



IW-Trends 1/2022

Aktuelle Risikoanalyse für die Wohnimmobilienfinanzierung in Deutschland

Michael Voigtländer / Jonas Zdrzalek

Vorabversion aus: IW-Trends, 49. Jg. Nr. 1
Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln e. V.

Verantwortliche Redakteure:
Prof. Dr. Michael Grömling, Telefon: 0221 4981-776
Holger Schäfer, Telefon: 030 27877-124
groemling@iwkoeln.de · schaefer.holger@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.

ISSN 0941-6838 (Printversion)
ISSN 1864-810X (Onlineversion)

© 2022 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

Aktuelle Risikoanalyse für die Wohnimmobilienfinanzierung in Deutschland

Michael Voigtländer / Jonas Zdrzalek, März 2022

Zusammenfassung

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht beobachtet die Vergabe von Wohnimmobilienkrediten kritisch und verlangt zur Eindämmung möglicher Risiken ab dem Jahr 2023 eine stärkere Eigenkapitalunterlegung der Banken. In diesem Beitrag wird untersucht, inwiefern sich die Risiken der Wohnimmobilienfinanzierung tatsächlich erhöht haben. Hierzu wird sowohl die Entwicklung der Kreditvolumina insgesamt bewertet als auch die Entwicklungen bei den Kreditprodukten. Das Kreditvolumen für Wohnungskäufe ist zwar insgesamt gestiegen, aber in Relation zu anderen Ländern und der Entwicklung der Immobilienpreise und Zinsen erwartungstreu. In den Jahren zuvor hatte sich die Kreditvergabe sogar unterproportional entwickelt. Bei den Kreditprodukten zeigt sich einerseits eine Zunahme von höheren Fremdkapitalquoten, andererseits aber gibt es höhere Tilgungssätze und längere Sollzinsbindungen. Eine Risikoanalyse für die Anschlussfinanzierungen lässt erkennen, dass die Zinsrisiken über die Jahre zwar gestiegen, aber insgesamt noch moderat sind. Auffällig ist jedoch der hohe Anteil von Darlehen mit einem Beleihungsauslauf von mehr als 100 Prozent. Hier sollten die Banken auf eine ausreichende Mindesttilgung achten. Allerdings zeigen sich hier auch die vorhandenen Datenlücken, denn weder das Alter der Kreditnehmer noch zusätzliche Sicherheiten werden in den vorhandenen Daten erfasst.

Stichwörter: Immobilienpreise, Wohnimmobilienkredite, Finanzmarktstabilität

JEL-Klassifikation: E44, G21, R21

DOI: 10.2373/1864-810X.22-01-05

Sorgen um die Finanzmarktstabilität

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat Anfang 2022 verkündet, dass Banken ab 2023 Wohnimmobilienkredite mit mehr Eigenkapital unterlegen müssen. Konkret ist beabsichtigt, den „antizyklischen Kapitalpuffer auf 0,75 Prozent der risikogewichteten Aktiva auf inländische Risikopositionen festzusetzen und einen sektoralen Systemrisikopuffer von 2,0 Prozent der risikogewichteten Aktiva auf mit Wohnimmobilien besicherte Kredite einzuführen“ (BaFin, 2022). Damit reagiert die BaFin auf aus ihrer Sicht ansteigende Risiken für die Finanzmarktstabilität aufgrund der anhaltenden Preissteigerungen am deutschen Wohnimmobilienmarkt. Auch der Ausschuss für Finanzstabilität (Deutsche Bundesbank, 2021) äußerte im Dezember 2021 die Befürchtung, dass die Finanzmarktstabilität angesichts steigender Risiken in der Wohnimmobilienfinanzierung gefährdet sein kann. Weitere Schritte, etwa die Einführung von Obergrenzen für den Beleihungsauslauf (Verhältnis des Fremdkapitals zum Kaufpreis), behält sich die BaFin ausdrücklich vor.

Die konkreten Auswirkungen der Einführung eines sektoralen Risikokapitalpuffers in der Wohnimmobilienfinanzierung sind schwer zu quantifizieren. Banken müssen mehr Eigenkapital nachweisen, das knapp ist, und sie verfügen in sehr unterschiedlichem Maß über Eigenkapital. Zudem ist der Wettbewerb in der Wohnimmobilienfinanzierung intensiv, was die Auswirkungen auf das Zinsniveau begrenzen wird. Allerdings wird aufgrund inflationärer Tendenzen ohnehin eine Zinserhöhung erwartet, die zusätzlich zu der Maßnahme der BaFin die Zinsbelastung für Haushalte steigern wird (Feld/Hirsch, 2022). Wichtiger noch als die konkrete Wirkung der Maßnahmen ist die Frage, ob steigende Risiken in der Wohnimmobilienfinanzierung in Deutschland vorliegen, die wiederum Eingriffe rechtfertigen.

Das Institut der deutschen Wirtschaft (IW) hat bereits 2016 die Risiken in der deutschen Wohnimmobilienfinanzierung untersucht (Bendel/Voigtländer, 2016). Diese Analyse wird im Folgenden aktualisiert. Zentral werden zwei Fragen adressiert:

- Kann die Entwicklung der Kreditvergabe angesichts der Entwicklungen der Zinsen und Immobilienpreise noch als angemessen bewertet werden?
- Inwiefern geben die Entwicklung und Ausgestaltung der Kreditprodukte aktuell Anlass zur Sorge?

Bevor diese beiden zentralen Fragen beantwortet werden, wird zunächst der Zusammenhang von Wohnimmobilienmarkt, Immobilienfinanzierung und der Finanzmarktstabilität dargestellt.

Finanzmarktstabilität und Wohnimmobilienfinanzierung

Spätestens seit der globalen Finanzmarktkrise sind die Öffentlichkeit, aber vor allem Zentralbanken und Aufsichtsbehörden für die besondere Bedeutung der Immobilienfinanzierung für die Finanzstabilität sensibilisiert. Der US-Immobilienmarkt erlebte seit Mitte der 1990er Jahre einen Boom, der auf niedrigen Zinsen, einem starken Arbeitsmarkt und starker Zuwanderung basierte. US-Banken vergaben bereitwillig Kredite an Haushalte mit geringer Bonität, da sie die daraus entstehenden Forderungen am Kapitalmarkt über Verbriefungen, sogenannte Mortgage-backed Securities, weiterverkaufen konnten. Als Mitte der 2000er Jahre die US-Notenbank aufgrund zunehmender Inflations Sorgen die Leitzinsen erhöhte, stiegen bei vielen Haushalten die Kreditbelastungen so stark an, dass sie in Zahlungsverzug gerieten (Kiff/Mills, 2007). Daraus resultierten Zwangsverkäufe, die einerseits zu einem plötzlichen Anstieg des Angebots am Immobilienmarkt, andererseits zu größeren Unsicherheiten am Wohnungsmarkt führten. Dies setzte einen Einbruch der Immobilienpreise in Gang, der aufgrund der notwendigen Abschreibungen auch viele Banken in Insolvenzgefahr brachte, was schließlich eine Kettenreaktion im internationalen Bankensystem verursachte (Akerlof/Shiller, 2010).

