

Lerbs, Oliver; Oberst, Christian; Jorch, Michael

Working Paper

Auswirkungen der Finanz- und Schuldenkrise auf den deutschen Eigenheimsektor

CAWM Discussion Paper, No. 33

Provided in Cooperation with:

University of Münster, Münster Center for Economic Policy (MEP)

Suggested Citation: Lerbs, Oliver; Oberst, Christian; Jorch, Michael (2010) : Auswirkungen der Finanz- und Schuldenkrise auf den deutschen Eigenheimsektor, CAWM Discussion Paper, No. 33, Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Centrum für Angewandte Wirtschaftsforschung (CAWM), Münster

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/51363>

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.

Auswirkungen der Finanz- und Schuldenkrise auf den deutschen Eigenheimsektor

CAWM Discussion Paper No. 33

Juni 2010

Oliver Lerbs*

Christian Oberst*

Michael Jorch*

- * Institut für Siedlungs- und Wohnungswesen
Centrum für angewandte Wirtschaftsforschung Münster
Am Stadtgraben 9
48143 Münster
Telefon: 0251-83-22960
Fax: 0251-83-22970
E-Mail: lerbs@insiwo.de / oberst@insiwo.de

Zusammenfassung

Die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf den Markt für selbstgenutzte Wohnimmobilien in Deutschland sind bislang kaum untersucht. Dieser Beitrag analysiert die in Folge der Krise auf dem deutschen Eigenheimmarkt stattfindenden Anpassungsmechanismen innerhalb eines theoretischen Modells und leitete Aussagen darüber ab, wie die wichtigsten Marktgrößen durch die Krise beeinflusst werden. Um die Aussagekraft der auf Basis des Modells getroffenen qualitativen Erkenntnisse zu überprüfen, werden die Modellaussagen der tatsächlichen aktuellen Entwicklung ausgewählter Wohnungsmarktindikatoren gegenübergestellt. Wie sich zeigt, ist die Finanzkrise nicht notwendigerweise mit negativen Auswirkungen auf den deutschen Eigenheimsektor verbunden. Von Seiten des Kredit-, des Immobilienkapital- und des Neubaumarkts gehen Impulse aus, die die durch sinkende Einkommen und steigende Arbeitslosigkeit bedingte negative Beeinflussung der Nachfrage nach selbstgenutztem Wohnraum zumindest teilweise kompensieren.

1. Einleitung

Spätestens seit Herbst 2008 befindet sich die Weltwirtschaft im Griff einer schweren Finanz- und Wirtschaftskrise. Die deutsche Realwirtschaft findet zwar allmählich aus der stärksten Rezession der Nachkriegszeit, nach wie vor bestehen jedoch erhebliche konjunkturelle Risiken. Zu diesen zählt insbesondere die stark steigende Staatsverschuldung in zahlreichen Ländern des Euro-raums.¹ Eine der Hauptursachen der Finanzkrise lag in spekulativen Übertreibungen am amerikanischen Wohnimmobilienmarkt, deren Korrektur in Verbindung mit dem risikobehafteten Handel von verbrieften Hypothekenkrediten und Kreditderivaten massive Liquiditäts- und Solvenzprobleme im Finanzsektor auslöste. Während dem Markt für Wohnimmobilien in den USA – insbesondere für selbstgenutzte Eigenheime – also eine zentrale endogene Rolle bei der Entstehung der Krise eingenommen hat, handelt es sich bei den Auswirkungen der Krise auf den deutschen Eigenheimsektor um exogene Störeinflüsse.

Im Gegensatz zur Rolle des US-Wohnimmobiliensektors in der Entstehung der Finanzkrise wurden die im Gegenzug auftretenden Auswirkungen der Krise auf den Markt für Wohnimmobilien in Deutschland bislang kaum untersucht.² Dieser Beitrag hat zum Ziel, die in Folge der Krise auf den deutschen Eigenheimmarkt stattfindenden Anpassungsmechanismen innerhalb eines theoretischen Modells zu analysieren und Aussagen darüber abzuleiten, wie die wichtigsten Marktgrößen durch die Krise beeinflusst werden. Um die Aussagekraft der auf Basis des Modells getroffenen qualitativen Erkenntnisse zu überprüfen, werden die Modellaussagen der tatsächlichen aktuellen Entwicklung passend ausgewählter Wohnungsmarktindikatoren gegenübergestellt.

Wie sich anhand der Modellaussagen und der Entwicklung der herangezogenen Indikatoren zeigt, ist die Finanzkrise nicht notwendigerweise mit negativen Auswirkungen auf den deutschen Eigenheimsektor verbunden. Von Seiten des Kredit-, des Immobilienkapital- und des Neubaumarkts gehen Impulse aus, die

¹ Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2010, S. 14.

² In einer jüngeren Studie analysiert Otto (2009) die Auswirkungen der Krise auf regionale Märkte für Mietimmobilien.

die durch sinkende Einkommen und steigende Arbeitslosigkeit bedingte negative Beeinflussung der Nachfrage nach selbstgenutztem Wohnraum zumindest teilweise kompensieren dürften. Zu diesen Impulsen zählen die zunehmende Attraktivität von Eigenheimen als Anlageform, ein niedriges Hypothekenzinsniveau sowie ein nachlassender Druck auf die Baupreise.

