

Vierteljahresschrift zur empirischen
Wirtschaftsforschung, Jg. 42



■ Michael Schier / Michael Voigtländer

Immobilienpreise

**Ist die Entwicklung am deutschen Wohnungsmarkt
noch fundamental gerechtfertigt?**

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Verantwortliche Redakteure:

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

Dr. Oliver Stettes, Telefon: 0221 4981-697

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

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

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

ISSN 0941-6838 (Printversion)

ISSN 1864-810X (Onlineversion)

© 2015 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

iwmedien@iwkoeln.de

www.iwmedien.de

Druck: DCM Druck Center Meckenheim GmbH, Meckenheim

Immobilienpreise – Ist die Entwicklung am deutschen Wohnungsmarkt noch fundamental gerechtfertigt?

Michael Schier / Michael Voigtländer, Februar 2015

Die Wohnimmobilienpreise in Deutschland sind in den vergangenen Jahren kräftig gestiegen, vor allem in den Metropolen München und Berlin. Diese Entwicklung weckt die Befürchtung, dass sich in Deutschland, ähnlich wie in Spanien oder dem Vereinigten Königreich, eine spekulative Immobilienpreisblase aufbaut. Mithilfe des Wohnnutzertkostenkonzepts lässt sich jedoch zeigen, dass die aktuelle Preisentwicklung in den meisten Kreisen nach wie vor fundamental gerechtfertigt ist. Die teilweise starken Preiserhöhungen sind Ausdruck von Nachholeffekten, bedingt durch größtenteils stagnierende oder sogar fallende Immobilienpreise bis zum Jahr 2008. Selbst eine plötzliche Umkehrung der Niedrigzinspolitik würde nur einen geringen Korrekturbedarf auslösen, der typisch für eine spekulative Blase wäre. Das Risiko einer spekulativen Blase ist damit gering, wenngleich eine dauerhafte Niedrigzinspolitik die Gefahr beinhaltet, dass sich die Verhaltensmuster künftig ändern könnten.

Stichwörter: Wohnungsmarkt, Wohnnutzertkosten, spekulative Blase

JEL-Klassifikation: R21, R31, G10

Bewertung der Immobilienpreisdynamik

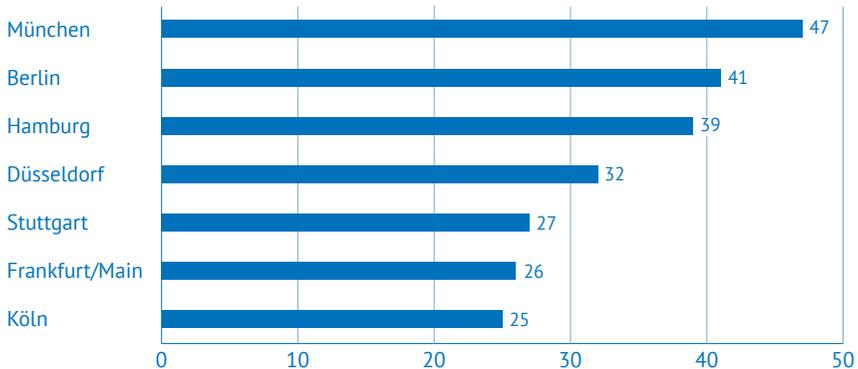
Die Preise für Eigentumswohnungen stiegen nach Angaben von vdpResearch im Zeitraum 2010 bis 2014 jährlich zwischen 4 und 5 Prozent (vdp, 2014). Noch deutlicher fiel der Preisanstieg in den Metropolen aus. Laut Angaben des Marktanalysten F+B lag der Preisanstieg für Bestandswohnungen in Berlin im gleichen Zeitraum bei 41 Prozent, in Hamburg bei 39 Prozent und in München sogar bei 47 Prozent (Abbildung 1). Darüber hinaus erhöhten sich in einigen begehrten Universitätsstandorten wie Freiburg oder Münster die Preise um etwa 30 Prozent.

Die starke Preisentwicklung weckt Erinnerungen an den Aufbau spekulativer Blasen in Spanien, dem Vereinigten Königreich, den USA oder auch Irland. In diesen Ländern waren im Vorfeld der Finanzmarktkrise die Preise stark gestiegen,

Immobilienpreisentwicklung in deutschen Großstädten

Abbildung 1

Veränderung der Preise für Bestandswohnungen zwischen dem 1. Quartal 2010 und dem 3. Quartal 2014 in Prozent



Quellen: F+B; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



<http://link.iwkoeln.de/iw-trends15-01-04-01>

bevor dann eine starke Korrektur eintrat. In deren Folge kam es zu einer Überschuldung zahlreicher Haushalte und die Banken mussten Abschreibungen in ihren Bilanzen vornehmen, die die Finanzstabilität gefährdeten (Jäger/Voigtländer, 2008). Die Deutsche Bundesbank warnt davor, dass einige deutsche Märkte Überhitzungserscheinungen zeigen. Sie führt dies darauf zurück, dass die Entwicklung der Preise nicht zu der demografischen Entwicklung, der Einkommensentwicklung und der Mietentwicklung passt (Deutsche Bundesbank, 2013). Auch das DIW sieht aufkommende spekulative Blasen in einigen lokalen Märkten und führt dies vor allem auf die stark gestiegenen Preis-Miet-Relationen zurück (Kholodilin et al., 2014).

