen verstärken, können einen wenig nachhaltigen Boom am Immobilienmarkt begünstigen. Eine kredit- und preistrei-

bende Wirkung können dabei niedrige Eigenkapitalanforderungen an den Immobilienkreditnehmer, aber auch die Vergabe von vornehmlich flexibel verzinster Krediten haben (Andrews et al. 2011, Cerutti et al. 2015). In den Immobilienboomphasen der Vergangenheit traf oft eine expansive Geldpolitik auf Strukturen, die den Effekt niedriger Zinsen und hoher Liquidität multiplizierten. Eine besondere Rolle spielte dabei die gängige Praxis bei der Kreditvergabe.

Solche Strukturen sind in Deutschland aktuell nicht auszumachen. Vielmehr dürfte eine Kreditvergabekultur, die auf Sicherheit und Dauerhaftigkeit ausgelegt ist, die Kreditvergabe am Immobilienmarkt bislang gedämpft haben. In Deutschland liegt der Anteil des Eigenkapitals privater Immobilieninvestoren am Beleihungswert der Immobilie im Schnitt bei rund 20 bis 30 Prozent und damit deutlich höher als in vielen anderen OECD-Staaten. Auch dominieren in Deutschland Verträge mit einem festen Zins über die Laufzeit des Kredits. Sie dürften ebenfalls die Amplituden von Auf- und Abschwüngen begrenzen (Andrews et al. 2011, Cerutti et al. 2015).

Festzinsen dämpfen die Auswirkungen von zyklisch schwankenden Zinsen für den Kreditnehmer. Sie ermöglichen es ihm, auch in einem wechselnden Zinsumfeld seinen Zahlungsverpflichtungen in gleicher Weise nachzukommen. Das ist auch für den Kreditgeber von Vorteil. Eigenkapitalanteile, die die Preisrisiken am Markt widerspiegeln, begrenzen den Verschuldungsspielraum. Dadurch verringert sich in einem geänderten Umfeld mit höheren Zinsen und niedrigeren Immobilienpreisen das Risiko der finanziellen Überforderung des Kreditnehmers bei einer Anschlussfinanzierung.

Neben finanzierungstechnischen Aspekten spielt auch die Breite des Wohnmarktes eine Rolle für die Stabilität der Preise. Die Existenz eines bedeutenden Mietmarktes kann Preisaufschwünge an den Immobilienmärkten insofern dämpfen, dass private Haushalte bei zu starken Preiserhöhungen bei selbst genutztem Wohneigentum in den Mietmarkt ausweichen oder ebendort verbleiben können. Im Unterschied zu vielen anderen Staaten stellt der deutsche Wohnimmobilienmarkt zu fast gleichen Teilen selbstgenutzten und gemieteten Wohnraum zur Verfügung. Nach den Zahlen der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS 2013) leben 43 Prozent der deutschen Haushalte in ihren eigenen vier Wänden und 57 Prozent zur Miete.

Ein sicher elementarer Grund für den ausgeprägten Anteil des Mietwohnungssektors in Deutschland dürfte seine hohe Funktionsfähigkeit sein, die durch eine vergleichsweise moderate Regulierung, das heißt vergleichsweise flexibler Mietzins bei gleichzeitig hoher Sicherheit, begünstigt wird. Während Vermietern bislang in den meisten Landkreisen ein begrenzter, aber ausreichender Spielraum bei der Mietpreisfindung zugestanden wird, wird Mietern per Gesetz eine hohe Wohnsicherheit garantiert. Sowohl potentielle Mieter als auch Vermieter dürften daher auf dem deutschen Mietmarkt immer noch akzeptable Wohnbedingungen vorfinden (Whitehead et al. 2013, De Boer und Bitteti 2014).

## 6 Regional begrenzter Aufschwung am Immobilienmarkt

Für die vergleichsweise moderate Entwicklung der Preise für Wohneigentum in der Fläche spielt neben den strukturpolitischen Faktoren auch die Struktur der Nachfrage eine wichtige Rolle. Der Aufschwung am deutschen Wohnimmobilienmarkt erstreckt sich nicht wahllos über das Bundesgebiet, ungeachtet ob es sich um strukturschwache oder wirtschaftlich dynamische Gebiete

handelt. Vielmehr konzentriert sich die steigende Nachfrage nach Wohnraum überwiegend auf Wohnungen in städtischen, dicht besiedelten Gebieten.