Die damalige Lage in den USA erinnert derzeit Beobachter an die Lage hierzulande. So sind auch in Deutschland die Immobilienpreise über einen längeren Zeitraum stark gestiegen. Dafür können ebenfalls ein expandierender Arbeitsmarkt, die Zuwanderung und eine starke Reduktion der Zinsen als Gründe genannt werden. Gleichwohl gibt es wichtige Unterschiede in der Immobilienfinanzierung. Ein Verkauf der Kredite am Kapitalmarkt über Verbriefungen ist in Deutschland unüblich, die Kredite bleiben vielmehr in den Bilanzen der Banken. Außerdem sind variable Darlehen, wie sie vor allem an die Kunden mit niedriger Bonität (Subprime-Kunden) in den USA vergeben wurden (Mian/Sufi, 2010), in Deutschland unüblich. Einen plötzlichen Anstieg der Kreditbelastungen kann es in Deutschland nur nach dem Ende der Zinsbindungsfristen geben und damit nicht auf breiter Front wie in den USA. Generell gilt das deutsche Immobilienfinanzierungssystem als deutlich resilienter (Voigtländer, 2014).

Dennoch gilt es, die Entwicklungen bei der Immobilienfinanzierung kontinuierlich zu beobachten, um Risiken adäquat beurteilen zu können. Dafür muss abgegrenzt werden, wodurch Risiken für die Finanzstabilität entstehen. Ganz grundsätzlich entstehen sie für Banken, wenn Immobilienkreditzahlungen nicht mehr geleistet werden können, die Immobilien bei einer notwendigen Veräußerung unterhalb des Restkreditbetrags verkauft werden müssen und der Kreditnehmer aufgrund seiner Überschuldung nicht in der Lage ist, den notwendigen Differenzbetrag auszugleichen. Somit müssen zwei Voraussetzungen erfüllt sein, um Ausfälle bei Banken zu induzieren: ein Anstieg der Kreditbelastung und ein Preisverfall bei den Immobilien.

Ein kurzfristiger Preisverfall droht immer dann, wenn sich die Preisentwicklung aufgrund zu optimistischer Erwartungen von fundamentalen Faktoren entfernt (Stiglitz, 1990, 13): „... 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.“ Insofern ist es zielführend für die Finanzmarktstabilität, wenn Zentralbanken und Aufsichtsbehörden den Wohnungsmarkt sorgsam beobachten und vor aufkommenden spekulativen Blasen warnen. Zudem ist gerade eine sehr expansive Kreditvergabe ein mögliches Anzeichen für eine spekulative Blase, schließlich erlaubt ein höherer Fremdkapitaleinsatz den Kauf von mehreren oder höherpreisigen Immobilien, sodass bei gegebenem Eigenkapital Gewinne gehebelt werden können.

Ein Preisverfall geht mit einer Belastung der Banken einher, wenn die Kreditnehmer die Immobilie verkaufen und sie selbst überschuldet sind. Dies wird dann zutreffen, wenn ihre Kreditbelastung deutlich ansteigt, entweder aufgrund eines absoluten Anstiegs der Kreditkosten oder aufgrund eines Einkommensverlusts. Die Kombination eines Preisverfalls von Wohnimmobilien mit einem Einkommensverlust zahlreicher Haushalte kann wiederum die Folge eines sehr starken konjunkturellen Einbruchs sein. In einer solchen Situation ist ein Gegensteuern des Staates realistisch. Gerade die Corona-Pandemie hat verdeutlicht, dass der Staat die Auswirkungen einer konjunkturellen Krise durch Einkommenstransfers und die Unterstützung von Unternehmen entscheidend dämpfen kann (SVR, 2021). Die Corona-Pandemie zeigt auch, dass Immobilienpreise auf kurzfristige konjunkturelle Schwankungen nicht unbedingt reagieren.

Entscheidend ist daher die Erhöhung der Kreditbelastungsquote. Sie steigt an, wenn nach auslaufender Zinsbindung die anschließende Zinshöhe so stark ansteigt, dass die zu zahlende Rate trotz geringerer Restschuld (aufgrund geleisteter Tilgungen) höher ist. Zudem muss die Restschuld oberhalb des Immobilienwerts liegen – ansonsten könnte die Bank die Verbindlichkeiten durch den Verkauf der Immobilie decken. Diese Überlegungen geben die weiteren Analyseschritte vor:

- In einem ersten Schritt wird die Entwicklung der Kreditvergabe allgemein und vor allem im Verhältnis zu den Zinsen und Immobilienpreisen analysiert.
- In einem zweiten Schritt werden die Kreditprodukte genauer betrachtet, also die Entwicklung der Fremdkapitalquoten, der Anfangstilgungen, der Zinsbindungsfristen und deren Kombination.

Entwicklung des Kreditvolumens in Deutschland

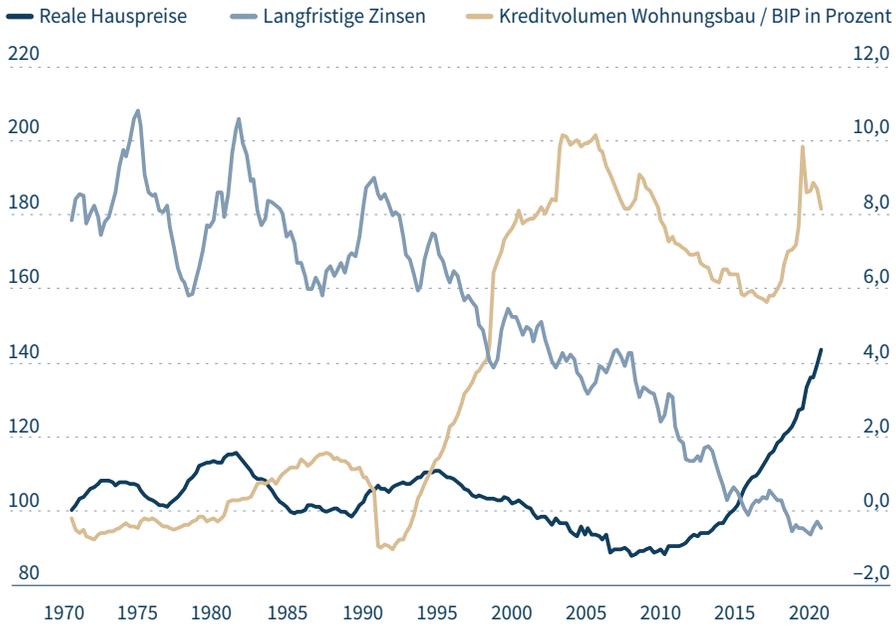
Ein starker Anstieg des Kreditvolumens für Wohnungskäufe kann ein Indikator für spekulative Tendenzen am Wohnungsmarkt sein. Dies kann sowohl auf Veränderungen im Anlageverhalten als auch auf eine zu laxen Kreditvergabe hinweisen. Allerdings ist ein Anstieg des Kreditvolumens an sich kein ausreichender Indikator. Steigen die Immobilienpreise, dann ist eine Zunahme des Kreditvolumens nachvollziehbar, weil sich ebenfalls der Wert der Sicherheiten erhöht. Auch bei niedrigeren Zinsen ist ein Anstieg plausibel, da die Kreditaufnahme günstiger wird. Das gilt auch bei steigenden Einkommen, denn die Haushalte gewinnen zusätzlichen Spielraum für die Aufnahme und Bedienung des Kredits. Für eine erste Einordnung zeigt Abbildung 1 die Entwicklung der realen Hauspreise, die Entwicklung der langfristigen Zinsen (Rendite für langfristige Staatspapiere) und das Verhältnis des Kreditvolumens zum nominalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Prozent. Demnach fallen die langfristigen Zinsen kontinuierlich seit Anfang der 1990er Jahre. Die Hauspreise gingen zunächst seit Mitte der 1990er Jahre zurück. Nach der Wiedervereinigung kam es zu einem Überschießen der Immobilienpreise aufgrund zu optimistischer Erwartungen. Zudem wurden weit über den Bedarf hinaus neue Wohnungen gebaut, allein 1994 waren es über 600.000. In der Folge dieses Überangebots kam es über einen längeren Zeitraum zu realen Hauspreissenkungen.

