

## Gibt es eine spekulative Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt?

Ralph Henger / Kirill Pomogajko / Michael Voigtländer, Juli 2012

**In den Jahren 2010 und 2011 sind die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland zum ersten Mal nach über einer Dekade wieder flächendeckend real gestiegen. Die Preissteigerungen sind mit bis zu 5 Prozent pro Jahr in einigen Metropolen teilweise so rasant, dass eine Marktüberhitzung oder die Entstehung einer spekulativen Preisblase befürchtet wird. Derzeit gibt es jedoch keine Anzeichen für eine spekulative Blase am deutschen Immobilienmarkt. Die Preise folgen vielmehr den Mieten und der starken konjunkturellen Entwicklung. Wesentliche Treiber für die dynamische Preisentwicklung in den Großstädten sind vor allem die Re-Urbanisierung und der Wunsch der Investoren, eine sichere Anlage zu tätigen.**

Stichwörter: Immobilienpreise, Preisblasen, Spekulation

JEL-Klassifikation: E30, G12, R31

### Entwicklung der Immobilienpreise

Der deutsche Wohnimmobilienmarkt hat sich in den letzten 20 Jahren fast spiegelbildlich zu den Märkten in vielen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften entwickelt. Während in Deutschland der Immobilienmarkt zunächst aufgrund von Wiedervereinigung und Sonderabschreibungen boomte, litten die Märkte in Europa und in den USA unter den Folgen des Zusammenbruchs am japanischen Immobilienmarkt. Mitte der 1990er Jahre fielen oder stagnierten die Preise in Deutschland, während in den übrigen Staaten die Märkte wieder anzogen. Infolge der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken und der laxen Kreditvergabe der Banken bildeten sich in den 2000er Jahren zunehmend spekulative Blasen, die dann beginnend mit zunehmenden Zahlungsverzügen bei Hypothekendarlehen am US-Immobilienmarkt im Jahr 2007 platzten (Jäger/Voigtländer, 2008). Die Auswirkungen der Bankenkrise im Jahr 2008 beschleunigten diesen Prozess. Vor allem die USA, das Vereinigte Königreich, Irland und Spanien waren hiervon betroffen.

Dagegen lagen die Preissteigerungen für Immobilien in Deutschland in den 2000er Jahren regelmäßig unter der Inflationsrate, zumindest bis zum Jahr 2008. Seither ziehen die Immobilienpreise deutlich an, während in vielen anderen Ländern starke Preiskorrekturen zu

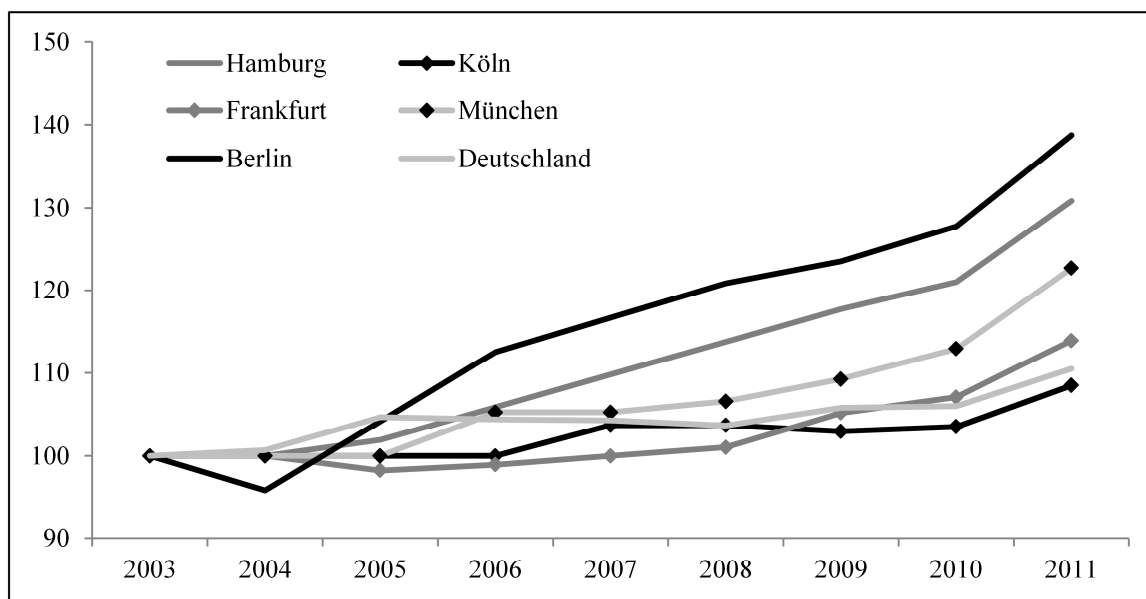
beobachten sind. Eine zunehmende Anzahl von Marktteilnehmern beobachtet diese Entwicklung mit Sorge und sie befürchtet, am deutschen Markt könnte sich ebenfalls eine spekulative Blase entwickeln.