In der Folge verteilt sich der Aufschwung auf dem deutschen Immobilienmarkt ausgesprochen heterogen über das Bundesgebiet. Während es in wirtschaftlich starken Regionen zu deutlichen Preissteigerungen gekommen ist, steigen die Preise für Wohneigentum in den weniger dicht besiedelten und wirtschaftlich schwächeren Regionen Deutschlands kaum. In einigen strukturschwachen Gebieten kam es in den vergangenen Jahren sogar zu Preisrückgängen. Im Durchschnitt des Bundesgebiets verlief der Preisanstieg moderat.

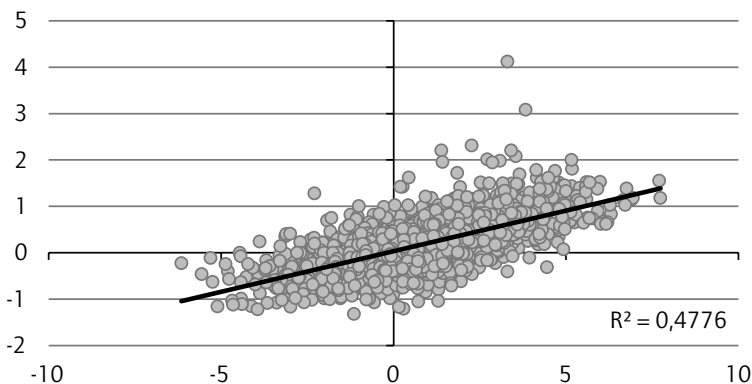
Die regionale Zuspitzung der Nachfrage nach Wohnraum wird in erster Linie von einem Re-Urbanisierungstrend getragen, der im letzten Jahrzehnt einsetzte. Er hat in den deutschen Ballungsräumen zu einem deutlichen Anstieg der Bevölkerungszahl geführt. Städte wie Berlin und München, aber auch Leipzig oder Dresden verzeichnen seit einigen Jahren steigende Bevölkerungszahlen im Zuge eines positiven Netto-Zuzuges aus anderen Regionen Deutschlands sowie aus dem Ausland. Das Wohnangebot hat darauf bislang zu verhalten reagiert, wodurch der ohnehin knappe Wohnraum in Großstädten noch knapper geworden ist.

Die Netto-Zuwanderung schlug sich daher ungefiltert in steigenden Preisen nieder. Die hohe Korrelation der wanderungsbedingten Veränderung der Bevölkerung und der Entwicklung der Immobilienpreise in 402 Land- und Stadtkreisen Deutschlands seit 2010 unterstreicht den starken Zusammenhang zwischen Migration und Immobilienpreisen (Abbildung 6). Die zuwanderungsbedingte Veränderung der Bevölkerung ist aktuell der dominante Preistreiber. Das zeigen auch einfache Panel-Regressionsanalysen, die sich grob an einem einfachen Modell der Bundes-

Abbildung 6

### Netto-Zuwanderung korreliert mit höherer Immobilienpreisdynamik

Wanderungsbedingte Veränderung der Bevölkerung versus Jahreswachstumsrate der Preise für selbstgenutztes Wohneigentum auf Kreisebene in Prozent



Quelle: Destatis, vdp-research, eigene Berechnungen.

bank orientieren (Deutsche Bundesbank 2013). So dürfte in den dicht besiedelten Ballungsräumen ein zuwanderungsbedingter Anstieg der Bevölkerung in Höhe von einem Prozent einen Anstieg der Preise von zum Teil deutlich über drei Prozent verantworten (Weber 2015).

## 7 Stabilitätsrisiken nehmen zu

Wie lange der deutsche Immobilienmarkt dem Stress der Niedrigzinsphase noch widerstehen wird, ist offen. Die Situation auf dem deutschen Immobilienmarkt lässt sich mit einem Damm vergleichen, der aufgrund seiner besonderen Konstruktion (institutionelle Faktoren) Hochwasser zurückhält und damit Stabilität unter Beweis stellt, bei anhaltendem Druck aber schließlich seine Stabilität einbüßt und zusammenbricht. Das Risiko von Preisübertreibungen steigt mit der Dauer der ultralockeren Geldpolitik der EZB. Eine Normalisierung der Geldpolitik im Währungsraum ist nicht in Sicht. Selbst wenn die geldpolitische Wende heute in Angriff genommen werden würde, wonach es momentan nicht aussieht, dürfte sich der Ausstieg aus der Politik des billigen Geldes noch lange hinziehen.