Interessant ist vor allem die Entwicklung des Verhältnisses von Kreditvolumen zum BIP. Nach der Wiedervereinigung gab es ein schnelles Wachstum des Kreditvolu-

Immobilienpreise, Zinsen und Immobilienkredite in Deutschland

Abbildung 1

Entwicklung von Immobilienpreisen und des Verhältnisses von Kreditvolumen für Wohnungskäufe zum nominalen BIP mit Basis 1970 = 100 (linke Skala) sowie der langfristigen Zinsen (für Staatsanleihen) (rechte Skala)



Quellen: OECD; Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 1: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/nnbwJF3gR77zbXR>

mens, wodurch die Relation zum BIP deutlich gestiegen ist. Anfang der 2000er Jahre kam es zu einem sehr schwachen Wirtschaftswachstum, was ebenfalls zu einer steigenden Relation beigetragen hat. Ab Mitte der 2000er Jahre geht die Relation zurück und diese Entwicklung setzt sich trotz der nach der Finanzmarktkrise wieder anziehenden Hauspreise bis Mitte der 2010er Jahre fort. Dies ist insbesondere bemerkenswert, als mit den steigenden Hauspreisen höhere Kreditvolumina einhergehen. Die Daten zu den Tilgungen (s. unten ausführlich) zeigen, dass die niedrigeren Zinsen vor allem für höhere Tilgungssätze genutzt wurden, sodass die Kreditvolumina weniger stark gewachsen sind. Erst ab dem Jahr 2018 steigt die Relation wieder, wobei der Sprung im Krisenjahr 2020 vor allem auf den starken Einbruch des BIP zurückzuführen ist. Die Entwicklung des Kreditvolumens hat sich in dieser Zeit lediglich fortgesetzt. Die Corona-Pandemie hat besonders die personennahen Dienstleistungsbranchen und die Industrie getroffen, der Wohnungs-

markt war von den Einbrüchen nicht betroffen. Damit kann der Anstieg der Relation im Jahr 2020 nur eingeschränkt beurteilt werden. Zudem ist die Relation schnell gesunken, als sich das BIP nach dem ersten Lockdown wieder erholte.

Panel-Schätzung zur Erklärung des Kreditvolumens

Aufgrund des Schocks der Corona-Pandemie auf das BIP lässt sich das empirische Modell, das von Bendel und Voigtländer (2016) genutzt wurde, nicht erneut anwenden, da der sprunghafte Anstieg der Kreditvolumen-BIP-Relation die Ergebnisse verzerrt. Im Jahr 2016 konnte das Modell zeigen, dass die Kreditvergabe in Deutschland unterproportional zur Entwicklung der Zinsen und Immobilienpreise verlief. Im Gegensatz zu der bisherigen Methode wird die Entwicklung im vorliegenden Beitrag international eingeordnet. Hierzu wurde ein Panel-Modell mit 13 westeuropäischen Ländern geschätzt, die grundsätzlich mit Deutschland vergleichbar sind. Als erklärende Variable wurde die Relation aus Kreditvolumen und BIP gewählt sowie als unabhängige Variablen der Index der Hauspreise und der reale langfristige Zins. Daten zum Kreditvolumen für Wohnungskäufe stammen von der Europäischen Zentralbank (EZB), alle anderen Daten von der OECD. Zusätzlich wurden „time-fixed effects“ und „country-fixed effects“ berücksichtigt. Betrachtet wurde der Zeitraum erstes Quartal 2003 bis drittes Quartal 2021. Alle Variablen sind hochsignifikant auf dem 1-Prozent-Niveau.

Das erste wichtige Resultat des Panel-Modells ist, dass die Relation aus Kreditvolumen und BIP in Deutschland nicht besonders hoch ist. Dies zeigen die „country-fixed effects“, die das Niveau dieser Relation bereinigt um den Effekt der Immobilienpreise und Zinsen darstellen. Deutschland befindet sich im internationalen Mittelfeld. Das Modell wurde zusätzlich für die beiden Zeiträume 2003 bis 2011 und 2011 bis 2021 separat geschätzt. Hier zeigt sich, dass die „country-fixed effects“ im zweiten Zeitraum deutlich höher sind als im ersten Zeitraum. Das Niveau dieser Relation ist somit unabhängig von der Preis- und Zinsentwicklung gestiegen. Dies ist insofern auffallend, als nach der Finanzmarktkrise die Regulierung der Immobilienfinanzierung angezogen hat (BIS, 2016). Allerdings ist zu bedenken, dass in vielen Ländern das Wirtschaftswachstum nach der Finanzmarktkrise unterdurchschnittlich war und Kredite nur verzögert zurückgezahlt werden konnten. Beides führt zu einer höheren Relation des Kreditvolumens zum BIP. In beiden Zeitperioden ist der „country-fixed effect“ aber für Deutschland durchschnittlich und damit

unauffällig. Jeweils den mit Abstand stärksten „country-fixed effect“ weist Dänemark auf, das ein besonderes Immobilienfinanzierungssystem hat (EZB, 2009).