2. Wohnungsmarktmodell von DiPASQUALE und WHEATON

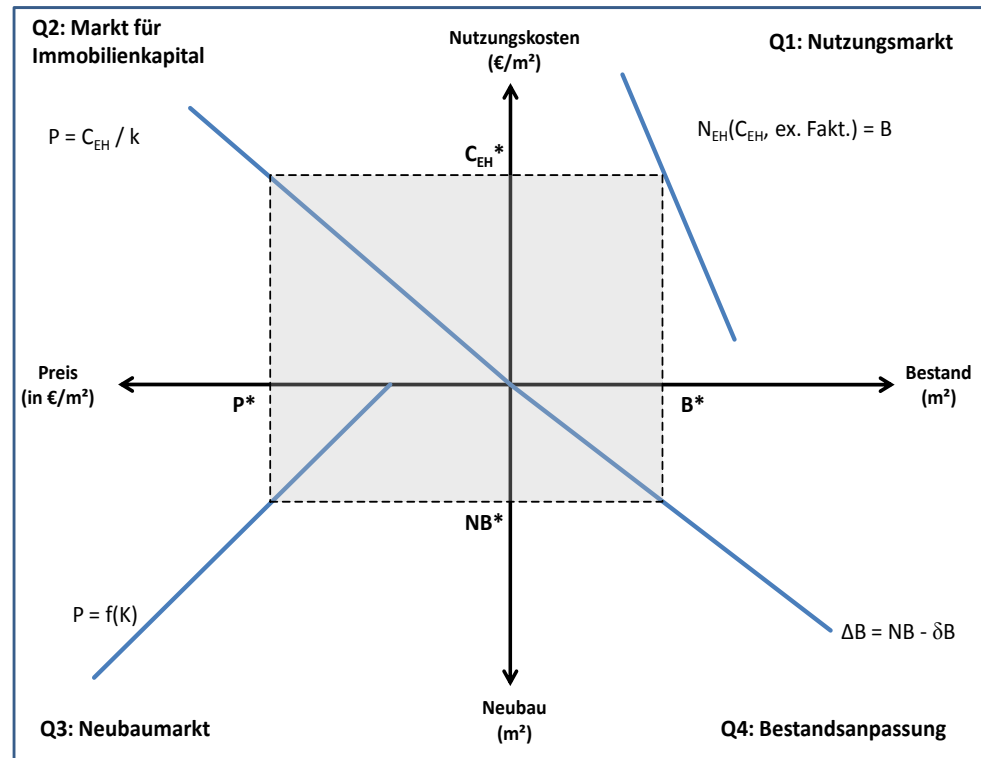
Die Grundlage für die theoretische Analyse bildet das makroökonomische Wohnungsmarktmodell von Di PASQUALE /WHEATON (1996), in dessen Rahmen Auswirkungen exogener Schocks auf wichtige Marktgrößen wie Preise, Mieten, Neubautätigkeit und Wohnungsbestand analysiert werden können.³ Dieses komparativ-statische Modell basiert auf der Tatsache, dass Wohnimmobilienmärkte aufgrund des Investitions- und Vermögensgutcharakters von Wohnimmobilien in starkem Zusammenhang mit Kapital- und Kreditmärkten stehen. Zudem wird mit dem Immobilienbaumarkt ein weiterer Teilmarkt des Immobilienmarkts im weiteren Sinn in das Modell integriert. Im Rahmen des Modells wird der Nutzungsmarkt für den Immobilienbestand mit dem Immobilienkapital- bzw. Anlagemarkt und dem Neubaumarkt verknüpft und in einem Vier-Quadranten-Modell dargestellt (vgl. Abb. 1). Wenngleich das Modell in erster Linie für den Mietwohnungsmarkt konzipiert wurde, lässt sich seine Konstruktion problemlos auf den Markt für selbstgenutzte Wohnimmobilien übertragen. Um die Funktionsweise des Modells für den Eigenheimmarkt zu erläutern, wird jeder der Quadranten zunächst einzeln betrachtet.

Der **Quadrant Q1** dient der Abbildung des Nutzungsmarktes für Eigenheime. Auf der Abszisse ist der Bestand an Wohnraum in Eigenheimen und auf der Ordinate die jährlichen Nutzungskosten für Eigenheime („User Costs“) abgetragen. Die Kurve in Q1 zeigt die Nachfrage nach selbstgenutztem Wohnraum in Abhängigkeit von den Nutzungskosten (C_{EH}). Diese Kosten entsprechen demjenigen kalkulatorischen Betrag, den ein Eigentümer für die Nutzung einer selbstgenutzten Wohnimmobilie pro Periode entrichten muss. Diese Kapital-

³ Vgl. DiPasquale/Wheaton (1996), S. 6 ff.

kosten stellen somit ein Äquivalent zu Marktmiete vermieteter Wohnimmobilien dar.

Abb. 1: Das Vier-Quadranten-Modell von DiPASQUALE/ WHEATON



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Di Pasquale/Wheaton (1996)

Ändert sich die Höhe der Nutzungskosten, so zeigt sich dies ceteris paribus in einer Bewegung entlang der Nachfragekurve N_{EH} . Je höher die Preiselastizität der Wohnraumnachfrage, desto flacher der Verlauf die Kurve. Den Ergebnissen empirischer Studien folgend wird hier unterstellt, dass die Wohnraumnachfrage preisunelastisch ist (Elastizität betragsmäßig <1) und die Kurve folglich relativ steil verläuft.⁴ Wird die Nachfrage durch Einwirkung exogener Faktoren geändert, so äußert sich dies in einer Verschiebung der Kurve nach rechts bzw. links. Zu den exogenen Determinanten der Nachfrage nach selbstgenutztem Wohnraum zählen demographische Faktoren (z.B. Anzahl und Altersstruktur der Haushalte), die verfügbaren Realeinkommen, die Preise anderer Güter und Präferenzen. In einem langfristigen Gleichgewicht auf dem Wohnungsmarkt

⁴ Vgl. Hilber (2008), S. 348.

müssen sich Angebot und Nachfrage nach Wohnraum entsprechen, sodass sich die Nachfragefunktion wie in Formel (1) ausdrücken lässt:

$$N(C_{EH}, \text{exogene Faktoren}) = B, \quad (1)$$

wobei N die Nachfrage nach und B das Angebot an Wohnraum in Eigenheimen und C_{EH} das Nutzungskostenniveau darstellt.

Der **Quadrant Q2** bildet den Markt für Immobilienkapital ab. Auf diesem Markt findet die Preisbildung für den Vermögensgegenstand Eigenheim statt. Auf der Abszisse von Q2 ist der Vermögenspreis selbstgenutzter Eigenheime, auf der Ordinate die für die Nutzung des selbstgenutzten Wohnraums jährlich zu veranschlagenden kalkulatorischen Nutzungskosten abgetragen. Die Kurve bildet somit die Abhängigkeit der Eigenheimpreise von der Höhe der jährlichen Nutzungskosten ab, vergleichbar mit der Preis-Miet-Relation bei vermieteten Wohnimmobilien.⁵ Ändert sich die Höhe der Nutzungskosten, äußert sich dies ceteris paribus wiederum in einer Bewegung entlang der Kurve. Die Steigung der Kurvenfunktion in Q2 wird durch die Höhe einer Kapitalisierungsrate k bestimmt, in welcher zum Ausdruck kommt, wie die (künftig zu erwartenden) impliziten Einkommensströme auf dem Nutzungsmarkt auf dem Markt für vorhandenes Immobilienkapital bewertet werden. Je höher der Einkommensstrom aus der kalkulatorischen Miete (die der Eigentümer in seiner Eigenschaft als Mieter quasi für die Nutzung zahlt), desto höher ist bei konstanter Kapitalisierungsrate die Bewertung der selbstgenutzten Wohnimmobilie durch den Eigentümer in seiner Eigenschaft als Investor.

Gemäß einer häufig verwendeten Formel von Poterba (1992) kann der Zusammenhang zwischen Nutzungskosten und Immobilienpreis über folgende formale Beziehung ausgedrückt werden:

$$CEH = P * (i_H + t + d + m + r - \pi) \quad (2)$$

⁵ Im Unterschied zum Mietimmobilienmarkt ist die Person des Eigenheiminvestors auf dem Immobilienkapitalmarkt identisch mit der Person des Mieters auf dem Nutzungsmarkt.

Dabei bezeichnen C_{EH} die Nutzungskosten einer Periode (z.B. eines Jahres), P ist der Kaufpreis der Immobilie, i_H steht für den effektiven, nominalen Hypothekenzinssatz nach Steuern, t für den effektiven Grundsteuersatz, d für die Abschreibungs- und m für den Instandhaltungskostensatz, r für die für die Haltung einer selbstgenutzten Wohnimmobilie fällige Risikoprämie und π für die erwartete Wachstumsrate der Preise für selbstgenutzte Wohnimmobilien.⁶ Umgestellt nach dem Preis folgt

$$P = C_{EH} / k \quad \text{mit } k = i_H + t + d + m + r - \pi \quad (3)$$

Maßgeblichen Einfluss auf die Höhe der Kapitalisierungsrate haben somit gemäß der Formel von Poterba der langfristige Zins (hier approximiert durch den Hypothekenzinssatz), die Steuerpolitik, Höhe von Abschreibung und Instandhaltung sowie relative Risikoprämie und erwartete Wertsteigerung. Steigt (sinkt) beispielsweise der Hypothekenzinssatz i_H oder steigt (sinkt) die für die Haltung von Eigenheimen verlangte Risikoprämie r , so steigt (sinkt) die Kapitalisierungsrate. Grafisch würde sich dies in einer Rechtsdrehung (Links-drehung) der Kurve ausdrücken und sich bei Annahme konstanter impliziter Marktmieten in niedrigeren (höheren) Preisen für selbstgenutzte Eigenheime widerspiegeln.