Gemäß Stiglitz (1990) ist eine spekulative Blase wie folgt beschrieben: "If the reason that the price is high today is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow – when "fundamental" factors do not seem to justify such a price – then a bubble exists." Demnach stellt der Abgleich zwischen den werttreibenden Faktoren, wie etwa der Bevölkerungsentwicklung, der Einkommensentwicklung und vor allem der Mietpreisentwicklung, mit der Preisentwicklung einen wichtigen Indikator für eine aufkommende spekulative

Blase dar. Lassen sich die Preise nicht mehr auf diese fundamentalen Faktoren zurückführen, wird eine Preiskorrektur wahrscheinlich. Allerdings vernachlässigen Preis-Miet-Verhältnisse und Preis-Einkommens-Verhältnisse einen ganz entscheidenden Faktor der Nachfrage: den Zins.

Für die Käufer spielt der Kaufpreis einer Immobilie eine entscheidende Rolle. Ebenso wichtig sind aber die Zinskosten, da die Immobilien zu einem Großteil mit Fremdkapital finanziert werden. Sinken die Zinsen, können auch bei steigenden Preisen die laufenden Kosten der Immobiliennutzung fallen. Auch bei der Finanzierung mit Eigenkapital spielt diese Überlegung eine Rolle, da der Investor vergleicht, welchen laufenden Zinsertrag er bei einer Anlage seines Eigenkapitals am Kapitalmarkt erzielen könnte. Letztlich entspricht der Wert einer Immobilie den diskontierten eingesparten Nettomieteträgen. Fallen die Zinsen wie in den letzten Jahren, sind somit steigende Preis-Mietrelationen folgerichtig und nur ein unzureichender Indikator für die Identifikation spekulativer Blasen.

Im Folgenden wird daher ein alternativer Ansatz zur Identifikation von regionalen spekulativen Blasen verwendet. Mithilfe des sogenannten Wohnnutzerkostenkonzepts (User Cost of Housing Approach) werden die Kosten von Selbstnutzern und Mietern verglichen. Starke Differenzen dieser Kosten deuten auf Korrekturbedarf hin und geben somit Hinweise auf Überhitzungen des Marktes. Dieser Ansatz wurde auch von der US-amerikanischen und irischen Zentralbank zur Identifikation von spekulativen Übertreibungen in den dortigen Immobilienmärkten im Vorfeld der Finanzkrise angewendet (Himmelberg et al., 2005; Browne et al., 2013).

Ein Grund für die Zurückhaltung bei der Berücksichtigung der Zinsen für die Bewertung der Preisentwicklung im aktuellen Umfeld besteht in der Erwartung, dass die Zinsen auch wieder steigen können. Zwar wird eine Zinswende der EZB kurzfristig nicht erwartet, gleichwohl muss mittelfristig mit einer Korrektur gerechnet werden (Demary/Matthes, 2014). Daher werden im Weiteren auch Sensitivitätsanalysen durchgeführt, um den möglichen Korrekturbedarf steigender Zinsen berücksichtigen zu können.

Neben dem Abgleich von fundamentalen Faktoren und tatsächlicher Preisentwicklung beinhaltet die Definition von Stiglitz auch einen verhaltensökonomischen Ansatz. Schließlich entsteht eine spekulative Blase durch die Erwartung kurzfristig weiter steigender Preise. Auf diesen Aspekt spekulativer Blasen wird kurz in den Schlussfolgerungen eingegangen.

Methodik und Daten

Der User Cost of Housing Approach geht auf Poterba (1984) zurück. Er untersucht mit diesem Ansatz den Einfluss von Steuern auf die Wohnnutzungsformen Kaufen und Mieten. Die Basis hierfür stellt die Überlegung dar, dass Haushalte im Prinzip indifferent sind zwischen dem Kauf einer Wohnung oder der Anmietung der gleichen Wohnung. Verändern sich aber die relativen Kosten, dann ändern die Haushalte ihre Nachfrage, was in der Folge wiederum zu Preisanpassungen führt, die den Markt schließlich wieder ins Gleichgewicht bringen. Poterba (1984) analysiert zum Beispiel den Effekt einer Steuererleichterung für Hausbesitzer. Diese Steuererleichterung reduziert die Kosten der Selbstnutzung, wodurch der Kauf einer Wohnung im Vergleich zur Anmietung attraktiver wird. In der Folge steigt die Nachfrage nach Eigentum, wodurch auch die Preise zulegen. Im neuen Gleichgewicht entsprechen sich dann wieder die Wohnnutzungskosten, allerdings ist die Anzahl der Wohneigentümer im Verhältnis zur Anzahl der Mieter gestiegen.

Die Kosten der Mieter entsprechen den jährlichen Mietkosten, während sich die Kosten der Selbstnutzer gemäß folgender Gleichung bestimmen lassen:

$$SNK_{ti} = (1+g_{ti}) * P_{ti} * (b_0 * i_{F,t} + [1 - b_0] * i_{A,t} * [1 - t_t] + s + a - \Delta P_t).$$

Die jährlichen Kosten der Selbstnutzung in Periode t (SNK_{ti}) werden zunächst einmal durch den Kaufpreis P_{ti} und die Grunderwerbsteuer g_{ti} in t bestimmt. Dieser Kaufpreis wird mit dem Anteil b_0 mit Fremdkapital und mit dem Anteil $(1-b_0)$ mit Eigenkapital finanziert, wobei sich das Fremdkapital mit dem Zinssatz $i_{F,t}$ verzinst und für das Eigenkapital entgangene Zinsen in Höhe eines alternativen Zinssatzes $i_{A,t}$ angesetzt werden. Da diese Anlagen steuerpflichtig sind, muss auch ein durchschnittlicher Einkommensteuersatz von t_t berücksichtigt werden. Die Komponente s entspricht den Instandsetzungskosten als Anteil des Kaufpreises und a dem Substanzverlust als Anteil des Kaufpreises. Die Verände-

Die Preisänderung ΔP_t spiegelt den typischen Wertzuwachs der Immobilie wider, der vor allem auf gestiegenen Grundstückskosten beruht.

