

## IfW-Box 2012.4

### Zur Gefahr einer Immobilienpreisblase in Deutschland

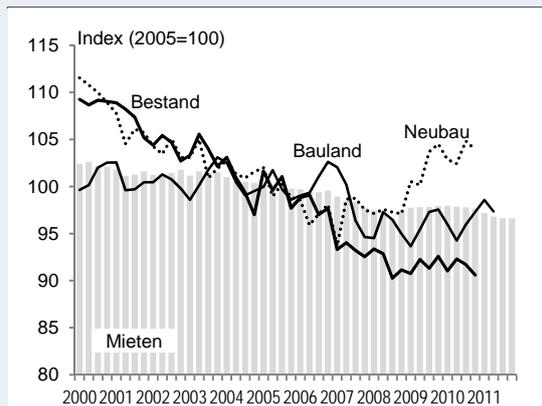
Stefan Kooths

Das für die deutsche Volkswirtschaft nun schon über mehrere Jahre zu expansive monetäre Umfeld und die zuletzt kräftig anziehende Wohnungsbautätigkeit haben verstärkt Befürchtungen über mögliche Preisübertreibungen auf den hiesigen Märkten für Wohnimmobilien aufkommen lassen. Eine solche Hauspreisblase wäre insbesondere deshalb schädlich, weil sie typischerweise mit erheblichen realwirtschaftlichen Fehlallokationen in Form unrentabler Bauprojekte und einer übermäßigen Kapazitätserweiterung in der Bauwirtschaft einherginge. Wie die Beispiele Spaniens oder Irlands zeigen, können die dann notwendigen Korrekturprozesse mit erheblichen gesamtwirtschaftlichen Belastungen verbunden sein (Aßmann et al. 2011; Boysen-Hogrefe et al. 2010; Jannsen 2010).

Allerdings ist nicht nur die Prognose, sondern auch schon die Diagnose von preislichen oder mengenmäßigen Fehlentwicklungen naturgemäß schwierig. „Richtige“ Preise, Qualitäten und Quantitäten lassen sich nicht planerisch am Reißbrett ermitteln. Vielmehr muss ein marktwirtschaftliches System grundsätzlich Relativpreisänderungen zulassen, damit sich die über den Preismechanismus koordinierten dezentralen Produktions- und Investitionsentscheidungen an geänderte Knappheiten oder sich wandelnde Präferenzen anpassen können. In den Marktpreissignalen schlagen sich vielfältige angebots- und nachfrageseitige Faktoren nieder, die eine Fundamentalebewertung als Referenzmaßstab zur Beurteilung der tatsächlichen Preisentwicklung erschweren. Von einem Preisauftrieb bei einem Vermögensgut kann daher für sich genommen noch nicht generell auf eine spekulative Übertreibung geschlossen werden.

Die Beurteilung der Marktlage wird durch die bislang eingeschränkte Verfügbarkeit und Qualität der Immobilienpreisstatistiken zusätzlich erschwert. Amtliche Daten liegen bislang nur mit einer Verzögerung von über einem Jahr vor (Abbildung 1).<sup>a</sup> Die meisten ergänzenden und schneller verfügbaren Preisindikatoren liegen erst für einen verhältnismäßig kurzen Beobachtungszeitraum vor (Abbildung 2).<sup>b</sup> Darüber hinaus zeigen sie zum Teil recht uneinheitliche Entwicklungen. Dies gilt am aktuellen Rand insbesondere für die Neubaupreissignale der HPX- und IMX-Indizes (Abbildung 3).

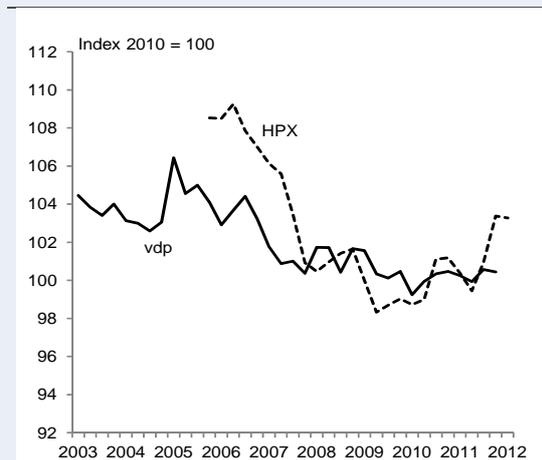
Abbildung 1:  
Reale Wohnimmobilienpreise auf amtlicher Basis 2000–2011



Quartalsdaten, Ursprungswerte deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex.