Der **Quadrant Q3** bildet den Neubaumarkt für Eigenheime ab. Auf der Abszisse ist der Marktpreis für Eigenheime, auf der Ordinate die Neubauaktivität für selbstgenutzten Wohnraum abgetragen. Die Kurve zeigt die Neubauaktivitäten im Eigenheimsektor in Abhängigkeit vom aktuellen Marktpreis. Ändern sich die Preise für bestehende Eigenheime, so zeigt sich dies ceteris paribus in einer Änderung der Bauaktivitäten entlang der Kurve. Steigende Eigenheimpreise führen je nach Elastizität der Kurve zu einer Ausweitung der Nettoinvestitionen im Eigenheimbau, sinkende Eigenheimpreise dagegen spiegelbildlich zu einem Rückgang der Nettoinvestitionen. Je höher die Preiselastizität des Angebots an Neubauten, desto stärker reagiert die Neubautätigkeit auf Preisänderungen auf dem Markt für Immobilienkapital. Auf lange Sicht kann unter-

⁶ Vgl. Poterba (1992), S. 237.

stellt werden, dass das gesamtwirtschaftliche Angebot an Eigenheimneubauten vergleichsweise elastisch ist (Elastizität betragsmäßig >1).⁷

Da nur kostendeckende Bauvorhaben durchgeführt werden und auf einem Wettbewerbsmarkt langfristig keine Extragewinne möglich sind, muss der Kaufpreis für Eigenheime (P) langfristig den Herstellungskosten (K , inklusive Bodenpreisen) entsprechen. Damit gilt:

$$P = f(K) \quad (4)$$

Diese Preis-Kosten-Relation wird maßgeblich durch die als exogen vorgegeben unterstellte Kostenfunktion $f(K)$ der Bauunternehmen bestimmt. Sinken (steigen) die Herstellungskosten für Neubauten, führt dies ceteris paribus zu einer Ausweitung (Verringerung) der Neubautätigkeit, die Kurve verschiebt sich nach links (rechts). Da es sich aufgrund von Fixkosten erst ab einem gewissen Mindestpreis rentiert, neue Bauvorhaben durchzuführen, beginnt der Kurvenverlauf auf einem positiven Abschnitt der Abszisse,

Der **Quadrant Q4** schließt den Kreis des Vier-Quadranten-Modells über die Bestandsanpassung. Auf der Abszisse ist der Wohnraumbestand und auf der Ordinate die Bauaktivität neuer Eigenheime abgetragen. Für die Veränderung des Wohnraumbestands gilt folgende Beziehung:

$$\Delta B = NB - \delta B \quad (5)$$

wobei ΔB die Nettobestandsveränderung, NB das Neubauvolumen und $\delta \cdot B$ das Produkt aus Abschreibungsrate und Wohnraumbestand darstellen. Im langfristigen Gleichgewicht gilt $NB - \delta \cdot B = 0$, das heißt die Neubautätigkeit gleicht die Wohnraumabgänge genau aus, sodass die Nettoinvestitionen null betragen.

Mögliche Marktgleichgewichte werden in diesem Vier-Quadranten-Modell durch Rechtecke dargestellt (vgl. Abb. 1). Kommt es durch exogene Einflüsse zu einer Verschiebung einer oder mehrerer Kurven in den Quadranten Q1 bis Q3, so hat dies Auswirkungen auf die anderen Quadranten und es entsteht ein

⁷ Vgl. Hilber (2008), S. 341 ff.

kurzfristig ein Ungleichgewicht auf sämtlichen Teilmärkten. Langfristig findet sich jedoch ein neues Gleichgewicht mit gleichgewichtigen Nutzungskosten (C_{EH}^*), Kaufpreisen für Eigenheime (P^*), Neubauquote (NB^*) und Wohnraumbestand (B^*) auf jeweils anderen Niveaus. Ein neues Gleichgewicht ist erst wieder erreicht, sobald die einzelnen Größen wieder ein Rechteck bilden.

3. Auswirkungen der Finanz- und Schuldenkrise auf den Markt für selbstgenutzte Wohnimmobilien

Um die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf den Markt für selbstgenutztes Wohneigentum zu analysieren, werden in einem ersten Schritt zunächst die Einflüsse der Krise auf jedem Teilmarkt separat abgebildet. Darauf aufbauend werden die Ergebnisse in einem zweiten Schritt zusammengeführt. Dabei wird ausgenutzt, dass sich die Gesamtwirkung mehrerer Effekte auf die Größen des Modells stets als Kombination der einzelnen Teileffekte ergibt.⁸