Tatsächlich sind die Preissteigerungen in den Großstädten merklich. In Hamburg stiegen die Preise für Eigentumswohnungen im Zeitraum 2003 bis 2011 um über 31 Prozent, in Berlin sogar um 39 Prozent (Abbildung 1). Moderater war die Entwicklung hingegen in Köln und Frankfurt am Main, wo die Preise um weniger als 15 Prozent anstiegen. In allen Städten nahm die Dynamik in den Jahren 2010 und 2011 unverkennbar zu. Im Bundesdurchschnitt lag die Preissteigerung im Zeitraum 2003 bis 2011 bei 10,5 Prozent. Dies macht deutlich, dass die Preissprünge vor allem Großstädte betreffen.

Abbildung 1

## Entwicklung der Preise für Eigentumswohnungen

Index 2003 = 100



Quellen: vdpResearch; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

 Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Von den Entwicklungen sind auch Eigenheime, also Einfamilien-, Zweifamilien- und Reihenhäuser betroffen, allerdings nicht ganz so stark. Die höchsten Zuwächse gab es nach Angaben von vdpResearch in diesem Segment im Zeitraum 2003 bis 2011 in Hamburg mit 21 Prozent, gefolgt von München mit 13 Prozent. In den anderen Städten blieben die Eigenheimpreise dagegen konstant oder sanken sogar, wie etwa in Berlin. Eigenheime sind verstärkt an den Stadträndern zu finden. Somit erfasst die starke Preisentwicklung vor allem die Kernstädte der Ballungsräume. Im Folgenden wird der Frage nachgegangen, ob diese Entwicklung überzeichnet ist und somit ein Korrekturpotenzial beinhaltet.

## Definition und Kriterien

Bevor die Preisentwicklungen näher analysiert werden, ist zunächst zu klären, unter welchen Bedingungen von einer spekulativen Preisblase auszugehen ist und anhand welcher Kriterien diese zu erkennen ist. Es gibt keine einheitliche Definition von spekulativen Preisblasen. Gemäß Stiglitz (1990) handelt es sich um eine Blase, wenn der Grund für aktuell hohe Preise einzig der Glaube der Investoren ist, dass der Wiederverkaufspreis in der Zukunft höher liegt und fundamentale Faktoren diese Preise nicht erklären. Dieser Erklärungsansatz stellt also vorrangig auf die exzessiven Erwartungen an die zukünftigen Preise ab. Die Erwartungen überdurchschnittlicher Renditen führen zu einem übermäßigen Anstieg der Nachfrage in einem Markt, die nicht durch einen realen Bedarf begründet ist. Auch für Shiller (2005) sind Verzerrungen in den Erwartungen ein Schlüssel zum Verständnis einer spekulativen Blase. Shiller geht davon aus, dass Medien die Erwartungsbildung verstärken und besonders Innovationen zu einer überschießenden Nachfrage aufgrund steigender Gewinnerwartungen führen. In der US-Hauspreiskrise hat die Bündelung von Verbriefungen und die damit intendierte Risikostreuung die angenommene Rendite-Risiko-Relation verschoben, weshalb die Kreditvergabe in diesem Sektor massiv ausgeweitet wurde.