Quelle: Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht*, Statistisches Bundesamt, *GENESIS-Datenbank*; Berechnungen des IfW.

Abbildung 2:  
Reale Wohnimmobilienpreise auf HPX- und vdp-Basis 2003–2012



Quartalsdaten (2012, Q1: Januarwert), Bestand und Neubau, Ursprungswerte deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex; vdp: Immobilienpreisindex für selbstgenutztes Wohneigentum; HPX: Hypoport Hauspreis-Gesamtindex basierend auf EUROPACE-Transaktionsdaten privater Immobilienfinanzierungen.

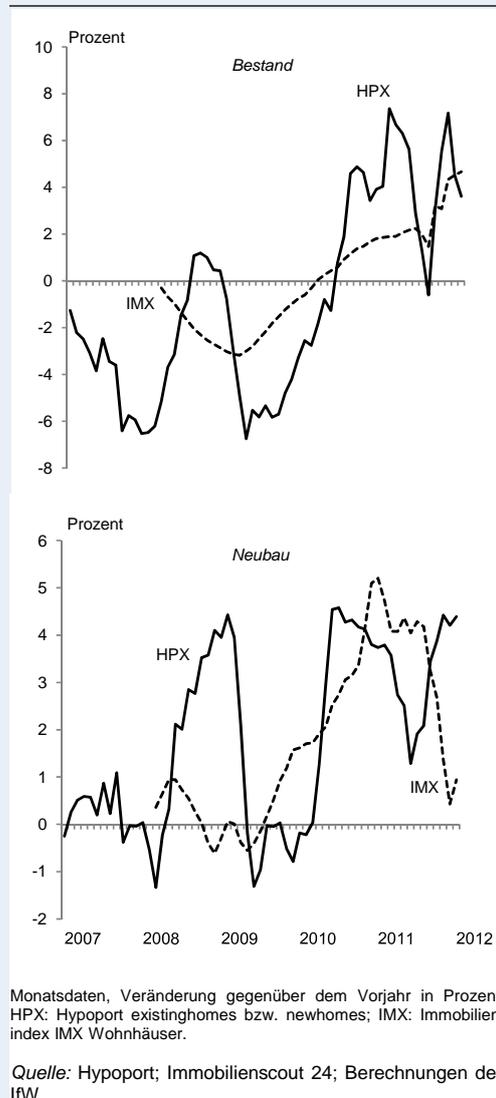
Quelle: Verband deutscher Pfandbriefbanken; Hypoport; Statistisches Bundesamt, *GENESIS-Datenbank*; Berechnungen des IfW.