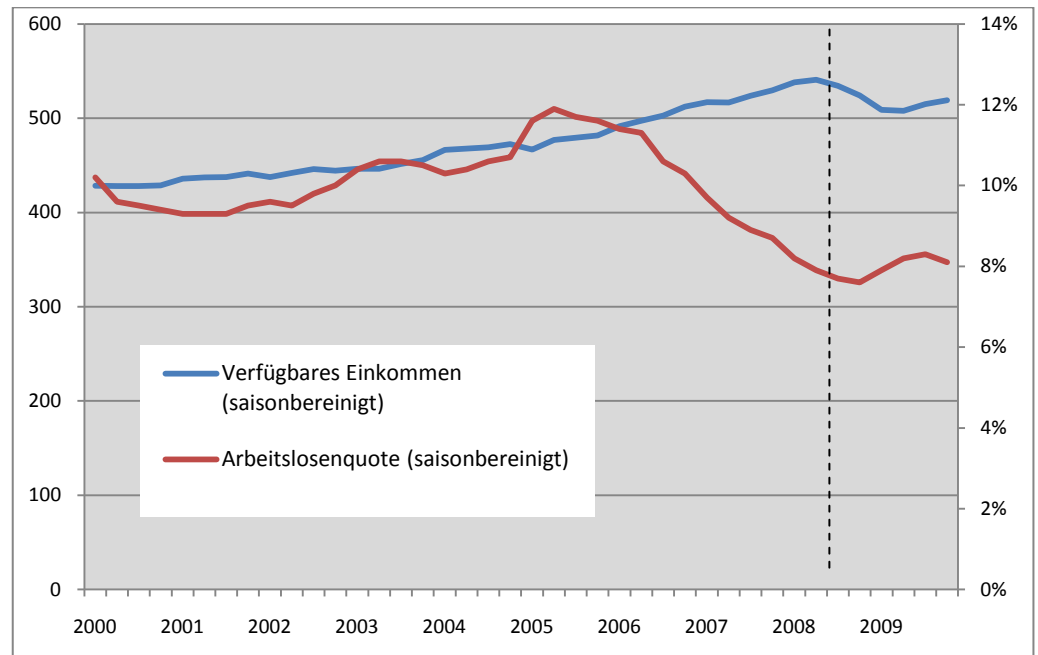
3.1 Auswirkungen im Einzelnen

Nutzungsmarkt (Q1): Die Finanz- und Wirtschaftskrise hatte einen zwischenzeitlichen Rückgang des verfügbaren Einkommens in Deutschland zur Folge, welcher unmittelbar aus dem massiven Einbruch des realen BIP ab dem dritten Quartal 2008 zurückzuführen war.⁹ Neben der direkten Auswirkung auf das Einkommen zeigt die Krise auch am Arbeitsmarkt ihre Wirkung. So stoppte der Trend einer rückläufigen Arbeitslosenquote im dritten Quartal 2008 (vgl. Abb. 2), und es kam zu einem vorübergehenden Anstieg der Arbeitslosenquote. Insgesamt hat sich der deutsche Arbeitsmarkt bislang jedoch als erstaunlich robust erwiesen, was unter anderem auf die arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen der Bundesregierung (z.B. Kurzarbeitergeld) zurückzuführen ist.

⁸ Da die Auswirkungen der Finanzkrise im Fokus der Analyse stehen, werden langfristig wichtige fundamentale Bestimmungsfaktoren der betrachteten Größen, insbesondere demographische Entwicklungen, das langfristige Wachstum der Realeinkommen sowie institutionelle Rahmenbedingungen wie etwa die Steuergesetzgebung aus der Betrachtung ausgeklammert.

⁹ Für den Beginn der Krise wird im Folgenden vereinfachend das dritte Quartal 2008 angenommen und in sämtlichen Abbildungen durch eine gestrichelte Linie gekennzeichnet.

Abb. 2: Entwicklung ausgewählter exogener Determinanten der Wohneigentumsnachfrage



Quelle: Eigene Darstellung mit Daten des Statistischen Bundesamts und der Bundesagentur für Arbeit.

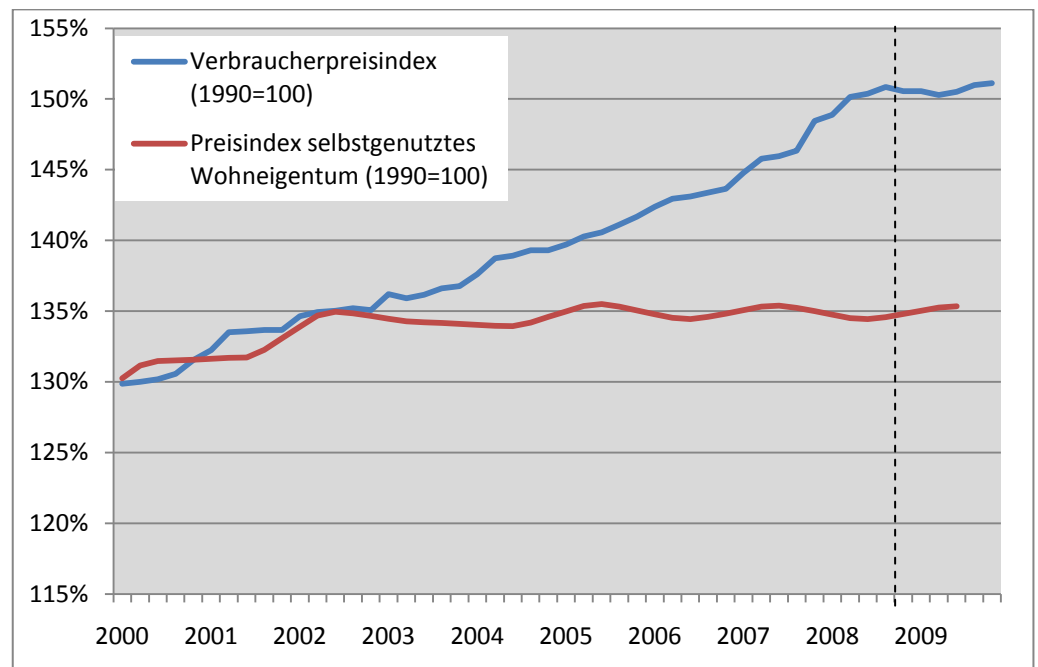
Der Rückgang von Produktion und Einkommen sowie die krisenbedingte Entwicklung am Arbeitsmarkt haben modellgemäß Auswirkungen auf die Wohnraumnachfrage und damit auf den Nutzungsmarkt für selbstgenutzte Eigenheime. Aufgrund der hohen Einkommenselastizität der Nachfrage nach (selbstgenutztem) Wohnraum in Deutschland sollte die Minderung der Realeinkommen der Privathaushalte sowie die mit steigenden Arbeitslosenquoten einhergehende höhere Einkommensunsicherheit *ceteris paribus* zu einer Abnahme der Wohnraumnachfrage auf dem Nutzungsmarkt führen.¹⁰ Dabei ist jedoch zu beachten, dass aufgrund von Unteilbarkeiten und weiteren Rigiditäten auf dem Wohnungsmarkt nur ein dauerhaft niedrigeres Einkommensniveau die Wohnraumnachfrage nachhaltig negativ beeinflussen dürfte. Aufgrund der bislang verhältnismäßig milden Auswirkungen der Krise auf den Arbeitsmarkt dürfte die Nachfrage nach selbstgenutztem Wohnraum bisher nur in begrenztem

¹⁰ Vgl. z.B. Ott-Laubach, P; Plattner D. (2008), S. 37.

Ausmaß beeinträchtigt worden sein.¹¹ Im Quadranten Q1 äußert sich dieser *Einkommenseffekt* in einer (geringen) Verschiebung der Nachfragekurve nach links. Für sich genommen wirkt der Einkommenseffekt kontraktiv auf sämtliche im Modell enthaltenen Größen.

Immobilienkapitalmarkt (Q2): Die Auswirkung der Krise auf die Hauspreis-Nutzungskosten-Relation ist etwas komplexer, da mehr als nur ein einzelner maßgebender Faktor der Funktion beeinflusst worden ist. Zunächst kann unterstellt werden, dass Abschreibungsrate d , Instandhaltungskostensatz m und effektiver Grundsteuersatz t im Rahmen der Krise unverändert geblieben sind. Aus Vereinfachungsgründen sei zudem angenommen, dass Eigenheimbesitzer bei ihrer Erwartungsbildung über künftige Eigenheimpreise die äußerst moderate Preisentwicklung der vergangenen Jahre (vgl. Abb. 3) fortschreiben und die erwartete zukünftige Hauspreiswachstumsrate π somit ebenfalls unverändert geblieben ist.