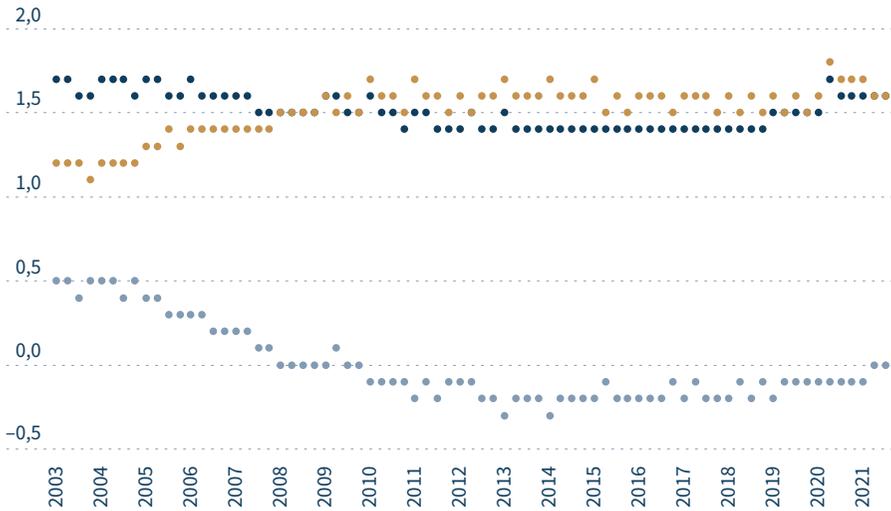
Wichtiger als die „country-fixed effects“ ist die Analyse der Residuen mit Blick auf Deutschland. Abbildung 2 zeigt die Ergebnisse des Modells für Deutschland und die tatsächlichen Relationen von Kreditvolumen zum BIP. Die Differenz zwischen den geschätzten und tatsächlichen Ergebnissen sind die Residuen. Für den Zeitraum 2003 bis 2008 unterschätzt das Modell die zu erklärende Relation. Die Relation war also höher als unter Berücksichtigung der Preis- und Zinsentwicklung zu erwarten war. Wie schon erwähnt ist dies eine Folge des Überschießens des Wohnungsmarktes nach der Wiedervereinigung. Nach der Finanzmarktkrise war die Relation gemessen an der Entwicklung von Zinsen und Preisen eher zu gering. Dies zeigte bereits die Risikoanalyse von Bendel und Voigtländer (2016). Am aktuellen Rand

Entwicklung des Immobilienkreditvolumens in Deutschland – Modell und Realität

Abbildung 2

Ergebnisse eines Panel-Modells mit dem Kreditvolumen für Wohnungskäufe in Relation zum BIP als zu erklärende Variable¹⁾

■ Realität ■ Modell ■ Residuen



1) Determinanten: Index der Hauspreise und der reale Langfristzins. Modellergebnisse: braune Punkte; tatsächliche Relation: blaue Punkte; Differenz (Residuen): blaugraue Punkte.
Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 2: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/nRwji8XrHYASj7A>

ergibt sich eine große Übereinstimmung zwischen dem Modell und den tatsächlichen Ergebnissen. Die Entwicklung des Kreditvolumens im Verhältnis zum BIP entspricht den Erwartungen angesichts der Erfahrungen in anderen Ländern und der Entwicklung der Immobilienpreise und Zinsen. Ein Überschießen der Kreditvergabe ist folglich nicht festzustellen.

Entwicklung der Kreditprodukte

Die Finanzstabilität hängt weniger vom Kreditvolumen insgesamt als vielmehr davon ab, ob Haushalte aufgrund von Überlastungen ihre Kredite nicht mehr bedienen können und ob bei einer anschließenden Zwangsvollstreckung ein Immobilienpreis unterhalb der Restschulden erzielt wird. Es gilt: Je kurzfristiger die Zinsbindungen sind, je weniger getilgt wird und je höher der Beleihungsauslauf ist, desto größer sind die Risiken für das Bankensystem.

Trotz der besonderen Bedeutung der Ausgestaltung der Kreditprodukte gibt es in Deutschland bislang keine amtlichen Daten, welche die Kreditusancen nach Haushalten und deren Einkommen erfassen. Eine solche Datenbasis wird derzeit erst von der Deutschen Bundesbank (2021) aufgebaut, bislang werden nur Daten zu Zinsbindungen ausgewiesen. Allerdings gibt es zwei private Institutionen, die Daten zu Kreditprodukten erheben und die diese Daten für die vorliegende Studie zur Verfügung gestellt haben:

- Der Verband deutscher Pfandbriefbanken (vdp) sammelt von seinen Mitgliedsunternehmen regelmäßig Daten zu Kreditprodukten und den Einkommen der Kunden (Hofer, 2021). Diese Unternehmen umfassen dabei die meisten Großbanken und viele auf Immobilienfinanzierungen spezialisierte Banken.
- Die Transaktionsplattform für Immobilienfinanzierungen Europace liefert Daten zu den über die Plattform vermittelten Immobilienfinanzierungen. Über die Europace-Plattform werden etwa 20 Prozent aller Wohnungsbaufinanzierungen in Deutschland vermittelt.

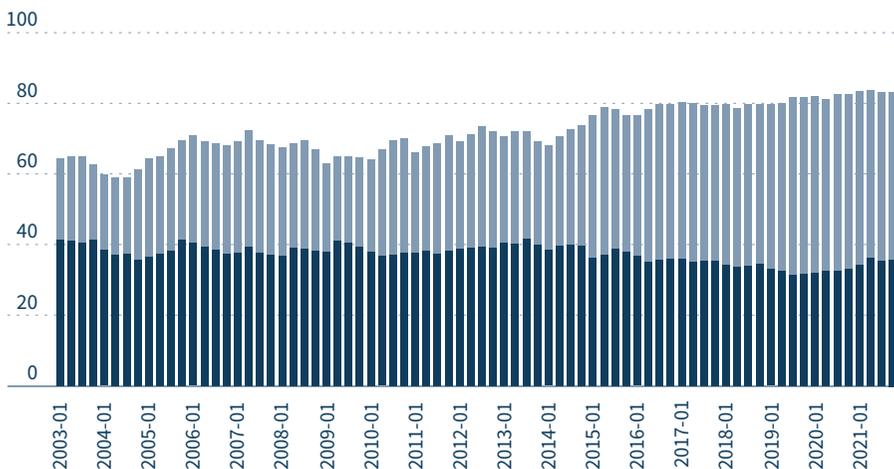
Abbildung 3 zeigt die Entwicklung der Zinsbindungsfristen in Deutschland. Lange Zinsbindungen geben den Kreditnehmern eine hohe Planungssicherheit, denn eine mögliche Erhöhung der monatlichen Kreditbelastung ist erst nach Ablauf der Zinsbindung möglich. Wie sich zeigt, sind die Anteile langfristiger Zinsbindungen

Zinsbindung in Deutschland

Abbildung 3

Anteile der Immobilienkredite nach ihrer Zinsbindung in Prozent¹⁾

■ Mehr als 5 bis 10 Jahre ■ Mehr als 10 Jahre



1) Rest zu 100: Kredite unter 5 Jahre.