Die Wertentwicklung von Wohnimmobilien war in Deutschland über einen langen Zeitraum real gerechnet rückläufig. Diese Entwicklung wurde erst im Jahr 2009 gestoppt. Seitdem entwickeln sich die Bestandspreise in etwa gleichauf mit der allgemeinen Inflation. Die Neubaupreise ziehen hingegen seit gut zwei Jahren kräftig an. Das Einsetzen einer Immobilienpreisblase lässt sich hieran indes noch nicht ablesen. Zum einen dürften in dem Neubaupreisanstieg vor allem Kostensteigerungen zum Ausdruck kommen, die auf die in den vergangenen beiden Jahren drastisch verteuerten Energieträger und andere Rohstoffe zurückgehen; auch die Baulandpreise waren in diesem Zeitraum tendenziell wieder aufwärts gerichtet. Zum anderen spricht die Wertstabilität von Bestandsgebäuden gegen eine Blasenbildung. Eine Immobilienspekulation würde typischerweise zuerst die Bestände erfassen und dann – im Zuge eines steigenden Tobin-q – aus Rentabilitätsüberlegungen auf die Neubautätigkeit ausstrahlen. Tatsächlich war dieses Rentabilitätsmaß für den Durchschnitt des deutschen Immobilienmarktes bis zum Jahr 2010 aber abwärts gerichtet (Henger et al. 2011). Am aktuellen Rand deutet sich allerdings tendenziell ein stärkeres Anziehen der Bestandspreise an (Abbildung 3). Sollte diese Entwicklung länger anhalten und sich allgemein durchsetzen, so könnte dies mittelfristig auch in eine spekulative Überhitzungsphase münden. Derzeit ist es für einen solchen Befund aber zu früh. Hinter der allgemeinen Wertentwicklung stehen zum Teil heterogene Preisbewegungen in verschiedenen Marktsegmenten. Die Preise in A-Lagen steigen derzeit besonders kräftig. Diese weisen jedoch generell eine stärkere konjunkturelle Schwankungsfähigkeit auf (BulwienGesa 2011). Darüber hinaus zeichnet sich ein deutliches Stadt-Land- und ein Südwest-Nordost-Gefälle ab. Dies deutet darauf hin, dass sich Immobilienpreise bislang nicht spekulativ in der Breite verselbständigt haben (Immobilien also nur in Erwartung steigender Preise erworben werden), sondern dass die Entwicklung auch geänderte Knappheitsrelationen widerspiegelt. Die Verdichtung auf einzelne Marktsegmente allein ist allerdings noch kein hinreichender Grund gegen das Aufkommen einer Immobilienpreisblase, wie das Beispiel der US-amerikanischen Subprime-Krise gezeigt hat.

Die seit gut zwei Jahren zu beobachtende Entkoppelung der realen Neubaupreise von der realen Mietentwicklung hat die Rentabilität neuen Wohnraums aus dem regulären Vermietungsgeschäft eher verschlechtert. Dieser Befund gilt im Durchschnitt auch dann, wenn man berücksichtigt, dass die bei erst Erst- und Wiedervermietung erzielbaren Mieten in den letzten Jahren etwas stärker angezogen haben (BMVBS 2011: 20). Dies könnte ein Indiz dafür sein, dass in der zuletzt verstärkten Neubautätigkeit auch eine Fluchtbewegung in Sachwerte zum Ausdruck kommt, bei der das Vermögenssicherungsmotiv das Rentabilitätsmotiv dominiert. Zwar wären die damit verbundenen allokativen Verzerrungen ebenfalls gesamtwirtschaftlich schädlich, jedoch käme damit noch nicht zwingend eine sich selbst erfüllende Spekulationsdynamik in Gang, durch die die real- und finanzwirtschaftlichen Verwerfungen noch verschärft würden.

Bei der Interpretation der zuletzt kräftig ausgedehnten Wohnungsbautätigkeit ist auch zu berücksichtigen, dass in Deutschland die Errichtung und Modernisierung von Wohnraum im vergangenen Jahrzehnt stark rückläufig war. In der Folge ist der Bestand deutlich gealtert – das Durchschnittsalter von Wohnbauten erhöhte sich kontinuierlich von 25,5 Jahren (2000) auf 27,8 Jahre (2010). Die Anzahl neu

Abbildung 3:  
Hauspreisentwicklung auf HPX- und IMX-Basis  
2007–2012



erstellter Wohnungen lag im Jahr 2010 rein rechnerisch um gut 40 000 Einheiten unter dem vom Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung für den Zeitraum 2010 bis 2015 als „untere Variante“ prognostizierten Neubaubedarf von 193 000 Wohnungen pro Jahr (BBSR 2010: 8). Die Zahl der Baugenehmigungen im Jahr 2011 dürfte in etwa an diese Bedarfszahl herangereicht haben (Ergebnisse für den Dezember liegen noch nicht vor). Von der vom BBSR geschätzten „oberen Variante“ von 242 000 zusätzlichen Einheiten pro Jahr, die insbesondere bei einer höheren Netto-Zuwanderung notwendig werden, ist aber auch die sich derzeit abzeichnende Neubautätigkeit noch weit entfernt. Damit ist die kräftige Erholung im Wohnungsbau, die im Frühjahr 2010 eingesetzt hat, bislang eher als eine Korrektur und noch nicht als Übertreibung zu deuten.