Abb. 3: Entwicklung von Verbraucherpreisindex und Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum

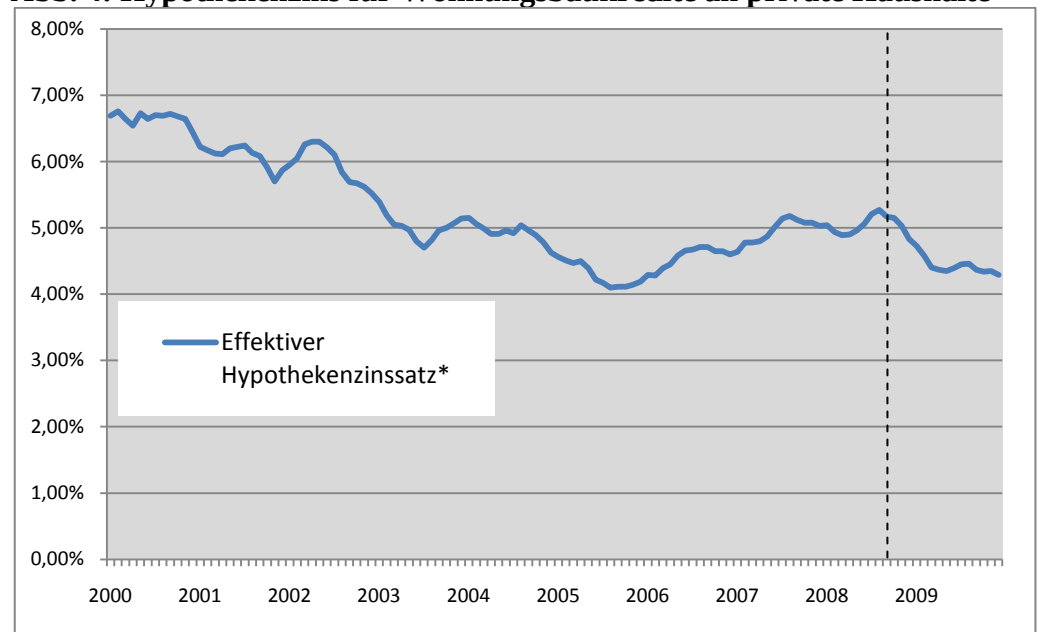


Quelle: Eigene Darstellung mit Daten der Deutschen Bundesbank.

¹¹ Vgl. auch Deutsche Bundesbank (2010), S. 62.

Somit verbleiben als Restgrößen der nominale Hypothekenzinssatz i_H sowie die auf die Haltung von Eigenheime fällige (relativ zu alternativen Anlagen gemessene) Risikoprämie r . Der Einfluss der Krise auf den Hypothekenzinssatz lässt sich anhand von Abbildung 4 beurteilen. Tendenziell wies der Hypothekenzinssatz in den letzten Jahren zwar einen negativen Trend auf, ab September 2005 war allerdings eine leichte Aufwärtsbewegung zu beobachten. Diese kehrte sich mit dem Beginn der Finanzkrise abrupt in eine erneute Abwärtsbewegung um. Zu Beginn des Jahres 2010 lag das Zinsniveau mit knapp über vier Prozent auf dem zweitniedrigsten Stand der letzten drei Jahrzehnte. Das historisch niedrige Zinsniveau ist mitunter darauf zurückzuführen, dass Banken und Bausparkassen die stark gesunkenen Refinanzierungskosten bei kaum verschärften Vergabestandards über die Kreditkonditionen weitergeben, während gleichzeitig alternative Anlagemöglichkeiten im Vergleich zu hypothekengesicherten Krediten unattraktiver geworden sind.

Abb. 4: Hypothekenzins für Wohnungsbaukredite an private Haushalte



*Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit Zinsbindung von 5 bis 10 Jahren, Neugeschäft

Quelle: Eigene Darstellung mit Daten des Statistischen Bundesamts und BulwienGesa AG

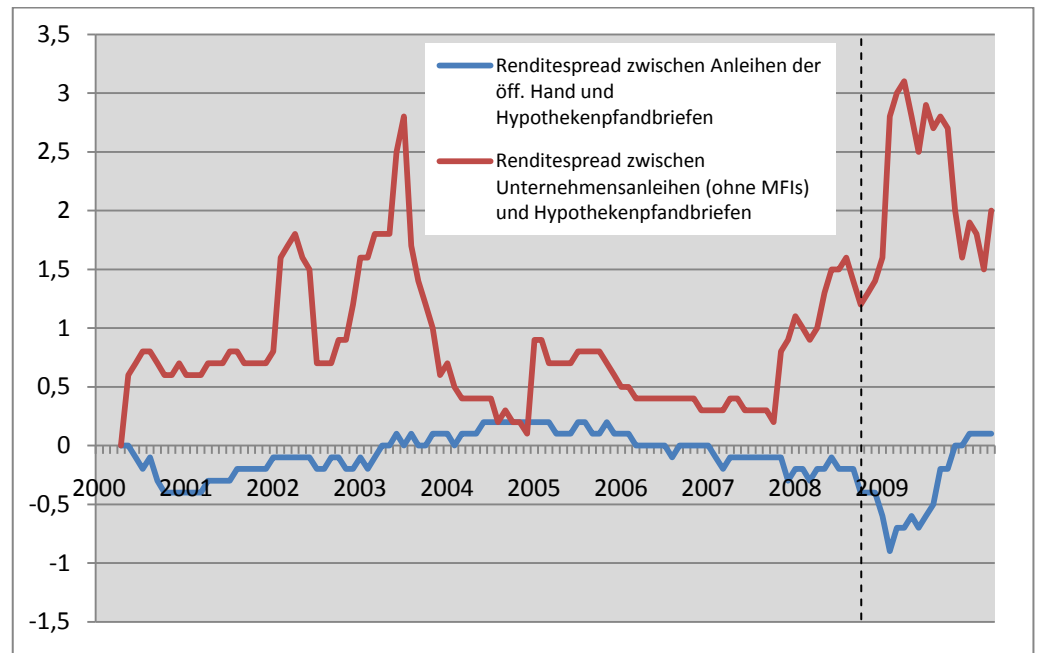
Als letzter möglicher Einflussfaktor auf die Steigung der Kurve im Quadranten Q2 verbleibt die relative Risikoprämie für Investitionen in Wohnimmobilien. Die Höhe dieser Prämie hängt maßgeblich von der Stabilität des makroökonomischen Umfeldes ab und ist somit mit hoher Wahrscheinlichkeit von der Finanzkrise beeinflusst worden. Die historische Erfahrung zeigt, dass selbstge-

nutzte Wohnimmobilien in Krisenzeiten – insbesondere in einem Umfeld höherer Unsicherheit über zukünftige Inflationsraten – verstärkt als Anlageklasse wahrgenommen werden.¹² Aufgrund der gestiegenen Unsicherheit über die künftigen Inflationsentwicklung, bedingt durch eine sehr expansiv ausgerichteter Geld- und Fiskalpolitik bei stark wachsender Staatsverschuldung im Euro-raum ist davon auszugehen, dass sich die Präferenzen von Sparern und Kapitalanlegern zugunsten von Wohnimmobilien verschoben haben und die Risikoprämie relativ zu anderen langfristigen Anlageobjekten abgenommen hat.¹³ Anhand an der in Abbildung 5 dargestellten Entwicklung der Spreads zwischen der Rendite hypothekenbesicherter Pfandbriefe und derjenigen von Unternehmensanleihen bzw. Anleihen der öffentlichen Hand lässt sich erkennen, dass Immobilieninvestments seit Ausbruch der Krise zunehmend als vergleichsweise sichere Anlageform genutzt werden. Angesichts der drastisch steigenden Staatsverschuldung werden inzwischen auch Staatsanleihen im Vergleich zu immobilienbesicherten Wertpapieren als zunehmend risikoreich eingestuft. Der Spread zwischen Renditen von Unternehmensanleihen und hypothekenbesicherten Pfandbriefen hat sich seit Beginn der Krise massiv erhöht und lag Ende 2009 bei etwa zwei Prozentpunkten.