Quellen: Deutsche Bundesbank; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 3: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/JrD6Jmt4wkNdxS8>

deutlich angestiegen, vor allem gibt es eine langfristige Verschiebung zu Zinsbindungen von mehr als zehn Jahren. Im Oktober 2021 hatte fast die Hälfte der Wohnungskredite eine Zinsbindung von mehr als zehn Jahren, im Oktober 2010 war es nur knapp ein Drittel. Kredite mit einer Zinsbindung von weniger als fünf Jahren hatten im Oktober 2021 einen Marktanteil von rund 17 Prozent. Variable Darlehen, die zu einem starken Anstieg der Kreditbelastungen in den USA im Vorfeld der Finanzmarktkrise beitrugen, kommen in Deutschland lediglich auf einen Anteil von 10 Prozent bei den Neuabschlüssen. Betrachtet man nur den Bestand der Kredite, liegt der Anteil bei unter 1 Prozent. Diese Darlehen werden in der Regel zur Zwischenfinanzierung eingesetzt, also wenn etwa eine Immobilie gekauft wird und diese zumindest zum Teil durch einen noch zu vollziehenden Verkauf einer anderen Immobilie finanziert werden soll.

Bezogen auf die Beleihungsausläufe zeigt sich insgesamt ein Anstieg hoher Beleihungsausläufe und damit ein Anstieg der Risiken. Der obere Teil von Abbildung 4 stellt dar, dass es besonders seit 2016 einen Rückgang der Beleihungsausläufe mit

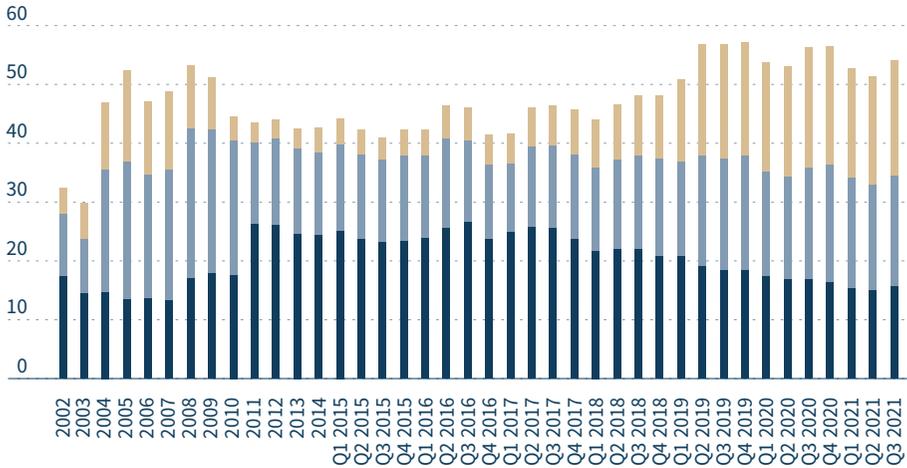
Finanzierungsstrukturen der Wohnungsbaukredite in Deutschland

Abbildung 4

Anteile an allen Wohnungsbaukrediten in Prozent

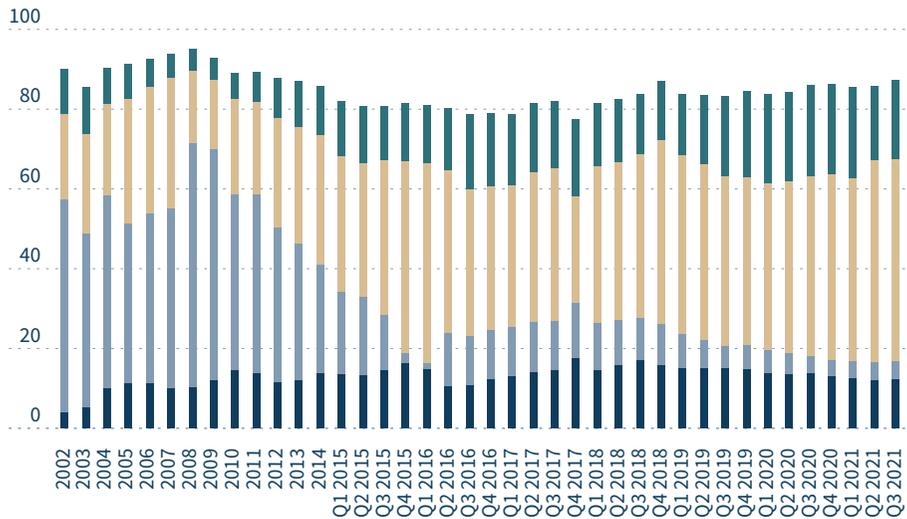
Verteilung nach der Höhe (in Prozent) des Fremdkapitalanteils

■ 81 % – 90 % ■ 91 % – 100 % ■ > 100 %



Verteilung nach dem Prozentsatz der Anfangstilgung

■ 0 % ■ 1 % ■ 2 % ■ 3 %



Quellen: Europace; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 4: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/drxS2KR5bT38n83>

einer Fremdkapitalquote zwischen 80 und 90 Prozent hin zu Fremdkapitalquoten mit 91 bis 100 Prozent gegeben hat. Vor allem der Anteil der Darlehen mit einer Fremdkapitalquote von mehr als 100 Prozent ist gestiegen, nach Daten von Europace waren dies fast 20 Prozent im dritten Quartal 2021. Noch fünf Jahre zuvor lag der Anteil bei nur 5 Prozent. Wie Gespräche mit Bankenvertretern verdeutlicht haben, liegen bei Finanzierungsquoten von 100 Prozent und mehr oftmals andere Sicherheiten vor, etwa Immobilieneigentum der Eltern oder Lebensversicherungen. Diese zusätzlichen Sicherheiten werden in den Statistiken jedoch nicht erfasst. Bei knapp 46 Prozent der Darlehen liegt der Fremdkapitalanteil aber immer noch bei 80 Prozent und weniger.

Im Gegenzug zu den gestiegenen Beleihungsausläufen sind auch die Tilgungssätze gestiegen (Abbildung 4, unterer Teil). Noch im Jahr 2009 wählten nach Daten von Europace fast 58 Prozent der Haushalte einen Anfangstilgungssatz von 1 Prozent. Seitdem hat sich das Gewicht deutlich in Richtung von Tilgungssätzen von 2 oder 3 Prozent entwickelt. Im dritten Quartal 2021 lag der Anteil der Darlehen mit einer Anfangstilgung von 2 Prozent bei leicht über 50 Prozent, der Anteil mit 3 Prozent bei knapp 20 Prozent. Bei knapp 13 Prozent betrug die Anfangstilgung 4 Prozent oder mehr. Somit nutzen die Haushalte zunehmend die deutlich gefallenen Zinsen, um mehr zu tilgen. Relativ konstant ist im Zeitablauf der Anteil der tilgungsfreien Darlehen, dieser lag im dritten Quartal 2021 bei 12,3 Prozent. Tilgungsfreiheit in den ersten fünf Jahren bietet vor allem die staatliche Förderbank Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) an, auf die ein Großteil dieser Kredite entfallen dürfte, ansonsten sind tilgungsfreie Darlehen eher ungewöhnlich in Deutschland. Zu beachten ist allerdings, dass Tilgungsersatzprodukte, zum Beispiel Bausparverträge, in den Statistiken nicht erfasst werden.

