

Die Resilienz des deutschen Wohnungsmarktes

Michael Voigtländer, 26.06.2021

Der deutsche Wohnungsmarkt hat in den 2010er Jahren einen langen und starken Boom erlebt, doch mit den veränderten makroökonomischen Rahmenbedingungen im Zuge der Pandemie und des Kriegs gegen die Ukraine, insbesondere den steigenden Zinsen und der großen Unsicherheit, dürfte die Zeit starker Preissteigerungen vorbei sein. Ein Blick zurück bis in die 1970er Jahre legt nahe, dass sich Anleger in den nächsten Jahren zwar auf niedrigere, aber stabile Renditen einstellen können.

Die 2010er Jahre waren goldene Jahre für Anbieter auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt. Der starke Boom fußte auf drei Einflussfaktoren. Erstens war das letzte Jahrzehnt durch ein robustes Wirtschaftswachstum geprägt, steigende Beschäftigungszahlen und steigende Reallöhne erhöhten die Zahlungsbereitschaft für Wohnimmobilien. Zweitens gab es eine starke Zuwanderung nach Deutschland, insbesondere von Fachkräften. Und drittens fielen die Zinsen über den gesamten Zeitraum auf historisch niedrige Niveaus, was die Nachfrage ebenso gestärkt hat.

Seit Anfang des Jahres drehen sich aber die Vorzeichen. Aufgrund des Angriffskriegs Russlands gegen die Ukraine ist die Unsicherheit groß, was sich negativ auf Erwartungen und damit auch auf Vermögenswerte auswirkt. Zudem ist die Inflation kräftig gestiegen, vor allem Energiepreise haben sich deutlich verteuert. Hohe Inflationsraten senken die Reallöhne und nehmen damit

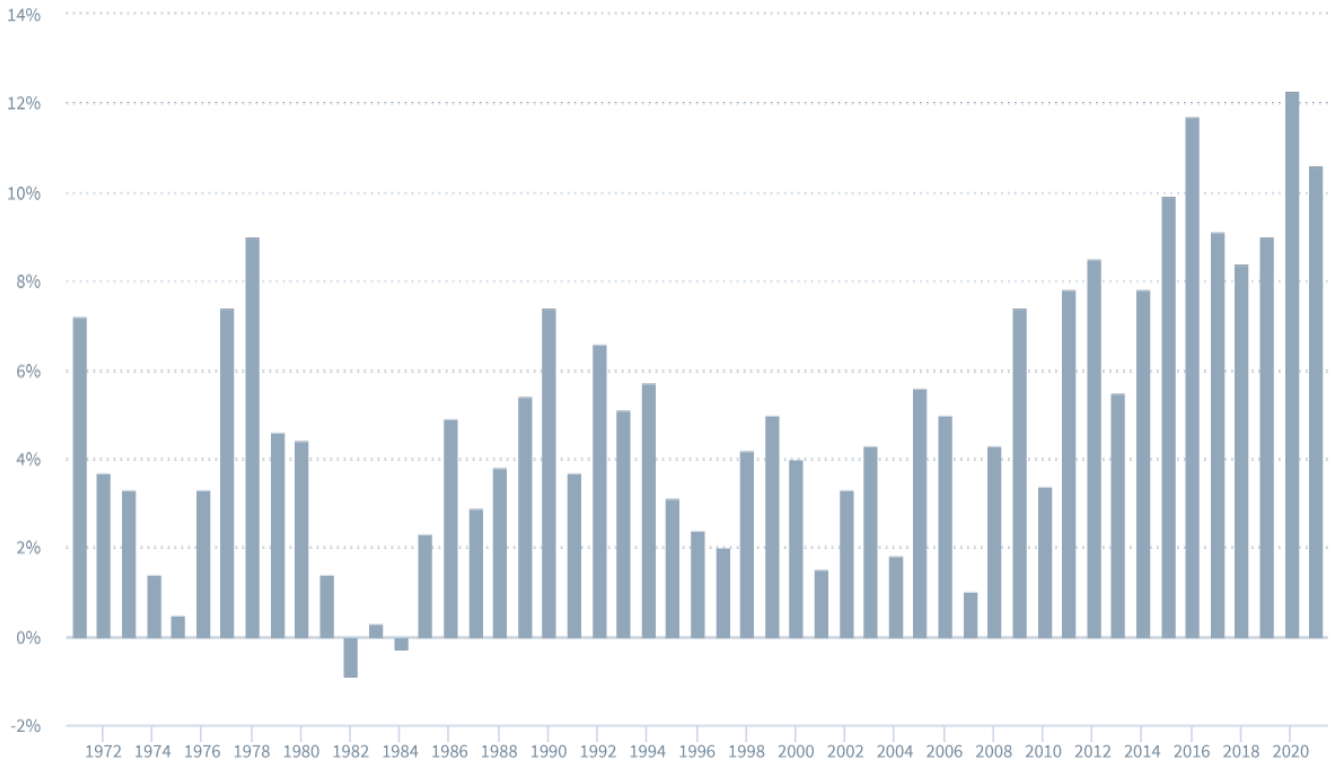
Kaufkraft, was sich negativ auf die Wohnungsnachfrage auswirkt. Vor allem aber treibt die Inflation die Zinsen, da Kapitalgeber für den inflationsbedingten Kaufkraftverlust eine Kompensation erwarten. Seit Januar sind die Zinsen für Hypothekendarlehen mit 10-jähriger Zinsbindung um etwa 180 Basispunkte gestiegen. Dass dies Auswirkungen auf den Wohnungsmarkt haben wird, ist unbestritten, doch wie stark der Effekt insgesamt sein wird, lässt sich nur schwerlich prognostizieren. Schließlich ist das makroökonomische Umfeld äußerst fragil, sowohl eine Beruhigung der Lage als auch eine tiefgreifende Rezession erscheinen möglich.