Die Abnahme von Hypothekenzinssatz und relativer Risikoprämie bewirkt ein Absinken der Kapitalisierungsrate und kommt dementsprechend in einer Linksdrehung der Preis-Nutzungskosten-Kurve im Quadranten Q2 zum Ausdruck. Für sich genommen wirkt dieser *Bewertungseffekt* expansiv auf den Eigenheimmarkt: Vermögenspreise und Neubautätigkeit nehmen zu, während die Nutzungskosten im neuen Partialgleichgewicht unter dem Ursprungsniveau liegen müssen.

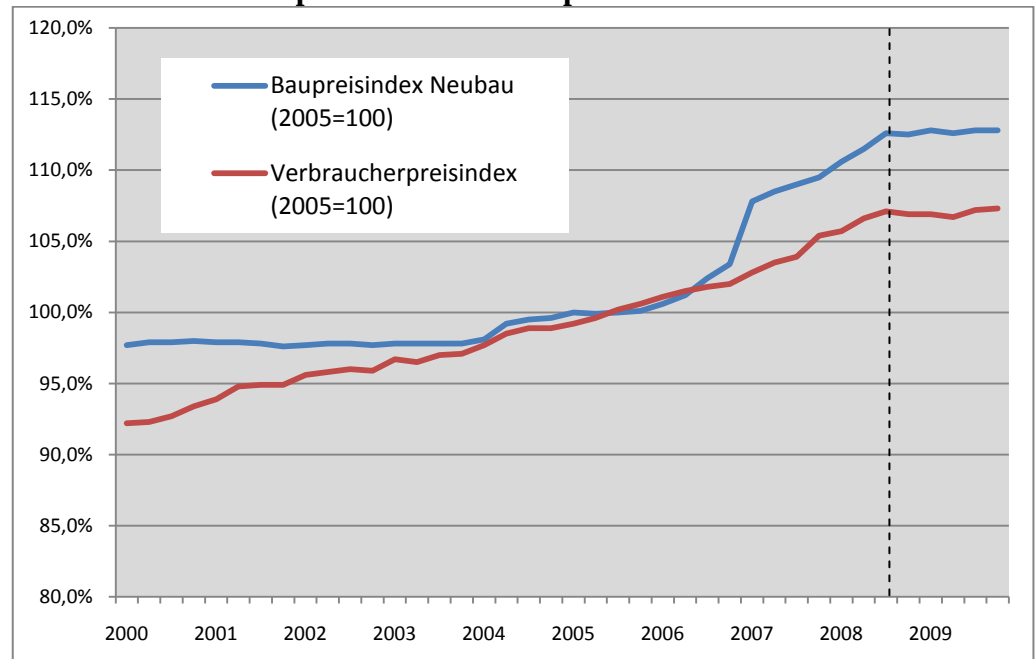
¹² Zur Eignung von Wohnimmobilien als Inflationshedge vgl. auch Rubens/Bond/Webb 1989.

¹³ Es ist wahrscheinlich, dass sich sinkende relative Risikoprämien auf Immobilien bereits in der Entwicklung des Hypothekenzinssatzes niederschlagen oder noch niederschlagen werden. Insofern sind beide Effekt nicht eindeutig voneinander trennbar, ihre Wirkungsrichtung ist jedoch dieselbe.

Abb. 5: Entwicklung immobilienrelevanter Zinsspreads

Quelle: Eigene Darstellung mit Daten der Deutschen Bundesbank.

Neubaumarkt (Q3): Von einer nennenswerten Veränderung der Baulandpreise in Deutschland durch die Finanz- und Wirtschaftskrise ist nicht auszugehen. Folglich werden zur Beurteilung der Auswirkungen der Krise auf den Neubaumarkt allein die Kosten für die Errichtung neuer Eigenheime betrachtet. Als Indikator wird der Baukostenindex für Neubauten des Statistischen Bundesamts verwendet, dessen Entwicklung in Abbildung 6 der Entwicklung des Verbraucherpreisindex als Indikator der allgemeinen Preisentwicklung gegenübergestellt ist. Vor allem aufgrund stark steigender Rohstoffpreise lag das Wachstum der Baukosten in den Jahren vor Ausbruch der Krise über der allgemeinen Inflation. Bedingt durch das Abkühlen der Weltwirtschaft, die nachlassende Nachfrage nach Rohstoffen und sinkende kurzfristige Zinssätze wurde diese Entwicklung durch den Ausbruch der Krise im September 2008 abrupt unterbrochen. Seither folgt der Baukostenindex für Neubauten einer Seitwärtsbewegung.

Abb. 6: Verbraucherpreisindex und Baupreisindex für Neubauten

Quelle: Eigene Darstellung nach Statistischem Bundesamt und BulwienGesa AG

Zwar ist es im Rahmen der Finanzkrise nicht zu einem absoluten Rückgang des Baukostenindex gekommen, jedoch sprechen sowohl das deutlich abgeflachte Wachstum der Rohstoffpreise als auch die gesunkenen kurzfristigen Zinsen dafür, dass die Voraussetzungen für eine Linksverschiebung der Kostenkurve im Quadranten Q3 erfüllt sind. Dieser *Kosteneffekt* wirkt isoliert betrachtet ebenfalls expansiv auf den Eigenheimmarkt: die Neubautätigkeit wird angeregt, während Nutzungskosten und Vermögenspreise aufgrund des höheren Bestands mittelfristig sinken müssen. Aus der nach links verschobenen Kurve der Bauaktivität folgt eine erhöhte Neubauaktivität (NB*).

Bestandsanpassung (Q4): Die durch die Abschreibungsrate auf alle Wohnimmobilien bestimmte langfristige Neubau-Bestands-Beziehung bleibt unverändert.

Zusammenfassend sind im Rahmen der jüngeren makroökonomischen Entwicklungen folgende für den deutschen Eigenheimmarkt (bzw. dessen Teilmärkte) relevante exogene Schocks aufgetreten:

- (Schwach) sinkende Wohnraumnachfrage auf dem Nutzungsmarkt aufgrund sinkender Realeinkommen (*Einkommenseffekt*)

- Günstigere Investitions- und Finanzierungsbedingungen auf dem Markt für Immobilienkapital durch gesunkene Hypothekenzinsen und abnehmende relative Risikoprämien auf Investitionen in Wohnimmobilien gegenüber alternativen Anlageformen (*Bewertungseffekt*)
- Günstigere Angebotsbedingungen auf dem Neubaumarkt durch Beendigung des starken Auftriebs bei Rohstoffpreisen und niedrigere kurzfristige Zinsen (*Kosteneffekt*).