Risiken bei der Anschlussfinanzierung

Es gibt also unterschiedliche Trends in der Immobilienfinanzierung in Deutschland: Zum einen steigen Sollzinsbindungen und Anfangstilgungen, im Gegenzug verringert sich die Eigenkapitalquote der Käufer – zumindest bis zum Jahr 2019. Um diese Entwicklung einordnen zu können, wird im Folgenden auf Basis durchschnittlicher Finanzierungen geprüft, ob es bei Anschlussfinanzierungen zu Überlastungen kommen kann. Hierzu werden Daten des vdp genutzt, der zusätzlich zu den durchschnittlichen Fremdkapitalquoten, Tilgungssätzen und Sollzinsbindungen auch

die Einkommen der Kreditnehmer ausweist. Allerdings werden die Daten nur alle zwei Jahre erhoben. Die Tabelle zeigt die Daten, die in die weitere Berechnung einfließen. Die Daten des vdp unterstützen die Ergebnisse auf Basis der Daten von Europace und es sind die gleichen Trends ablesbar. Aufschlussreich ist darüber hinaus das Durchschnittseinkommen der Haushalte, das kontinuierlich angestiegen ist. Besonders zwischen 2019 und 2021 gab es einen deutlichen Sprung bei den Einkommen der Kreditnehmer um insgesamt 11,6 Prozent. Dies liefert ein Indiz dafür, dass zunehmend Haushalte mittlerer Einkommensschichten kein Eigentum mehr erwerben, vermutlich aufgrund fehlenden Eigenkapitals (Sagner/Voigtländer, 2021a). Die Kreditbelastungsquote war aufgrund fallender Zinsen und steigender Einkommen trotz höherer Fremdkapitalquoten und steigender Kreditsummen seit 2009 zunächst gefallen, erst seit 2017 gab es wieder einen Anstieg. Im Jahr 2021 lag die durchschnittliche Kreditbelastungsquote bei 24,9 Prozent, also unter dem Niveau von 2009. Zum Vergleich: Mieter geben in Deutschland durchschnittlich 27,4 Prozent für die Nettokaltmiete aus.

Um die Risiken beurteilen zu können, wird im Folgenden ermittelt, wie hoch der Zins nach der Zinsbindung steigen dürfte, ohne dass die Haushalte absolut stärker belastet sind als zum Zeitpunkt des Kreditabschlusses. Es wird dabei kein Anstieg der Haushaltseinkommen berücksichtigt, was eine sehr vorsichtige Annahme darstellt. Außerdem wird unterstellt, dass der Kredit innerhalb von 30 Jahren getilgt werden soll. Es wird angenommen, dass die Anfangstilgung über die gesamte Zeit

Immobilienfinanzierungsmodalitäten in Deutschland

Tabelle

		2009	2012	2015	2017	2019	2021
Kaufpreis ¹⁾	Euro	219.000	242.000	274.000	305.000	339.000	422.000
Einkommen ²⁾	Euro	3.600	3.900	3.900	4.100	4.300	4.800
Fremdmittel	Euro	168.000	182.000	209.000	240.000	277.000	338.000
Fremdmittelanteil	%	76,7	75,2	76,3	78,7	81,7	80,1
Zinssatz	%	4,7	3,5	1,8	1,9	1,8	1,2
Anfangstilgung	%	1,85	2,32	3,12	3,23	3,01	3,04
Monatliche Belastung	Euro	900	900	900	1.000	1.100	1.200
Kreditbelastungsquote	%	25,5	22,5	22,0	24,8	25,9	24,9
Zinsfestschreibung	Jahre	10	12	13	14	15	14

1) Ohne Erwerbsnebenkosten. 2) Verfügbares Haushaltseinkommen pro Monat.
Quellen: vdp; Institut der deutschen Wirtschaft

Tabelle: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/sg9M3zK9nxAr9mN>

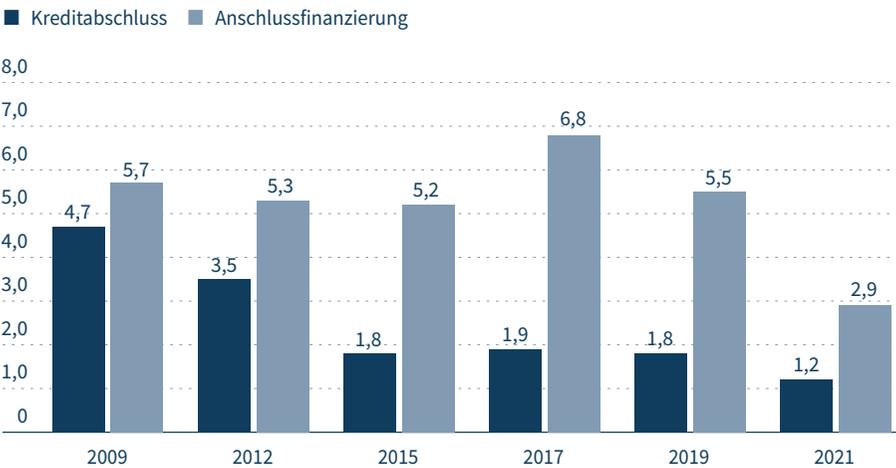
der Zinsbindung gilt, von Sondertilgungen oder Tilgungssatzveränderungen wird also abstrahiert.

Demnach konnte ein durchschnittlicher Haushalt, der im Jahr 2021 einen Immobilienkredit abgeschlossen hat, den Kauf zu einem Zinssatz von 1,21 Prozent tätigen (Abbildung 5). Nach der durchschnittlichen Sollzinsbindung von 14 Jahren und einer durchschnittlichen Tilgung von 3,04 Prozent beträgt die Restschuld am Ende der Zinsbindung 43 Prozent des Kaufpreises. Liegt dann der Zins für die Anschlussfinanzierung unter 2,9 Prozent, so liegt die absolute Kreditbelastung aus Zins und Tilgung bei einer Laufzeit von weiteren 16 Jahren unterhalb des Werts bei Kreditabschluss. Die Risiken können für die Haushalte als moderat bewertet werden, zumal keine Einkommenssteigerungen berücksichtigt sind. Für die Banken entsteht nur dann ein Risiko, wenn erstens die Kreditbelastung für den Haushalt nicht mehr tragbar ist und zweitens der Verkaufspreis für die Immobilie nicht ausreicht, die Restschuld zu decken. Dies würde nur dann gelten, wenn der Immobilienpreis um mehr als 50 Prozent seit Kreditabschluss gefallen wäre – selbst bei einem Crash am Immobilienmarkt stellt dies derzeit kein realistisches Szenario dar.