Die Nachfrage nach Immobilien wird im Zuge der niedrigen Finanzierungskosten mittelfristig aufwärts gerichtet bleiben, auch weil alternative Vermögensanlagen momentan rar sind. Der zentrale Preistreiber, der Zuzug in die deutschen Ballungsräume, wird zudem angesichts des anhaltenden Re-Urbanisierungstrends anhalten. Verstärkt werden dürfte der Effekt der wanderungsbedingten Veränderungen der Bevölkerung durch die hohe Zahl an Kriegsflüchtlingen aus dem Nahen und Mittleren Osten. Der Wohnraumbedarf wird sich dadurch noch vergrößern. Er dürfte wohl bis 2020 über der Marke von 400 000 Wohnungen pro Jahr liegen (Deschermeier et al. 2015). Der vom IW-Köln geschätzte Bedarf übersteigt damit sogar noch die von Bundesministerin für Umwelt, Naturschutz, Bau und Reaktorsicherheit Barbara Hendricks geforderte Marke von 350 000 Wohnungen (Reuters 2015). Nach den Zahlen des Statistischen Bundesamtes lag 2014 die Zahl der Baufertigstellungen von Wohnungen bei lediglich knapp 250 000. Die Integration der Zuzüge in die städtischen Immobilienmärkte wird in den kommenden Jahren eine zentrale Herausforderung für die (Wirtschafts-)Politik sein.

In der hiesigen Gemengelage sind zwar keine Preisübertreibungen auf der gesamten Breite des Bundesgebietes zu erwarten. Gleichwohl droht die Gefahr einer neuartigen Problemlage. So steigen die Risiken einer Abkopplung der Immobilienpreise in den Großstädten von ihren Fundamentaldaten. Bislang sind nicht zu rechtfertigende Preisübertreibungen nur in Innenstadtbezirken einiger deutscher Großstädte zu beobachten gewesen (Deutsche Bundesbank 2013). Auf Dauer könnte der Preisanstieg auch auf die Peripherielagen im weiteren Umfeld der Ballungszentren ausstrahlen. Wenn sich die Wachstums- und Einkommensperspektiven eintrüben, die Migration nach Deutschland deutlich zurückgeht und der demografiebedingte Rückgang der Bevölkerung stärker bemerkbar macht, dann steigt das Risiko einer plötzlichen Umkehrbewegung. Die wirtschaftlichen Schwierigkeiten, die sich in solch einem Fall ergeben, sollten nicht unterschätzt werden, auch wenn sie zunächst nur regional auftreten.

## 8 **Niedrigzins fordert Wirtschaftspolitik**

Die beiden zentralen preistreibenden Faktoren auf dem Immobilienmarkt, der Zins aber auch die Migration, liegen außerhalb des direkten Einflussbereiches der deutschen Wirtschaftspolitik. Zum einen ist der Einfluss auf die europäische Geldpolitik angesichts der Unabhängigkeit der EZB begrenzt. Zum anderen lassen sich Wanderungsbewegungen innerhalb Deutschlands, aber auch Zuwanderung aus dem Ausland schwer beeinflussen. Vor diesem Hintergrund ist die Wirtschaftspolitik gefragt, Politiken und Strukturen zu fördern, die den Immobilienmarktaufschwung nicht zu einem (regional) systemischen Risiko werden lassen.

Es gilt, die vorhandenen stabilisierenden Strukturen auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt zu bewahren und zu stärken. Im Falle des Mietwohnungsmarktes bedeutet dies, dass Politiken, die – wie etwa die Mietpreisbremse – stark in die Mietpreisfindung eingreifen, vermieden werden. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass eine strenge Regulierung der Mietpreise die Verdienstmöglichkeiten für Investoren stark einschränken. Dies führt in der Regel oft zu einem Rückzug potentieller Investoren aus dem Mietmarkt. Das schwächt die Attraktivität und Funktion des Mietmarktes und befördert letztlich seine Schrumpfung. Aktuell spielt im öffentlichen Verständnis ein ausgewogenes Verhältnis der Märkte für Miet- und Eigentumswohnungen eine noch unterschätzte Rolle.