Langfristige Entwicklung der Renditen

In einer solchen Situation kann der Blick zurück helfen. Hierzu wurde der so genannte Total Return ermittelt, der sich aus der Mietrendite und der Wertsteigerung berechnet. Die Mietrendite wird durch die Division der anfänglichen Jahresmiete durch den Kaufpreis ermittelt und gibt einen Anhaltspunkt für die laufenden Erträge aus der Vermietung, während die Wertsteigerung die Entwicklung der nominalen Immobilienpreise abbildet. Um die unterschiedlichen Zeitperioden besser vergleichen zu können, wurde der Total Return um die Inflationsrate bereinigt. Ein positiver Total Return heißt dabei noch nicht, dass damit ein Investment auch vorteilhaft war, da noch Kosten für Verschleiß und Instandsetzung sowie (reale) Finanzierungskosten berücksichtigt werden müssen. Sagner und Voigtländer (2022) gehen

Stabile Erträge im deutschen Wohnungsmarkt

Realer Total Return: Mietrendite + Wertsteigerung abzüglich Inflation



Quellen: OECD; vdpResearch; eigene Berechnungen

derzeit und mittelfristig von einem Kostensatz von etwa 3 Prozent des Kaufpreises aus, das heißt, zumindest Total Returns von unter 3 Prozent könnten mit Verlusten verbunden sein. Datenbasis für die Bestimmung der realen Total Returns waren Daten der OECD zum Preis-Mietverhältnis sowie die Inflationsraten. Das Niveau des Preis-Mietverhältnisses wurde mit Hilfe von Daten der vdpResearch kalibriert.

Die Abbildung unterstreicht zunächst einmal, wie außergewöhnlich gut die letzten Jahre für Anleger im Wohnungsmarkt waren. Der reale Total Return lag zwischen 2011 und 2021 bei durchschnittlich 9,1 Prozent, über den gesamten Zeitraum lag die mittlere Rendite bei 4,9 Prozent. Mit Blick auf die aktuelle Lage ist aber insbesondere die Entwicklung nach den Ölpreisschocks (1973 und 1979/1980) interessant. In beiden Fällen sanken die realen Total Returns deutlich und es dauerte zwei bzw. vier Jahre, bis die Renditen wieder geklettert sind. Nach dem zweiten Ölpreisschock folgte sogar die einzige Phase mit leicht negativen Renditen.

Aufschlussreich ist aber auch die Phase nach der Wiedervereinigung. Die Erwartung einer schnellen Konvergenz Ostdeutschlands („blühende Landschaften“) in

Kombination mit einem großen Nachholbedarf an Wohnungen ließ die Preise für Wohnimmobilien und damit auch die Renditen Anfang der 1990er Jahren ansteigen. Allerdings waren die Erwartungen an die Konvergenz Ostdeutschlands zu optimistisch, außerdem wurde deutlich über den Bedarf hinaus gebaut – auch bedingt durch allzu großzügige Abschreibungsregeln. In der Folge sanken die Renditen auf durchschnittlich 3,2 Prozent zwischen 1995 und 2004.

Diese Krisen der 1970er Jahre hatten folglich Auswirkungen auf den Wohnimmobilienmarkt – allerdings war die Korrektur jeweils moderat. Insgesamt ist der deutsche Wohnimmobilienmarkt durch eine hohe Sicherheit charakterisiert, die Standardabweichung liegt bei nur 3,1 Prozentpunkten. Wesentlich hierfür sind die moderaten Ausschläge der realen Wohnungspreise. Während etwa im Vereinigten Königreich die Standardabweichung der realen Wohnungspreise 9,6 Prozentpunkte beträgt, sind es in Deutschland wie auch für die Renditen insgesamt nur 3,1 Prozentpunkte. Auch in den Niederlanden (8,2 Prozentpunkte) oder Frankreich (4,9 Prozentpunkte) ist die Volatilität der Preise deutlich höher als in Deutschland (vgl. OECD, 2022).