Auch wenn die jüngste Preis- und Mengenentwicklung am deutschen Wohnimmobilienmarkt noch nicht auf Überhitzungs- oder Übertreibungseffekte schließen lässt, so zeigt sich am Markt für Baukreditfinanzierungen seit nunmehr drei Jahren eine ausgeprägte Aufwärtsdynamik in Reaktion auf die historisch niedrigen Zinsen. Die Nettokreditvergabe (Neukredite abzüglich Tilgungen) steigt seit zwei Jahren kontinuierlich mit zunehmenden Expansionsraten (Abbildung 20). Der Kreditimpuls – gemessen als Veränderung der netto zusätzlich ausgereichten Wohnungsbaukredite – betrug im vergangenen Jahr 5,2 Mrd. Euro, nach 3,7 Mrd. im Jahr zuvor. Dies entspricht einem kräftigen Zuwachs um 83,9 Prozent. Spätestens wenn die Kreditexpansion in eine Phase mündet, in der die Kreditaufnahme in Erwartung allgemein steigender Bestandspreise erfolgt, muss die Wirtschaftspolitik einschreiten. Noch ist es nicht soweit, aber eine erhöhte Wachsamkeit erscheint gleichwohl bereits geboten.

<sup>a</sup>Die Hauspreisberichterstattung des Statistischen Bundesamtes befindet sich derzeit noch im Aufbau. Die veröffentlichten Preisreihen entspringen der Pilotphase zur Umsetzung einer voraussichtlich ab Juni 2012 in Kraft tretenden EU-Rechtsverordnung, wonach ab dem dritten Quartal diesen Jahres Preisindizes für Wohnimmobilien vierteljährlich und mit einer Lieferfrist von drei Monaten veröffentlicht werden sollen (Dechent 2011). Die derzeit verfügbaren amtlichen Daten beruhen auf der Auswertung der Angaben für neun Bundesländer. — <sup>b</sup>Sämtliche hier betrachteten Preismaße sind hedonisch konstruiert, d.h., sie sind um den Einfluss von Qualitätsunterschieden der in die Berechnung eingehenden Immobilienobjekte bereinigt.

---

## Literatur

- Aßmann, C., J. Hogrefe und N. Jannsen (2011). Costs of Housing Crises: International Evidence. *Bulletin of Economic Research*. Via Internet (13.März 2012) <<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-8586.2011.00408.x/pdf>>.
- BBSR (Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung) (2010). Wohnungsmärkte im Wandel – Zentrale Ergebnisse der Wohnungsmarktprognose 2025. BBSR-Berichte kompakt. Bonn.
- BMVBS (Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung) (2011). Wohngeld- und Mietenbericht der Bundesregierung. Vorgelegt durch das Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung. *Bundestagsdrucksache 17/6280*. Berlin.
- Boysen-Hogrefe, J., N. Jannsen und C.-P. Meier (2010). The Ugly and the Bad: Banking and Housing Crises Strangle Output Permanently, Ordinary Recessions Do Not. Kiel Working Paper 1586. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- BulwienGesa (2011). BulwienGesa-Immobilienindex 1975-2011 – Wohnen und Gewerbe/Mieten und Preise. München.
- Dechent, J. (2011). Preisindizes für Wohnimmobilien – Neues Lieferprogramm, Wägungsschema und Ergebnisse für 2010. *Wirtschaft und Statistik* (November): 1126 ff.
- Henger, R., T. Just und M. Voigtländer (2011). Tobins q und die Bautätigkeit im deutschen Immobiliensektor. *iw Trends* 3/2011. Köln.
- Jannsen, N. (2010). National and International Business Cycle Effects of Housing Crises. *Applied Economics Quarterly* 56 (2): 175–206.