Die Daten zu den Miet- und Kaufpreisen stammen von dem Marktanalysten F+B, der Daten aus Internetportalen sammelt und mithilfe eines hedonischen Verfahrens auswertet. Für die Zinsen wurden Daten von der Deutschen Bundesbank genutzt. Der Fremdkapitalzins entspricht dem durchschnittlichen Zinssatz eines Wohnungsbaukredits mit einer Zinsbindung zwischen fünf und zehn Jahren. Als alternativer Zinssatz wurde der Zins inländischer Unternehmensanleihen gewählt. Der Durchschnittsteuersatz fußt auf Daten des Bundesfinanzministeriums und der Fremdkapitalzins auf der Datenbank von Dr. Klein, wobei zur Vereinfachung ein Durchschnitt gebildet wurde. Für die Instandsetzungskosten und den realen Substanzverlust wurde ein pauschaler Wert von insgesamt 3 Prozent angesetzt (z. B. Brügelmann et al., 2013). Abweichungen hiervon sind für die weitere Analyse jedoch zu vernachlässigen, da vor allem die Entwicklungen über die Zeit betrachtet werden und diese Variablen konstant bleiben. Die durchschnittliche Preissteigerung wird auf Basis der vorliegenden Kaufpreise bestimmt. Der Ansatz der jährlichen Preissteigerung könnte jedoch zu Verzerrungen führen, da im Fall einer spekulativen Blase die Preissteigerung nicht nachhaltig wäre. Alternativ wird auch die durchschnittliche jährliche Preissteigerung zwischen 2005 und 2010 für die Zeit ab dem Jahr 2011 angesetzt, da sich in dieser Phase der Markt moderat entwickelt hat. Dies könnte zur Folge haben, dass die Wohnnutzertkosten dort, wo die Preise im Zeitraum 2005 bis 2010 gestiegen (gefallen), zwischen 2011 und 2014 aber gefallen (gestiegen) sind, geringer (höher) ausfallen, als es sich bei einer Berechnung mit den aktuellen Preisentwicklungen ergeben würde. Die Übersicht zeigt, welche Datenquellen für die einzelnen Variablen im Weiteren genutzt werden.

Verwendete Daten

[Übersicht](#)

Mithilfe der Analyse der Wohnnutzertkosten lässt sich auch die Vorteilhaftigkeit des Kaufens oder Mietens bestimmen – siehe Schier und Voigtländer (2014). Im Vergleich hierzu unterscheidet sich das dargestellte Verfahren jedoch

Variable	Datenquelle
P_{ti}	F+B (2014)
b	Dr. Klein (2014a)
$i_{F,t}$	Deutsche Bundesbank (2014)
$i_{A,t}$	Deutsche Bundesbank (2014)
t_t	BMF (2014)

Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln



in zwei wesentlichen Punkten: Zum einen werden Wertentwicklungen des selbstgenutzten Wohneigentums berücksichtigt und zum anderen wird die Höhe der Miete nicht aus der steuerlichen Behandlung des vermieteten Wohneigentums abgeleitet, sondern es werden die tatsächlichen Mietkosten betrachtet. Dabei ist allerdings zu beachten, dass sich Kauf- und Mietpreise auf durchschnittliche Objekte unterschiedlicher Lagen und Qualitäten beziehen können. Da jedoch vor allem auf die Entwicklung im Zeitablauf abgestellt wird, ist dies unproblematisch.

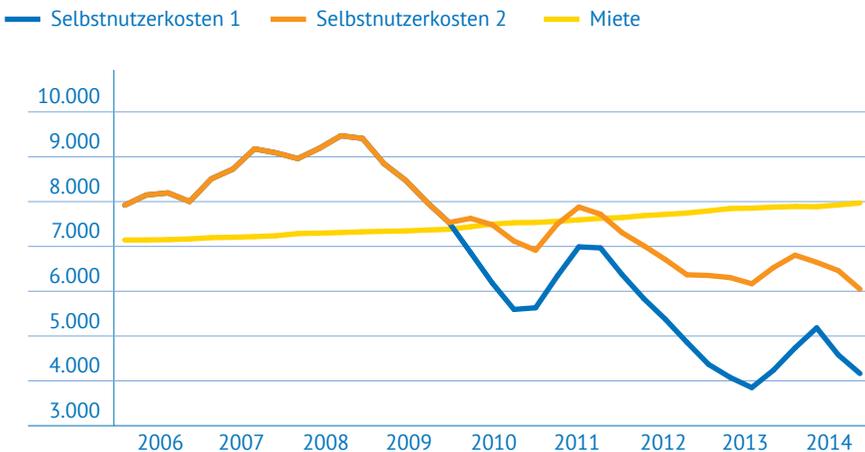
Ergebnisse für Deutschland

In einem ersten Schritt werden die Entwicklungen der Selbstnutzterkosten und der Mietkosten für Deutschland dargestellt. Hierzu werden die Preisentwicklungen in den Kreisen mit der Bevölkerungsgröße gewichtet. Für die Preiserwartungen wird die aktuelle Preisveränderung des jeweils letzten Jahres (SNK₁) als auch ab 2010 die Preisentwicklung im Zeitraum 2005 bis 2010 als konstanter

Entwicklung der Selbstnutzterkosten und der Mietkosten

Abbildung 2

Durchschnittliche Jahreskosten für eine 100-Quadratmeter-Wohnung nach der Nutzungsart in Deutschland, Quartalsangaben in Euro



Quellen: F+B; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Faktor gewählt (SNK_2). Dadurch können zwei Varianten unterschieden werden (Abbildung 2).