Zinsrisiken bei der Anschlussfinanzierung in Deutschland

Abbildung 5

Zinssatz bei Kreditabschluss und Zinssatz, bei dem die Kreditbelastung in der Anschlussfinanzierung der Kreditbelastung zum Zeitpunkt des Kreditabschlusses entspricht, jeweils in Prozent



Berechnungen basieren auf den Rahmenbedingungen gemäß Tabelle 1.
Quellen: vdp; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 5: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/5wPinyeE3y9s4w6>

Abbildung 5 zeigt gleichwohl, dass die Risiken zumindest gegenüber dem Jahr 2009 gestiegen sind. Vor allem in den Jahren 2015 bis 2019 war der mögliche Spread zwischen dem Abschlusszins und dem Anschlusszins deutlich größer als zuvor. Insgesamt unterstreicht dies eher, wie attraktiv der Immobilienerwerb gerade in den Jahren vor der Corona-Pandemie war (Sagner/Voigtländer, 2021b). Besonders in dieser Phase kompensierten die Zinssenkungen den Preisanstieg mehr als deutlich. Im Jahr 2021 hat sich der Abstand zwischen dem Abschlusszins und „neutralen“ Anschlusszins wieder deutlich vermindert. Er ist im Vergleich zu 2009 aber immer noch hoch.

Angesichts aktuell steigender Zinsen aufgrund insgesamt ansteigender Inflationsraten und höherer Inflationserwartungen, verstärkt durch den Krieg in der Ukraine, erscheint ein Zinssatz von 2,9 Prozent jedoch nicht in weiter Reichweite zu liegen. Die höhere Inflationsrate dürfte sich zum Teil in höheren Arbeitseinkommen niederschlagen, sodass der Zinseffekt auf die Kreditbelastungsquote geringer ausfällt. Insgesamt ist zu beachten, dass bei festgeschriebenen Zinsen die Schuldner infolge von Inflation profitieren können. Insofern dürften gestiegene Zinsen infolge inflationärer Tendenzen keine großen Risiken für Anschlussfinanzierungen verursachen. Ein signifikanter Anstieg der realen Zinsen hingegen erscheint weiter unwahrscheinlich, vor allem aufgrund der demografisch bedingten hohen Sparleistung in den Industrieländern (Demary/Voigtländer, 2018).

Ein besonderes Augenmerk legen die Aufsichtsbehörden auf jene Marktteilnehmer, die sehr hohe Beleihungsausläufe haben. Sowohl auf Basis der Daten von Europace als auch von vdp liegt der Anteil der Haushalte mit einer Fremdkapitalquote von mehr als 100 Prozent bei fast einem Fünftel. Daher wurde für diese Haushalte zusätzlich bestimmt, welche Risiken in der Anschlussfinanzierung bestehen. Nach Angaben des vdp starten Haushalte mit einer Fremdkapitalquote von mehr als 100 Prozent mit einer Anfangstilgung von 2,71 Prozent (2017) bis 2,76 Prozent (2021). Diese differenzierten Daten nach dem Beleihungsauslauf stehen nur für die letzten drei Wellen zur Verfügung. Die Sollzinsbindung wurde wie im Durchschnitt unterstellt und als Fremdkapitalquote wurden 105 Prozent angenommen.

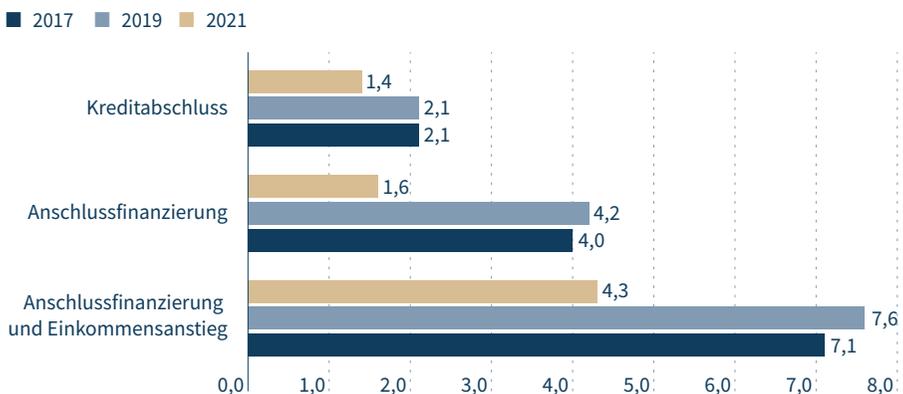
Wie zu erwarten war, sind hier die Risiken deutlich höher (Abbildung 6). Damit die absoluten Kreditkosten nach der Anschlussfinanzierung konstant bleiben, darf der

Anschlusszins nicht höher als 1,6 Prozent ausfallen. Dieser Wert wurde allerdings jüngst bei Hypothekendarlehen mit 10-jähriger Zinsbindung übertroffen. Wie sich auch zeigt, hat sich der neutrale Zins deutlich nach unten bewegt, was insgesamt höhere Risiken andeutet. Jedoch wurde hier ebenso kein zukünftiger Einkommensanstieg unterstellt. Würden die nominalen Einkommen um 1,5 Prozent pro Jahr steigen, dann dürfte auch für Haushalte, die im Jahr 2021 eine 105-Prozent-Finanzierung abgeschlossen haben, die Kreditbelastungsquote konstant bleiben, wenn der Zins nach der Sollzinsbindung auf 4,3 Prozent steigt. Entsprechend können auch die Risiken derzeit als eher moderat bewertet werden. Zu beachten ist allerdings, dass hier eine durchschnittliche Tilgung unterstellt wurde. Bei Tilgungen unter 2 Prozent können sich die Risiken vergrößern. Ohnehin ist es auffallend, dass die durchschnittlichen Tilgungsraten bei hohen Beleihungsausläufen kaum von denen abweichen, die bei niedrigeren Beleihungsausläufen gewählt wurden. Dies kann gegebenenfalls durch das Alter der Haushalte erklärt werden, denn jüngere Haushalte können die Tilgung über einen längeren Zeitraum strecken. Hierzu liegen aktuell keine Daten vor. Sollte das Alter aber nicht signifikant abweichen, können Banken auf entsprechende Mindesttilgungen achten.

Zinsrisiken bei der Anschlussfinanzierung bei hoher Fremdkapitalquote

Abbildung 6

Zinssatz bei Kreditabschluss mit einer Fremdkapitalquote von 105 Prozent und Zinssatz, bei dem die Kreditbelastung in der Anschlussfinanzierung der Kreditbelastung zum Zeitpunkt des Kreditabschlusses entspricht, jeweils in Prozent



Berechnungen basieren auf den Rahmenbedingungen gemäß Tabelle 1.
Quellen: vdp; Institut der deutschen Wirtschaft

Abbildung 6: <http://dl.iwkoeln.de/index.php/s/jTk2jwwpAGtmDLD>

Schlussfolgerungen

Die vorliegende Untersuchung liefert eine Aktualisierung der Studie von Bendel und Voigtländer (2016) zur Risikoprüfung bei der Wohnimmobilienfinanzierung. Demnach haben die Risiken in der Immobilienfinanzierung zugenommen. Im Jahr 2016 wurde festgestellt, dass sich die Kreditvolumina deutlich unterproportional im Vergleich zum Wirtschaftswachstum entwickelt haben. Außerdem zeigt die aktualisierte Sensitivitätsanalyse der Zinsen, dass die Risiken für Haushalte bei der Anschlussfinanzierung höher sind. Zudem ist der Anteil der Finanzierungen mit einer Beleihungsquote von mehr als 100 Prozent gestiegen. Dennoch spricht dies nicht automatisch für eine schärfere Regulierung.