Gründe für die Resilienz des deutschen Wohnungsmarktes

Diese Robustheit des deutschen Wohnungsmarktes kann auf eine Vielzahl an Gründen zurückgeführt werden. Drei wesentliche Aspekte, die auch für die aktuelle Lage Relevanz haben, werden im Folgenden skizziert:

Erstens wirkt die konservative Immobilienfinanzierung beruhigend auf den Markt. In Deutschland wird überwiegend mit langen Zinsbindungen finanziert, in den letzten Jahren ist die durchschnittliche Sollzinsbindung sogar angestiegen (vgl. Voigtländer/Zdrzalek, 2022). Zudem wurden auch hohe anfängliche Tilgungen vereinbart. In der Konsequenz sind die Risiken aus Anschlussfinanzierungen äußerst gering, eine Welle von Zwangsvollstreckungen ist nicht zu erwarten. Anders ist dies in Ländern mit variablen Darlehen wie etwa dem Vereinigten Königreich oder Spanien, dort wirken sich steigende Zinsen unmittelbar auf die Kreditbelastung aus. Als Mitte der 2000er Jahre die Zinsen deutlich stiegen, führte dies zu einer Überlastung vieler Kreditnehmer, in den USA war vor allem das Subprime-Segment betroffen (vgl. Kiff/Mills, 2007). Diese Kreditausfälle stellten die Grundlage für die darauffolgende Finanzmarktkrise dar – von der der deutsche Wohnungsmarkt aber kaum betroffen war. Zweitens ist der Anlagehorizont vieler Investoren in Deutschland langfristig. Dies hängt zum einen damit zusammen, dass die Transaktionskosten in Deutschland vergleichsweise hoch sind, was kurzfristige Verkäufe unattraktiv macht. Allerdings haben die hohen Erwerbsnebenkosten den großen Nachteil, dass sie den Zugang zu Wohneigentum gerade für Selbstnutzer deutlich erschweren (vgl. Sagner/Voigtländer, 2021). Noch wichtiger ist gerade in der aktuellen Lage aber die steuerfreie Veräußerung von vermieteten Immobilien nach zehn Jahren, sofern kein gewerbsmäßiger Handel stattfindet. Diese Maßnahme ist jüngst als Steuerprivileg kritisiert worden (Fuest et al., 2021), hat aber den entscheidenden Vorteil, dass so Anleger einen Anreiz haben, Immobilien mindestens 10 Jahre zu halten. Dabei darf nicht übersehen werden, dass Kapitalanleger einen wesentlichen Teil der Vermieter darstellen, aktuell erzielen über 5 Millionen Haushalte Erträge aus Vermietungen, allein im letzten Jahrzehnt stieg die Zahl der Vermieter um 20 Prozent an (vgl. Sagner, 2022).

Ein dritter Aspekt ist schließlich die polyzentrische Wirtschaftsstruktur in Deutschland. Während im Vereinigten Königreich oder Frankreich ein Zentrum mit Wirtschaftspotenzialen und Attraktivität alle anderen dominiert, konkurrieren in Deutschland viele Großstädte auf Augenhöhe. Dieser Wettbewerb limitiert auch die Immobilienpreise, denn zu hohe Preise führen zu Abwanderungen. Insofern trägt der Wettbewerb der Regionen zu einer Glättung der Immobilienpreise bei.

Diese Faktoren wirken auch in dieser Krise. Zusätzlich ist zu beachten, dass etwa im Vergleich zur Krise nach der Wiedervereinigung Wohnraum weiterhin knapp ist, dies begrenzt ebenfalls das Korrekturpotenzial. Marktteilnehmer im deutschen Wohnungsmarkt müssen sich somit zwar darauf einstellen, dass die Attraktivität von Wohnimmobilien abnimmt, doch der Blick in die Vergangenheit lehrt, dass es wahrscheinlich keine scharfe Korrektur der Renditen gibt.

Literatur

Fuest, Clemens / Hey, Johanna / Spengel, Christoph, Vorschläge für eine Reform der Immobilienbesteuerung, ifo Schnelldienst, 2021, 74. Jg., Nr. 12, S. 31-38

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

OECD, 2022, Analytical House Price Database, http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=HOUSE_PRICES [13.06.2022]

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

Sagner, Pekka, 2022, Wohneigentumspuzzle, IW-Kurzbericht, Nr. 17, Köln

Voigtländer, Michael / Sagner, Pekka, 2022, Accentro Wohnkostenreport 2022, Gutachten im Auftrag der ACCENTRO Real Estate AG, Köln

Voigtländer, Michael / Zdrzalek, Jonas, 2022, Aktuelle Risikoanalyse für die Wohnimmobilienfinanzierung in Deutschland, in: IW-Trends, 49. Jg., Nr. 1, S. 91-110