Die Mieten in Deutschland entwickelten sich im Betrachtungszeitraum relativ konstant. Im Jahr 2006 lag der durchschnittliche Jahresmietpreis für eine 100 Quadratmeter große Wohnung bei etwa 7.000 Euro, im dritten Quartal 2014 betrug der Wert knapp 8.000 Euro pro Jahr, was einer jährlichen Preissteigerung von rund 1,5 Prozent entspricht. Seit 2010 hat die Dynamik zwar zugenommen, aber auf einem noch geringen Niveau.

Anders verhält es sich hingegen bei den Kosten der Selbstnutzung. Diese Kosten stiegen im Betrachtungszeitraum zunächst deutlich an, was vor allem den steigenden Zinskosten bis 2008 geschuldet war. Als Folge hiervon war zwischen 2006 und 2009 das Mieten im Vergleich zum Kaufen im Durchschnitt attraktiver. Dies hat sich seit 2010 gedreht, was wiederum primär an der Zinsentwicklung liegt. Zwar sind seitdem die Preise für Eigentumswohnungen gestiegen, doch die Zinsentwicklung hat die Preisentwicklung mehr als kompensiert. Nach Ablauf der Zinsbindung müssen die Selbstnutzer eine Anschlussfinanzierung zu einem späteren, unter Umständen höheren Zinssatz aufbringen. Dies würde zu einer Steigerung der Selbstnutzerkosten führen. Werden die aktuellen Preisentwicklungen als Schätzer für die Zukunftserwartungen genommen, dann liegen die Selbstnutzerkosten in der Spitze bis zu 51 Prozent unter den Mietkosten (SNK_1). Auch bei konservativeren Erwartungen an die Preisentwicklung – also der durchschnittlichen Preisentwicklung im Zeitraum 2005 bis 2010 – bleiben die Kosten der Selbstnutzung unter den Mietkosten. In den Spitzen beträgt hier der Unterschied 24 Prozent. Dementsprechend wäre also auch eine weitere Steigerung der Preise fundamental gerechtfertigt. Allerdings kann die Darstellung für Deutschland nur etwas über die durchschnittliche Entwicklung aussagen, die aber auch durch extreme Über- und Unterbewertungen in den Einzelmärkten gekennzeichnet sein kann. Daher wird im Weiteren die Lage in den Kreisen diskutiert.

Ergebnisse für die deutschen Kreise

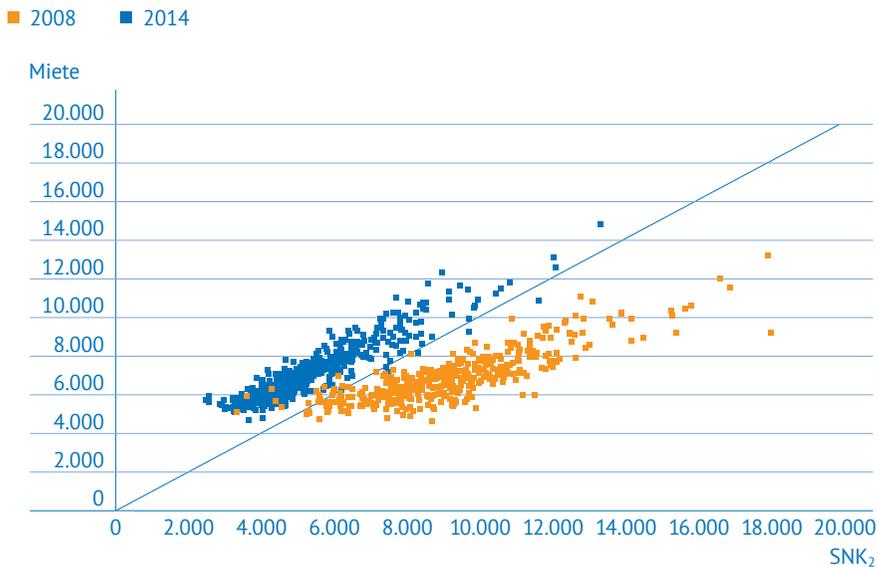
Die Betrachtung der Selbstnutzerkosten für Deutschland legt bereits dar, dass diese teilweise weit unterhalb der Kosten für die Anmietung einer vergleichbaren

Wohnung liegen. Da die Immobilienmarktentwicklung lokal jedoch sehr unterschiedlich verlaufen kann, etwa aufgrund der Entwicklung des Arbeitsmarktes oder der demografischen Entwicklung, unterscheidet sich die Situation in den Kreisen deutlich. Aufgrund der äußerst dynamischen Wertentwicklungen einiger Kreise im Jahr 2014 beschränkt sich die Betrachtung des Wohnnutzerkostenkonzepts der deutschen Kreise auf die Annahme konservativer Preisentwicklungen (SNK₂). In Abbildung 3 sind die jährlichen Wohnnutzerkosten auf der waagerechten x-Achse und die Mietkosten auf der senkrechten y-Achse für die Jahre 2008 und 2014 aller 402 deutschen Kreise dargestellt. Die vertikale 45°-Linie stellt das Gleichgewicht zwischen den Wohnformen Eigentum und Mieten dar. Befindet sich ein Kreis oder eine kreisfreie Stadt oberhalb dieser Linie, ist das Wohnen im Eigentum günstiger als das Mieten – und umgekehrt. Die orangefarbenen Quadrate stehen für die 402 Kreise im Jahr 2008, die blauen Quadrate für das Jahr 2014. Im Jahr 2008 war es in fast allen Kreisen günstiger, zur Miete

Verhältnis Selbstnutzerkosten und Mietkosten

Abbildung 3

Angaben in Euro für die Jahre 2008 und 2014 für 402 Kreise in Deutschland



Quellen: F+B; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

zu wohnen als im Eigentum. Nur in rund 5 Prozent der Kreise war es vorteilhafter, im Eigentum zu leben. Ganz anders verhält es sich im Jahr 2014. Nur in den Landkreisen Miesbach, Aichach-Friedberg, Rosenheim und Kempten im Allgäu war es nach wie vor vorteilhafter zu mieten. Die Differenz zwischen den Kosten der Wohnformen Mieten oder Eigentum ist jedoch in diesen Kreisen geringer als 7 Prozent. Abweichungen unter 10 Prozent können vernachlässigt werden, da die Märkte sich langsam anpassen und kleine Preisverschiebungen keine deutlichen Verhaltensänderungen auslösen. Diese Märkte befinden sich demnach fast im Gleichgewicht. Allerdings sind auch Datenungenauigkeiten zu berücksichtigen.