3.2 Zusammenführung der Einzelergebnisse

Aus den Ergebnissen der Partialanalysen für die einzelnen Quadranten des Modells kann nun ein neues Gesamtgleichgewicht abgeleitet werden. Das neue Gleichgewicht ergibt sich gemäß der Modellkonstruktion als Kombination der Partialgleichgewichte. Aufgrund der teilweise gegensätzlichen Wirkungsrichtungen ist die Gesamtwirkung nicht bei sämtlichen Größen eindeutig und kann aufgrund fehlender Information über die Kurvenelastizitäten nur geschätzt werden.

Eindeutig ist die Wirkungsrichtung im Hinblick auf die auf dem Nutzungsmarkt festgelegten Nutzungskosten. Aus allen drei Effekten folgt, dass die (letztlich nicht beobachtbaren, sondern nur kalkulatorisch bestimmbar) Nutzungskosten unter das Niveau der Ausgangssituation sinken. Die kalkulatorische Miete für Eigenheime gerät im Rahmen der aktuellen makroökonomischen Situation also unter ähnlichen Druck wie die Nutzungspreise für vermieteten Wohnraum.¹⁴ Abgesehen von der Entwicklung der Nutzungskosten ist zu fragen, in welche Richtung Immobilienpreise, Neubautätigkeit und Bestand beeinflusst werden. Bei Betrachtung der Einzeleffekte wird deutlich, dass die resultierende Gesamtwirkung auf diese Größen nicht eindeutig ist. Der Einkommenseffekt in Q1 wirkt für sich genommen kontraktiv auf Preise und Neubautätigkeit, ihm stehen allerdings ein Absinken von Hypothekenzinssatz und Risikoprämie in Q2 sowie die Durchbrechung der ausgeprägten Aufwärtsbewegung bei den Baukosten in Q3 gegenüber. Letztere Effekte wirken für sich genommen expansiv auf die Neubautätigkeit und Bestand, während die Preise auf

¹⁴ Vgl. Otto (2009), S. 6.

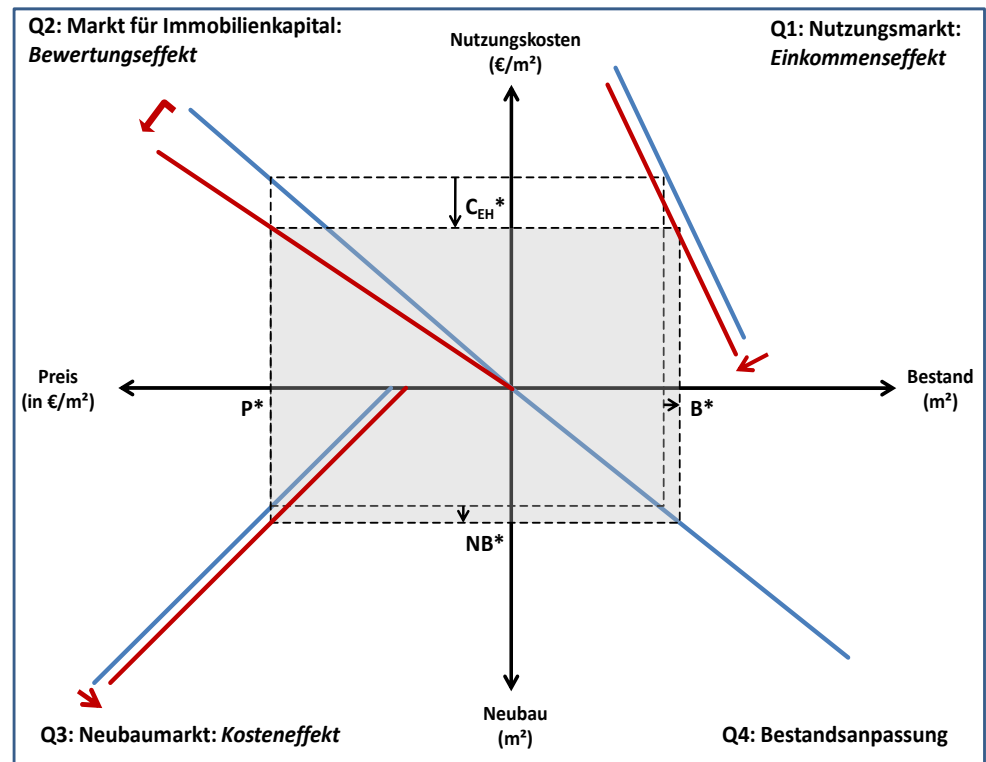
dem Immobilienkapitalmarkt vom „Bewertungseffekt“ positiv, vom „Kosteneffekt“ dagegen negativ beeinflusst werden.

Um zu einem plausiblen neuen Gleichgewicht zu gelangen, muss mithin auf eine weitere Information zurückgegriffen werden. Hier bieten sich insbesondere die Immobilienpreise an, da diese zeitnah verfügbar sind. Angesichts der in Abbildung 4 erkennbaren ruhigen Entwicklung des Preisindex für selbstgenutztes Wohneigentum seit Beginn der Krise wird ein unveränderter Preis auf dem Immobilienkapitalmarkt unterstellt. Unter der Bedingung eines konstanten Eigenheimpreises in Q2 resultiert aus der Verschiebung/Drehung der einzelnen Kurven ein leicht höheres Neubauniveau in Q3 sowie ein leicht höherer Bestand an Wohnraum in Eigenheimen in Q1. Dieses Szenario erscheint insbesondere bei einem nur schwachen Einkommenseffekt auf dem Nutzungsmarkt realistisch. Aufgrund des inzwischen gebremsten Rückgangs der Realeinkommen und der robusten Entwicklung am Arbeitsmarkt ist davon auszugehen, dass die Nachfrage nach selbstgenutztem Wohnraum (noch) nicht stark beeinträchtigt wurde und der Nettogesamteffekt auf Bautätigkeit und Bestand positiv ist.

Das anhand der oben beschriebenen Partialeffekte und der weiteren Überlegungen resultierende neue Gleichgewicht ist in Abbildung 7 dargestellt. Das neue Gleichgewicht zeichnet sich durch geringere Nutzungskosten aus ($C_{EH1} < C_{EH0}$), während die Preise für selbstgenutzte Eigenheime auf dem Vorkrisenniveau verharren ($P_1 = P_0$). Das gleichgewichtige Niveau der Neubauaktivität sowie der Eigenheimbestand liegen währenddessen leicht über dem Niveau der Vorkrisensituation ($NB_1 > NB_0$ und $B_1 > B_0$).

Um die tatsächliche Reaktion der Bautätigkeit auf die Auswirkungen der Krise abzuschätzen, wurden in Abbildung 8 die Baugenehmigungen für Eigenheime mit privaten Haushalten als Bauherren herangezogen. Da sich die Bauaktivitäten selbst erst mit einiger Verzögerung an Störungen auf den anderen Märkten anpassen, bilden Baugenehmigungen eine gute Datengrundlage zur Abschätzung der künftigen Entwicklung der Bauaktivitäten.