Zudem sollte Wirtschaftspolitik zukünftig noch stärker als bisher Einschränkungen und Verordnungen überprüfen, die einem ausreichenden Angebot an bezahlbarem Wohnraum im Weg stehen könnten. Denn, die Preissituation in den Ballungsräumen Deutschlands lässt sich mittelfristig nur dann entspannen, wenn die Ausweitung des Angebots an bezahlbarem Wohnraum ebendort gelingt. Aktuell wird das Angebot nicht annähernd den demografischen Herausforderungen gerecht. Zwar ist bereits ein sichtbarer Anstieg der Baufertigstellungen zu erkennen. Gleichwohl deckt der neu geschaffene Wohnraum bei Weitem nicht die durch Zuzüge erhöhte Nachfrage. Wie bereits beschrieben, hat dies zu einem deutlichen Preisanstieg in den deutschen Großstädten geführt.

Eine konsequente Nutzung von Freiflächen innerhalb des Stadtgebietes ist daher geboten, solange dies aus städtebaulichen Gründen zumutbar ist. Eine künstliche Wohnraumverknappung durch eine träge oder zögerliche Baulandvergabe fördert hingegen eine sozial unverträgliche Wohnraumentwicklung, da sie die Preisdynamiken letztlich exponentiell ansteigen lassen. Die Attraktivität potentieller Wohngebiete in peripherer wie auch zentraler Lage sollte aufgewertet werden, indem eine belastbare (Verkehrs-)Infrastruktur bereitgestellt wird. Auch müsse von Seiten der Politik geprüft werden, ob zu hohe Baukosten im Zuge umfassender und kostenintensiver Bauauflagen nicht nur die Preise für Wohnraum steigen lassen, sondern auch den Wohnbauinvestitionen im Wege stehen, indem erst bei einem hohen Immobilienpreisniveau die Gewinnmargen für Investoren akzeptabel erscheinen.

## 9 **Schlussbemerkung**

Die Zinsen befinden sich, getrieben von der Geldpolitik, auf einem extrem niedrigen Niveau. Die Situation ist einzigartig in der deutschen Wirtschaftsgeschichte. In Deutschland sind nicht nur die nominalen Zinsen, sondern auch die realen langfristigen Zinsen so niedrig wie nie zuvor.

Dennoch sind sowohl an den Kredit- und Vermögensmärkten bislang übertriebene Dynamiken entweder nicht oder nur in Ansätzen zu beobachten.

Die Kreditvergabe an den Privaten Sektor zeigt bislang eine ausgesprochen verhaltene Dynamik. Ausschlaggebend hierfür ist neben strukturell geringeren Finanzierungsbedarfen seitens der deutschen Unternehmen und veränderter Finanzierungswege auch eine konservative Kreditvergabepraxis bei Immobiliarkrediten. Der Aufschwung am Immobilienmarkt beschränkt sich zudem auf die strukturstarken Ballungsräume in Deutschland und wurde bislang in erster Linie von einer positiven Netto-Zuwanderung in ebendiese Gebiete getrieben.

Der Umstand, dass bislang sowohl die Kreditvergabe als auch der Immobilienmarkt als wichtiger Vermögensmarkt moderat auf die historisch niedrigen Zinsen reagiert haben, ist kein Grund zur Entwarnung. Finanzstabilitätsrisiken bauen sich oft erst langsam auf. Wenn sich destabilisierende Prozesse erst aufgeschaukelt haben, sind sie schwer zu kontrollieren. Auch ist es möglich, dass sich die Risiken für die Finanzstabilität nicht linear aufbauen, sondern bruchartig vollziehen. Ein wirtschaftspolitisches Gegensteuern, wenn die Gefahren offensichtlich geworden sind, würde dann zu spät ansetzen. In diesem Zusammenhang gilt es zukünftig zu prüfen, inwieweit regional verlaufende nicht ausschließlich kreditgetriebene Übertreibungen Gefahren für die Gesamtstabilität haben können.

Die Wirtschaftspolitik wird in einem Umfeld anhaltend niedriger Zinsen in besonderer Weise gefragt sein. Sie sollte in den kommenden Jahren am Immobilienmarkt Strukturen fördern oder bewahren, die zum Beispiel den aktuellen Aufschwung nicht zu einem systemischen Risiko werden lassen. Sie sollte sich dabei nicht zu neuen Regulierungen und Einschränkungen der Marktmechanismen hinreißen lassen. Darunter fällt unter anderem die strenge Regulierung von Mietmärkten als auch zu anspruchsvolle Bauvorschriften, die die Ausweitung des Wohnangebotes hemmen. Die EZB hingegen sollte ihren extremen Kurs nur so lange wie unbedingt nötig fortsetzen. Denn das Risiko schädlicher Marktübertreibungen im Zuge einer zu lockeren Geldpolitik treten mit der Zeit nicht nur in Deutschland auf.