Die Ergebnisse entsprechen in etwa den Ergebnissen von Schier und Voigtländer (2014), wobei jedoch die Vorteilhaftigkeit des Mietens im Jahr 2008 aufgrund der Einbeziehung der konservativen Preiserwartungen noch deutlicher ausfällt. Dies führt gerade in Ostdeutschland dazu, dass der Eigentumserwerb weniger attraktiv ist. Der drastische Schwenk in Richtung Vorteilhaftigkeit des Eigentums seitdem ist maßgeblich durch die Zinsentwicklung bedingt.

Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld lassen sich nach dem Wohnnutzertkostenkonzept demnach keine fundamental ungerechtfertigten Preisentwicklungen identifizieren. Es ist jedoch davon auszugehen, dass die Zinsen nicht beständig auf dem aktuell geringen Niveau bleiben werden. Daher wird im Folgenden geprüft, wie sich die Bewertung bei steigenden Zinsen ändert.

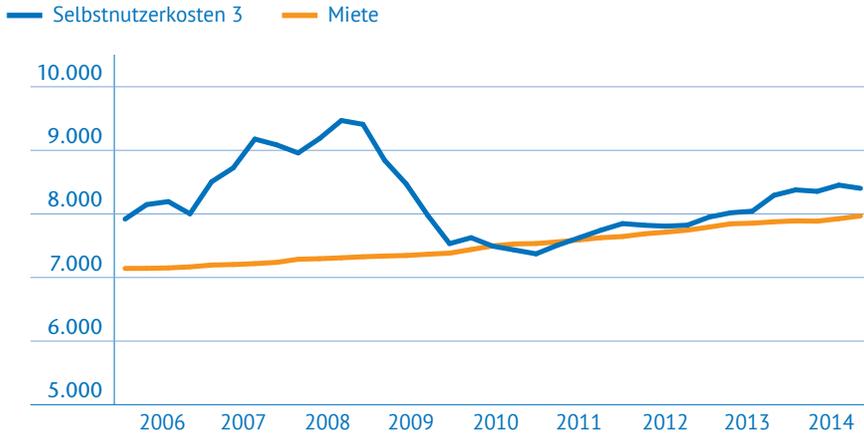
Wohnnutzertkostenentwicklung bei steigenden Zinsen

Infolge der anhaltenden Probleme der südeuropäischen Länder und als Reaktion auf eine mögliche Deflation vollzieht die EZB eine sehr expansive Geldpolitik, weshalb die Zinsen auch für Immobilienkredite seit einiger Zeit sehr gering sind. Es ist aber nicht zu erwarten, dass diese Niedrigzinsphase langfristig anhält, zumal diese auch mit Verzerrungen im Wirtschaftssystem verbunden ist (Demary/Matthes, 2014). Eine Zinswende geht für Immobilieninvestoren mit einer erheblichen Unsicherheit einher, da steigende Zinsen zu einer Korrektur der Preisentwicklung führen können. Um das Potenzial einer solchen Korrektur näher zu betrachten, werden die bisher durchgeführten Berechnungen mit alternativen – höheren – Zinssätzen durchgeführt. Dies impliziert, dass es einen plötzlichen

Entwicklung der Selbstnutzerkosten und Mieten bei konstanten Zinsen

Abbildung 4

Angaben einer Modellrechnung¹⁾ in Euro



1) Annahme konstanter Zinsen seit dem 2. Quartal 2010 in Höhe von 4 Prozent.
Quellen: F+B; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



<http://link.iwkoeln.de/iw-trends15-01-04-04>

Zinsschock im System gibt und die Hypothekendarlehen plötzlich deutlich angehoben werden. In diesem Sinn sind die folgenden Berechnungen als Ergebnis eines extremen Stresstests für den Immobilienmarkt zu verstehen. Tatsächlich kann jedoch eher von einer graduellen Zinsänderung ausgegangen werden.

In einem ersten Schritt wird angenommen, dass sich die Zinsen seit dem zweiten Quartal 2010 nicht mehr verändern und auf einem Niveau von 4 Prozent bleiben. Gleichzeitig wird wiederum der konservative Ansatz für die Preiserwartungen gewählt (SNK₃). Unter diesen Bedingungen fallen die Selbstnutzerkosten in Deutschland deutlich weniger stark als bei sinkenden Zinsen. Die Selbstnutzerkosten entwickeln sich in etwa parallel zu den Mietkosten (Abbildung 4).

Am aktuellen Rand würden sich die Kosten der Selbstnutzung leicht von den Mietkosten abheben, wobei die Differenz nur 5 Prozent beträgt und deutlich unter den Abweichungen zwischen 2007 und 2009 liegt. Es kann davon ausgegangen werden, dass eine Abweichung der Kosten der Selbstnutzung und der Mieten von 10 Prozent nur geringe Anpassungen auslöst. Schließlich reagiert

der Markt eher träge und die Entscheidung, ob gemietet oder gekauft wird, hängt nur zum Teil von relativen Preisunterschieden ab.