Schließlich zeigen die aktuellen Ergebnisse, dass sich das Kreditvolumen nach wie vor erwartungstreu entwickelt, ein Überschießen der Kreditvergabe ist nicht erkennbar. Selbst wenn die Risiken für Haushalte gestiegen sind, zeigen die Berechnungen jedoch, dass es nicht nur eines erheblichen Preisverfalls bei Immobilien, sondern auch eines deutlichen Rückgangs der Einkommen in Kombination mit erheblichen Zinssteigerungen bedarf, ehe in substanziellem Ausmaß Kredite ausfallen, die wiederum die Banken belasten.

Dabei darf nicht übersehen werden, dass die Verschärfung von Regulierungen auch erhebliche Kosten mit sich bringt. Viele Haushalte in Deutschland schaffen den Sprung ins Wohneigentum nicht, da ihnen das Eigenkapital fehlt (Sagner/Voigtländer, 2021a). Wohneigentum hat jedoch als Bestandteil der Altersvorsorge an Bedeutung gewonnen. Darüber hinaus profitieren Eigentümer aufgrund der Zinsentwicklung insgesamt von geringeren Kosten (Dustmann et. al., 2019). Eine Begrenzung, etwa des Beleihungsauslaufs, würde noch mehr Haushalten die Chance auf Wohneigentum nehmen, ohne dass dies mit einer signifikanten Verbesserung der Finanzstabilität verbunden wäre. Gerade der hohe Anteil von Beleihungen jenseits von 100 Prozent dürfte die Finanzaufsicht beunruhigen. Diese Beleihungen können jedoch durch alternative Sicherheiten, etwa in Form von Lebensversicherungen oder weiteren Immobilien, gedeckt werden. Auch vermeintlich niedrige Tilgungssätze können durch das niedrige Alter der Kreditnehmer erklärbar werden. Hier zeigt sich letztlich, dass die aktuell verfügbaren Statistiken für eine umfassende Prüfung der Risiken nicht ausreichen.

Gegen eine schärfere Regulierung spricht auch die aktuelle Entwicklung. Infolge des Krieges in der Ukraine steigen derzeit die Inflationsraten und Zinsen, allein die Renditen der Pfandbriefe erhöhten sich je nach Restlaufzeit gemäß Daten der Deutschen Bundesbank zwischen Ende 2021 und Ende Februar 2022 um 50 bis 60 Basispunkte. Dieser Anstieg der Zinsen – in Kombination mit den bereits beabsichtigten Maßnahmen der BaFin – wird den Zugang zu Wohneigentum erschweren und die Nachfrage nach Wohnimmobilien insgesamt dämpfen. Würden noch weitere Maßnahmen zur Regulierung der Kreditvergabe ergriffen, könnte dies über die Einschränkung der Profitabilität der Banken die Resilienz des Finanzsystems eher stärker belasten, als dass damit ein Zugewinn an Finanzstabilität gewonnen werden könnte.

Literatur

Akerlof, George / Shiller, Robert, 2010, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and why it matters for Global Capitalism*, 9. Aufl., Princeton

BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 2022, *Makroprudenzielles Maßnahmenpaket: BaFin plant Festsetzung des antizyklischen Kapitalpuffers und eines Systemrisikopuffers für den Wohnimmobiliensektor*, Pressemitteilung, 12.1.2022, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Pressemitteilung/2022/pm_2022_01_12_antizyklischer_Kapitalpuffer.html [23.2.2022]

Bendel, Daniel / Voigtländer, Michael, 2016, *Eine Risikoprüfung für die deutsche Wohnimmobilienfinanzierung*, in: *IW-Trends*, 43. Jg., Nr. 4, S. 41–58

BIS – Bank for International Settlements, 2016, *Macropudential Policy*, BIS Paper, Nr. 86, Genf

Demary, Markus / Voigtländer, Michael, 2018, *Reasons for the declining interest rates*, *IW-Report*, Nr. 47, Köln

Deutsche Bundesbank (Hrsg.), 2021, *Finanzstabilitätsbericht 2021*, Frankfurt am Main

Dustmann, Christian / Fitzenberger, Bernd / Zimmermann, Markus, 2021, *Housing Expenditure and Income Inequality*, in: *The Economic Journal*, <https://doi.org/10.1093/ej/ueab097> [31-03-2022]

EZB – Europäische Zentralbank, 2009, *Housing Finance in Europe, Structural Issues Report March 2009*, Frankfurt am Main

Feld, Lars / Hirsch, Patrick, 2022, *Gesamtwirtschaftliche Entwicklung*, in: *ZfA (Hrsg.), Frühjahrsgutachten Immobilienwirtschaft 2022*, Berlin, S. 29–76

Hofer, Thomas, 2021, *Strukturen der Wohneigentumsfinanzierung 2021*, vdp Spotlight, Dezember, Berlin

Kiff, John / Mills, Paul, 2007, *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*, IMF Working Paper, Nr. WP/07/188, Washington, D.C.

Mian, Atif R. / Sufi, Amir, 2010, *The Great Recession: Lessons from Microeconomic Data*, in: *American Economic Review*, 100. Jg., Nr. 2, S. 51–56

Sagner, Pekka / Voigtländer, Michael, 2021a, *Wohneigentumpolitik in Europa*, Gutachten im Auftrag der Friedrich-Naumann-Stiftung für die Freiheit, Köln

Sagner, Pekka / Voigtländer, Michael, 2021b, *Accentro Wohnkostenreport 2021*, Gutachten im Auftrag der ACCENTRO Real Estate AG, Köln

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

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, 2021, *Transformation gestalten: Bildung, Digitalisierung und Nachhaltigkeit*, Wiesbaden

Voigtländer, Michael, 2014, *The stability of the German housing market*, in: *Journal of Housing and the Built Environment*, 29. Jg., Nr. 4, S. 583–594

An Analysis of the Current Risk Levels in Residential Real Estate Financing in Germany

The German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) is keeping a watchful eye on the granting of housing mortgages and from 2023 on will require lending banks to increase their equity capital to cover potential risks. The present paper examines the extent to which the risks of lending to housing buyers have really increased by looking at how both overall credit volumes and the credit products themselves have developed. Although the total volume of housing loans has indeed risen, it has remained in line with expectations in comparison with other countries and with house price and interest rate movements. In previous years, lending had actually failed to grow as much as expected. While mortgages have tended to manifest higher loan-to-value ratios, amortisation rates have risen and interest rates have been fixed over longer periods. A risk analysis for follow-up financing shows that interest rate risks have increased over the years but are still relatively moderate. However, the proportion of loans with a loan-to-value ratio of more than 100 per cent is striking. In view of this, it is important that banks insist on an adequate minimum repayment rate. On the other hand, our study also highlights the gaps in the currently available data, which include neither the age of the borrowers nor any additional collateral.