## Literaturverzeichnis

- Agnello, Luca und Ludger Schuknecht (2011): Booms and busts in housing markets: Determinants and implications. *Journal of Housing Economics*, Elsevier, 20 (3), 171–190.
- Andrews, D., A. Caldera Sánchez und Å. Johansson (2011): Housing Markets and Structural Policies in OECD Countries. OECD Economics Department Working Papers, No. 836. OECD Publishing.
- Bley, Andreas (2015): Perspektiven der Kreditvergabe, in: *Bankinformation*, November.
- Bordo, Michael D. und J. Landon-Lane (2013): What Explains House Price Booms?: History and Empirical Evidence. NBER Working Paper, No. 19584.
- Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR) (2016): Niedrigzins schwächt Riester-Rente. Simulation zeigt: spürbar höherer Vorsorgebedarf durch langjährige Niedrigzinsphase, Berlin.
- Cerutti, Eugenio, Dagher, Jihad und Giovanni Dell’Ariccia (2015): Housing Finance and Real-Estate Booms : A Cross-Country Perspective. IMF Staff Discussion Notes, No. 15/12.

- De Boer, Rik und Rosamaria Bitetti (2014): A Revival of the Private Rental Sector of the Housing Market? Lessons from Germany, Finland, the Czech Republic and The Netherlands. OECD Economics Department Working Papers, No. 1170, OECD Publishing.
- Deschermeier, Philipp, Seipelt, Björn und Michael Voigtländer (2015): Auswirkungen der erhöhten Zuwanderung auf demographische Prognosen und die Folgen für den Wohnraumbedarf in Deutschland. Gutachten für die Deutsche Invest Immobilien GmbH des IW-Köln.
- Deutsche Bundesbank (2012): Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung. Monatsbericht, Januar
- Deutsche Bundesbank (2013): Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit dem Jahr 2010: Einflussfaktoren und regionale Abhängigkeiten. Monatsbericht, Oktober.
- Deutsche Bundesbank (2015a): Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds. Monatsbericht, Oktober.
- Deutsche Bundesbank (2015b): Finanzstabilitätsbericht 2015. November.
- Deutsche Bundesbank (2016): Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland im Jahr 2015. Monatsbericht, Februar.
- Dialog Finanzstandort Deutschland (2012): Finanzstandortbericht Nr. 8.
- Draghi, Mario (2014): Introductory statement to the press conference of the ECB-Council, 4. September.
- European Central Bank (2015): Report on the results of the Survey on the Access to Finance of Enterprises in the euro area – April to September 2015, December
- European Central Bank (ECB) (2016): The ECB Survey of Professional Forecasters (SPF), First quarter of 2016.
- EVS (2013): Einkommens- und Verbrauchsstichprobe des Statistischen Bundesamtes. Wiesbaden.
- Garside, W. R. (2012): Japan's Great Stagnation. Forging Ahead, Falling Behind. Edward Elgar.
- Hannoun, Hervé (2015): Ultra-Low Interest Rates: What They Mean for Financial Stability and Growth, Remarks at the Eurofi High-Level Seminar, Riga, 22. April
- Jordà, Óscar, Schularick, Moritz und Allan M. Taylor (2013): When Credit Bites Back, Journal of Money, Credit and Banking, 45 (Dezember), 3–28.
- Koo, Richard C. (2008): The Holy Grail of Macroeconomics. Lessons from Japan's Recession. Wiley.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth Rogoff (2009): This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly. Princeton.
- Reuters (2015): Hendricks fordert Milliarden für sozialen Wohnungsbau, <http://de.reuters.com/article/deutschland-fl-chtlinge-bau-hendricks-idDEKCN0UY24W> [abgerufen am 29. Februar 2016].
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) (2016): Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt. Jahresgutachten 2015/16.
- Weber, Jan Philip (2014): Immobilienmarkt: Keine gefährlichen Preisübertreibungen, Bankinformation.
- Weber, Jan Philip (2015): Preiswachstum am Immobilienmarkt setzt sich fort. Volkswirtschaft special, Nummer 12 vom 28. Oktober 2015.
- Whitehead, Christine M. E, Sarah Monk, Sanna Markkanen and Kathleen Scanlon (2012): The Private Rented Sector in the New Century – A Comparative Approach. Boligøkonomisk Videncenter, Kopenhagen, Dänemark.