Auch bei einer unmittelbaren scharfen Zinswende wäre nicht mit einer Preiskorrektur zu rechnen und der Aufbau beziehungsweise das Platzen einer spekulativen Blase für Deutschland nicht zu erwarten. Vielmehr scheint es, dass die Haushalte und Investoren im Durchschnitt ihre Zahlungsbereitschaft an einem normalisierten Zinsniveau von etwa 4 Prozent ausrichten. Allerdings kann auch hier die Situation in den Kreisen deutlich unterschiedlich sein. Für die Kreise wird zunächst der Einfluss einer Erhöhung des Zinsniveaus auf die Wohnnutzertkosten im dritten Quartal 2014 um 1 Prozentpunkt simuliert, wodurch der Zins dann bei 3,3 Prozent liegt. Die sich daraus ergebenden Differenzen zwischen den Kosten der Selbstnutzung und den Mieten finden sich in Abbildung 5.

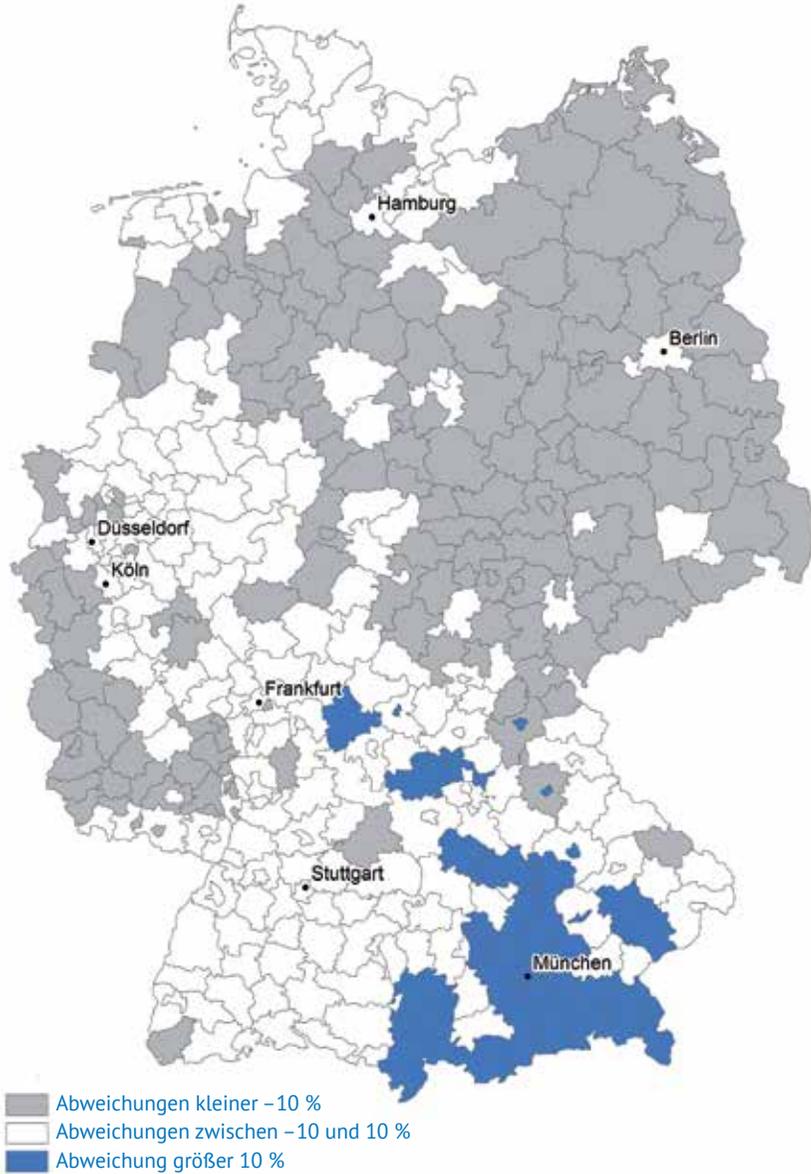
In nur 35 Kreisen liegen die Selbstnutzertkosten im Fall einer überraschenden Zinserhöhung von 1 Prozentpunkt um mehr als 10 Prozent über den vergleichbaren Kosten der Miete. Auffällig ist, dass alle Kreise in Bayern liegen und mit München und Regensburg lediglich zwei Großstädte vertreten sind. In Kempten (Allgäu) ist die Abweichung mit 34 Prozent am größten. In 210 Kreisen unterscheiden sich die Wohnnutzertkosten und die Mieten um weniger als 10 Prozent, in 157 Kreisen sind die Mieten auch bei einer Zinserhöhung von 1 Prozentpunkt um mehr als 10 Prozent teurer als die Kosten des Wohnens im Eigentum.

Eine Zinserhöhung könnte demnach vor allem in den derzeit boomenden bayrischen Kreisen einen Anpassungsbedarf auslösen. Allerdings sind gerade in diesen Kreisen die demografischen Perspektiven besonders gut. So gehören die Kreise rund um München zu denjenigen mit dem größten erwarteten Wohnflächenzuwachs bis 2030 (Henger et al., 2014). Daher sind höhere Erwartungen an die Preisentwicklung als im Zeitraum 2005 bis 2010 plausibel. Die Selbstnutzertkosten könnten dort sogar unterbewertet sein. Dennoch sollte in diesen Kreisen die weitere Preisentwicklung beobachtet werden, zumal auch in Kreisen wie München, Amberg, Erlangen-Höchstadt, Schweinfurt und Unterallgäu eine Zinsänderung auch die Wohnnutzungswahl verändern würde. Das Mieten wäre dann dort attraktiver. Dies könnte aufgrund der ohnehin hohen Wohnkostenbelastung in diesen Regionen relativ schnell Verhaltensänderungen auslösen.