Abb. 7: Das Gleichgewicht nach der Krise



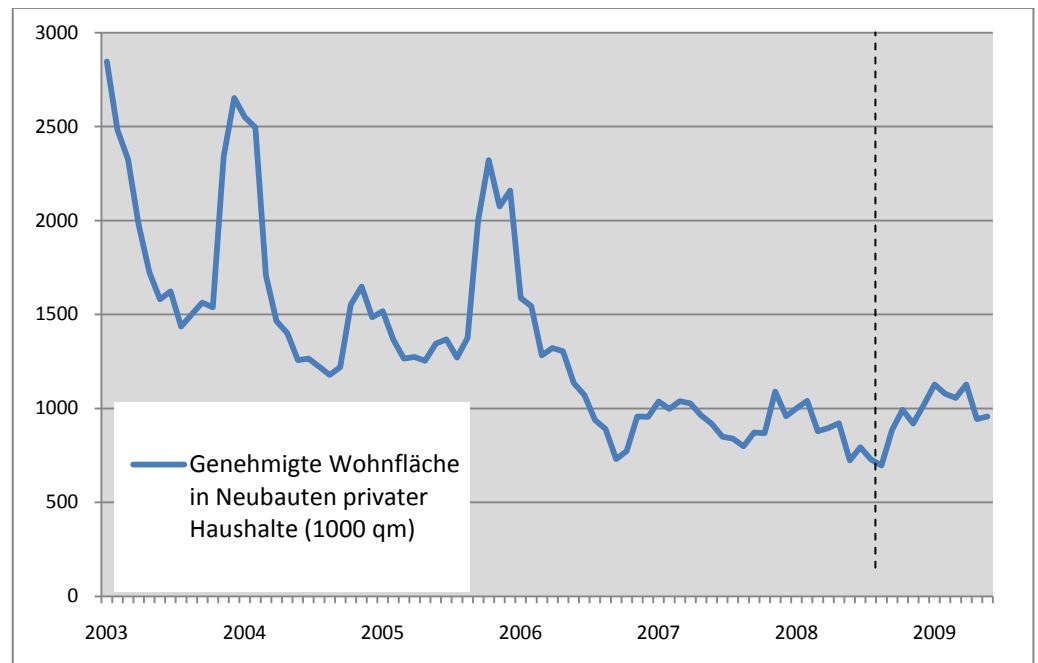
Quelle: Eigene Darstellung.

Anhand der Abbildung wird deutlich, dass sich die Neubaugenehmigungen seit Ende des Jahres 2006 (Abschaffung der Eigenheimzulage und der degressiven Abschreibung für neugebaute Mietimmobilien) auf einem sehr niedrigen Niveau bewegen. Außerdem lässt sich erkennen, dass die Zahl der Baugenehmigungen für Eigenheime nach dem Beginn der Krise zunächst angestiegen, nach einem vorübergehenden Hoch im dritten Quartal 2009 inzwischen jedoch wieder auf das Vorkrisenniveau gefallen ist. Ein Trend zu einem dauerhaft höheren Niveau der Neubautätigkeit, wie es die Analyse des Modells vermuten lässt, hat sich folglich bislang noch nicht abgezeichnet. Zu einem vergleichbaren Ergebnis kommt der Eigenheimbau-Frühindikator der KfW, der auf Verwendungszweckangaben der im Rahmen des KfW-Wohneigentumsprogramms geförderten Eigenheimerwerber beruht. So wird für das Jahr 2010 ein Anstieg der Neubauinvestitionen erwartet, womit der Indikator seinen seit Mitte 2009 bestehenden Aufwärtstrend fortsetzt. Eine dauerhafte Trendwende wird darin jedoch noch nicht gesehen.¹⁵ Somit bleibt festzuhalten, dass Immobilienpreise

¹⁵ Vgl. Meldung zum KfW Eigenheimbau-Frühindikator im Februar 2010.

und Neubautätigkeit bislang nicht nachhaltig positiv, allerdings auch nicht negativ durch die Finanz- und Schuldenkrise beeinflusst worden sind.

Abb. 8: Monatliche Baugenehmigungen für Neubauten



Quelle: Eigene Darstellung mit Daten des Statistischen Bundesamts.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass der deutsche Eigenheimsektor von der Finanz- und Wirtschaftskrise aus theoretischer Sicht nicht kontraktiv beeinflusst wird. Die aktuelle Entwicklung verfügbarer Wohnungsmarkindikatoren bestätigt diese Einschätzung. Sollten die Realeinkommen im Jahr 2010 wieder steigen und die Arbeitslosigkeit nicht wesentlich zunehmen, dürfte es sogar weiterhin zu einer Expansion von Bauaktivitäten und Gesamtbestand kommen. Der Hauptursache dieses Ergebnisses liegt in den starken Interdependenzen zwischen Nutzungsmarkt, Kapitalmarkt und Neubaumarkt, welche letztlich bewirken, dass der potenzielle Rückgang der direkten Nachfrage nach Wohnraum durch den Rückgang bzw. das gebremste Wachstum von Hypothekenzinsen, Risikoprämien und Baukosten nivelliert wird.

3. Fazit

Dieser Beitrag nutzte das makroökonomische Wohnungsmarktmodell von DI-PASQUALE UND WHEATON, um die Anpassungsmechanismen, Wirkungszusammenhänge und Folgen der Finanz- und Schuldenkrise für den deutschen Eigenheimsektor darzustellen. Wie sich anhand der Modellaussagen zeigt, ist die Finanzkrise nicht notwendigerweise mit negativen Auswirkungen auf den deutschen Eigenheimsektor verbunden. Von Seiten des Kredit-, des Immobilienkapital- und des Neubaumarkts gehen Impulse aus, die die durch sinkende Einkommen und steigenden Arbeitslosigkeit bedingte negative Beeinflussung der Nachfrage nach selbstgenutzten Wohnraum zumindest teilweise kompensieren. Aufgrund der gestiegenen Attraktivität von Eigenheiminvestitionen in Folge zunehmender Unsicherheit alternativer Anlageformen, des historisch niedrigen Zinsniveaus und der Unterbrechung des starken Preisauftriebs bei den Baupreisen könnte die Finanz- und Schuldenkrise für den deutschen Eigenheimsektor sogar positive Folgen haben und der private Eigenheimbau in relativer Betrachtung zu anderen Sektoren als Gewinner aus der Krise hervorgehen.

Literatur

Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Februar 2010.

DiPasquale, D.; Wheaton, W.: Urban Economics and Real Estate Markets, Englewood Cliffs, N.J. [u.a.] 1996.

Hilber, C.: Preistheorie: Einfluss von Preisänderungen auf Angebot und Nachfrage von Immobilien. In: Schulte, K.W., Immobilienökonomie Band IV: Volkswirtschaftliche Grundlagen, München 2008.

Ott-Laubach, P., Plattner, D.: Perspektiven der Wohnwirtschaft. KfW Research Sonderband 40, Frankfurt am Main 2008.

Otto, A.H.: Die Auswirkungen der Finanzkrise auf die deutschen Wohnimmobilienmärkte. HWWI Policy Paper, Hamburg 2009.

Poterba, J.M.: Taxation and Housing: Old Questions, New Answers. American Economic Review 82 (2), S. 237-242, 1992.

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Erholung setzt sich fort – Risiken bleiben groß, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2010, Essen 2010.

Rubens, J., Bond, M., Webb, J.: The Inflation-Hedging Effectiveness of Real Estate. Journal of Real Estate Research 4 (2), 1989.