Korrektureffekte einer Zinserhöhung

Abbildung 5

Abweichung der Selbstnutzerkosten zu den Mieten bei einer Zinssteigerung von 1 Prozentpunkt in Prozent



Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Kritischer Zinssatz

Tabelle

Angaben für sieben deutsche Großstädte in Prozent

	Bei einem Zins von ... entsprechen die Mietkosten den Selbstnutzungskosten	Bei einem Zins von ... liegen die Selbstnutznerkosten um 10 Prozent über den Mietkosten
Berlin	4,3	4,4
München	3	3,2
Hamburg	3,8	4,1
Köln	4	4,3
Düsseldorf	3,8	3,9
Stuttgart	3,8	3,8
Frankfurt/Main	4	4,3

Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln



<http://link.iwkoeln.de/iw-trends15-01-04-05>

Überraschenderweise finden sich unter den Kreisen mit möglichen Wohnungsmarktüberhitzungen außer München keine Großstädte, die ansonsten im Fokus der öffentlichen Debatte stehen. Tatsächlich ziehen in diesen Städten parallel zu den Preisen auch die Mieten an, was die Gefahr einer plötzlichen Korrektur aufgrund einer Zinsanpassung reduziert. Um einen Eindruck von der Robustheit der Preisentwicklung in den Großstädten zu erhalten, wird für die Metropolen jeweils der Zinssatz bestimmt, bei dem die Mietkosten den Kosten der Selbstnutzung entsprechen und bei dem die Kosten der Selbstnutzung die Mietkosten um 10 Prozent übertreffen (Tabelle). In München übersteigen die Wohnnutznerkosten die Mieten um 10 Prozent bei einem Zinssatz von 3,2 Prozent. Bis die Wohnnutznerkosten die Mieten um 10 Prozent in den anderen Großstädten übertreffen, müsste der Zins auf 3,9 Prozent (Düsseldorf) oder 4,4 Prozent (Berlin) steigen. Ausgehend von einem Zinssatz von rund 2,3 Prozent im dritten Quartal 2014 (Deutsche Bundesbank, 2014) müsste sich der Zins also um 1,6 bis 2,1 Prozentpunkte erhöhen.

Schlussfolgerungen

Um zu überprüfen, ob die Preisentwicklung im deutschen Wohnungsmarkt noch fundamental gerechtfertigt ist, wurde der in der angelsächsischen Literatur

bekannte Ansatz der Wohnnutzerkosten angewendet. Wie sich zeigt, liegen die Kosten des Wohnens im Eigentum aktuell deutlich unter den Kosten des Mietens. Dies gilt für Deutschland insgesamt und für fast alle Kreise. Ursächlich für die aktuelle Vorteilhaftigkeit des Eigentums gegenüber der Miete sind die historisch niedrigen Zinsen für Immobilienkredite. Dennoch sorgen sich die Deutsche Bundesbank und andere Marktbeobachter, dass gerade die niedrigen Zinsen die Nachfrage nach Immobilien und damit die Preise so stark steigen lassen, dass es bei einer zu erwartenden, aber zeitlich unbestimmten Zinswende Korrekturen in der Preisentwicklung geben muss. Schließlich leiteten auch in den USA oder dem Vereinigten Königreich Zinserhöhungen einen Preisverfall ein. Diese Analyse zeigt jedoch, dass selbst eine plötzliche Zinserhöhung um 1 Prozentpunkt kaum Potenzial für Preisadjustierungen bietet. Lediglich in einigen Kreisen in Bayern wären die Kosten der Selbstnutzung dann deutlich höher als die Mietkosten. Ansonsten würde eine Erhöhung der Zinsen lediglich zu einer Annäherung der Nutzerkosten führen. In vielen Großstädten, in denen in den letzten Jahren die Preise kräftig gestiegen sind, könnten die Zinsen bis auf über 4 Prozent steigen, bevor eine Fehlbewertung angenommen werden müsste. Für Deutschland insgesamt würden sich die Mietkosten und Selbstnutzerkosten etwa bei einem Zinsniveau von 4 Prozent entsprechen.

Tatsächlich legen die Berechnungen nahe, dass die Haushalte und Investoren implizit ein höheres Zinsniveau bei ihren Entscheidungen einbeziehen. Zwar sind die Nachfrage nach Immobilien und auch die Zahlungsbereitschaft gestiegen, aber sie sind im Vergleich zur Zinsentwicklung noch moderat. Für eine weiterhin eher konservative Investition in das Eigentum spricht auch die Entwicklung am Kreditmarkt. Zwar ist das Kreditvolumen für den Wohnungsbau seit 2010 nach Angaben der EZB um rund 9 Prozent gestiegen. Im Vergleich zu den Entwicklungen in Spanien oder Irland, wo sich im Vorfeld der Finanzkrise und in Begleitung des Aufbaus der spekulativen Blase die Kreditvolumina fast verdreifacht haben, ist dies aber äußerst moderat. Und auch die Finanzierungsprodukte haben sich wenig verändert. Nach Angaben von Dr. Klein liegt die Fremdkapitalquote aktuell bei 79 Prozent in Deutschland und hat sich damit seit 2010 kaum verändert. Die anfängliche Tilgungsquote hat mit einem Wert von 2,6 Prozent einen neuen Höchststand erreicht (Dr. Klein, 2014b).

Neben der fundamentalen Bewertung spielen die Änderungen in der Finanzierung eine wichtige Rolle bei der Identifikation von spekulativen Blasen. Schließlich weist Stiglitz (1990) zu Recht darauf hin, dass der Aufbau einer spekulativen Blase dadurch gekennzeichnet ist, dass die Investoren ihre Motivation ändern. Anstatt auf eine Nutzung oder Rendite aus der Bewirtschaftung zu setzen, ist das Hauptmotiv die erwartete Wertsteigerung. Dies wird in der Regel durch eine stärkere Kreditaufnahme begleitet, da hierüber die Rendite gehebelt werden kann. Die konstante Eigenkapitalquote und die hohe Anfangstilgung legen jedoch nahe, dass in Deutschland im Durchschnitt immer noch langfristige Motive überwiegen.

Insgesamt ist die Gefahr einer spekulativen Blase damit als sehr gering einzustufen und auch für den Fall einer plötzlichen Zinserhöhung ist der Markt gut gerüstet. Da der Immobilienmarkt jedoch durch Erwartungen getrieben ist, sollte die weitere Entwicklung sorgfältig geprüft werden. Schließlich können sich spekulative Blasen auch auf Basis ursprünglich fundamental gerechtfertigter Preisbewegungen entwickeln, wenn die Erwartungen irrational optimistisch werden (Shiller, 2005). Vor allem der Markt in Bayern sollte sorgsam beobachtet werden, da hier die Wohnimmobilien auch in Relation zu anderen Teilmärkten besonders stark bewertet werden.

Literatur

BMF – Bundesministerium der Finanzen, 2014, Entwicklung der Steuer- und Abgabenquoten, <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Monatsberichte/2014/10/Inhalte/KapiKap-5-Statistiken/5-1-11-entwicklung-der-steuer-und-abgabequoten.html> [28.1.2014]

Browne, Frank / Conefrey, Thomas / Kennedy, Gerard, 2013, Understanding Irish house price movements – a user cost of capital approach, Central Bank of Ireland, Research Technical Paper, Nr. 04/RT/13, Dublin

Brügelmann, Ralph / Clamor, Tim / Voigtländer, Michael, 2013, Abschreibungsbedingungen für den Mietwohnungsneubau, in: IW-Trends, 40. Jg., Nr. 2, S. 63–79

Demary, Markus / Matthes, Jürgen 2014, Das aktuelle Niedrigzinsumfeld: Ursachen, Wirkungen und Auswege, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Studie für den Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., Köln

Deutsche Bundesbank, 2013, Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit dem Jahr 2010: Einflussfaktoren und regionale Abhängigkeiten, in: Monatsbericht, Nr. 10, S. 13–30

Deutsche Bundesbank, 2014, Zeitreihen-Datenbanken. Makroökonomische Zeitreihen – Effektivzinssätze Banken DE / Neugeschäft / Wohnungsbaukredite an private Haushalte, anfängliche Zinsbindung über 5 bis 10 Jahre, http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_list_node.html?listId=www_s11b_ph3 [13.1.2014]

Dr. Klein, 2014a, Datenanfrage zu Indikatoren der Immobilienfinanzierung, <http://www.drklein.de/> [4.4.2014]

Dr. Klein, 2014b, DTB: Durchschnittlicher Tilgungssatz für Baufinanzierungen steigt weiter an. Dr. Klein Trendindikator Baufinanzierung 11/2014, Pressemitteilung 11/2014, Lübeck, <http://www.drklein.de/presse-mitteilungen-aktuell/news/dr-klein-trendindikator-baufinanzierung-112014-durchschnittlicher-tilgungssatz-fuer-baufinanzieru.html> [28.1.2015]

F+B – Forschung und Beratung, 2014, F+B-Marktmonitor 2014, Hamburg

Henger, Ralph / Schier, Michael / Voigtländer, Michael, 2014, Wohnungsleerstand. Eine wirtschaftspolitische Herausforderung, IW-Positionen, Nr. 62, Köln

Himmelberg, Charles / Mayer, Christopher / Sinai, Todd, 2005, Assessing high house prices. Bubbles, fundamentals and misperceptions, in: Journal of Economic Perspectives, 19. Jg., Nr. 4, S. 67–92

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

Kholodilin, Konstantin A. / Michelsen, Claus / Ulbricht, Dirk, 2014, Speculative Price Bubbles in Urban Housing Markets in Germany, in: DIW Discussion Paper, Nr. 1417, Berlin

Poterba, James M., 1984, Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach, in: The Quarterly Journal of Economics, 99. Jg., Nr. 4, S. 729–752

Schier, Michael / Voigtländer, Michael, 2014, Mieten oder Kaufen – Eine Analyse für die deutschen Kreise, in: IW-Trends, 41. Jg., Nr. 2, S. 15–28

Shiller, Robert J., 2005, Irrational exuberance, Princeton, NJ.

Stiglitz, Joseph E., 1990, Symposium on bubbles, in: The Journal of Economic Perspectives, 4. Jg., Nr. 2, S. 13–18

vdp – Verband deutscher Pfandbriefbanken, 2014, vdp Immobilienpreis Index, Berlin

Real Estate Prices – Are Developments on the German Housing Market Still Fundamentally Justified?

Over the last few years residential real estate prices in Germany have soared, especially in the metropolises of Munich and Berlin. This development has provoked concerns that speculation is creating a housing bubble in Germany similar to those in Spain and the United Kingdom. With the help of the User cost of Housing Approach it can be shown, however, that in most counties in Germany the current price trend is still fundamentally justified. Though in some cases dramatic, the increases are the result of property prices making up lost ground, having largely stagnated or even fallen prior to 2008. A sudden reversal of the current low interest rate policy would only trigger the slight need for correction typical of a speculative bubble. Were it to endure, however, such a policy would run the risk of changing future behaviour patterns.

IW-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 42. Jahrgang, Heft 1/2015; ISSN 0941-6838 (Printversion); ISSN 1864-810X (Onlineversion). Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie über lizenzen@iwkoeln.de, die erforderlichen Rechte für elektronische Pressepiegel unter www.pressemonitor.de © 2015, IW Medien GmbH, Köln; DOI: 10.2373/1864-810X.15-01-04