Spekulative Blasen treten oft in Metropolregionen auf, wo das Immobilienangebot begrenzt und die Nachfrage hoch ist (Baker, 2006). Die Finanzierung der Käufe erfolgt dabei üblicherweise durch eine übermäßige Kreditschöpfung. Wird gekauft, um mit Gewinn wieder zu verkaufen, lohnt es sich, mit möglichst wenig Eigenkapital zu finanzieren, um besonders hohe Renditen zu realisieren. Ein breites Angebot günstiger Kredite und Darlehen ist hierfür eine Voraussetzung und stimuliert die Nachfrage. Zusätzlich treten Preisblasen in der Regel in konjunkturellen Boomphasen auf, in denen auch die Einkommen real steigen (Arentz/Eekhoff/Wolfgramm, 2010). Die Preisanstiege auf den Immobilienmärkten werden in solchen Phasen von den Marktteilnehmern als langfristiger Trend wahrgenommen, der in die Zukunft fortgeschrieben wird. Hierdurch kann ein verzerrter Eindruck von Wohlstand entstehen.

Realisieren die Marktteilnehmer, dass die Erwartungen zu optimistisch waren, kommt es zu einer Welle von Verkäufen, die zu einer scharfen Korrektur der Preise führen. Am US-amerikanischen Häusermarkt lösten zum Beispiel die Nachrichten über einen Anstieg der Zahlungsverzüge bei Hypothekendarlehen, vor allem Subprime-Darlehen, eine Veränderung der Erwartungen aus.

Diese theoretischen Überlegungen geben vor, wie geprüft werden kann, ob derzeit eine spekulative Blase in deutschen Großstädten entsteht:

- Zunächst wird untersucht, ob die Preisdynamik zu der Entwicklung der Mieten passt.
- Dann wird gezeigt, wie sich Beschäftigung und Einkommen als weitere Determinanten verändert haben.
- Des Weiteren bietet die Entwicklung der Transaktionen einen Hinweis auf die Bildung einer spekulativen Blase, da diese anziehen, wenn gekauft wird, um kurzfristig mit Gewinn wieder zu verkaufen.
- Schließlich ist die Kreditvergabe eine wichtige Prüfgröße, da bisher alle spekulativen Blasen von einer exzessiven Kreditvergabe begleitet wurden (Helbling, 2005).

### **Preis-Miet-Relationen**

Eines der wichtigsten Kriterien zur Identifizierung einer spekulativen Blase ist das Verhältnis der Immobilienpreisentwicklung zur Mietpreisentwicklung. Steigen die Immobilienpreise über einen längeren Zeitraum schneller als die Mieten, droht möglicherweise eine Preiskorrektur. Diese folgt aus der Bewertung von Immobilien: Wie bei Unternehmen oder Wertpapieren, fußt der Preis einer Immobilie auf den zukünftigen, diskontierten Nettoerträgen. Bei Immobilien sind dies die Netto-Mieterträge. Da die laufenden Kosten als relativ konstant angesehen werden können, sollten die Mieten der Preisentwicklung unter sonst gleichen Bedingungen nicht dauerhaft hinterherlaufen. Ansonsten wären Immobilien überbewertet, was einen Korrekturbedarf induziert.

Die Preis-Miet-Relationen lassen sich mithilfe des sogenannten Vervielfältigers sehr gut abbilden. Hierbei wird der durchschnittliche Immobilienpreis durch die durchschnittliche Jahreskaltmiete geteilt. Um dies zu messen, wird auf Daten für Deutschland von Immobilienscout24, der größten Internetplattform für Wohnimmobilienkäufe und Vermietungen, zurückgegriffen. Die Daten werden hedonisch aufbereitet, das heißt, Unterschiede in der Ausstattung, in der Qualität und in der Lage der Immobilien werden berücksichtigt. Allerdings handelt es sich bei den Daten von Immobilienscout24 um Angebotsdaten und nicht um die tatsächlichen Transaktionsdaten (Voigtländer, 2012), was die Aussagekraft dieser Daten einschränkt. Angebotsmieten und tatsächliche Mieten stimmen in der Regel überein, da die Vermieter – wenn überhaupt – den Mietern in Form von mietfreien Zeiten oder zusätzlichen Investitionen entgegenkommen. Bei den Immobilienpreisen sind jedoch deutliche Abschläge denkbar, weshalb die Vervielfältiger tendenziell überschätzt sein können. Der große Vorteil der Daten von Immobilienscout24 ist ihre hohe Aktualität – so kann im Folgenden auch das erste Quartal 2012 berücksichtigt werden. Da nicht für jede einzelne

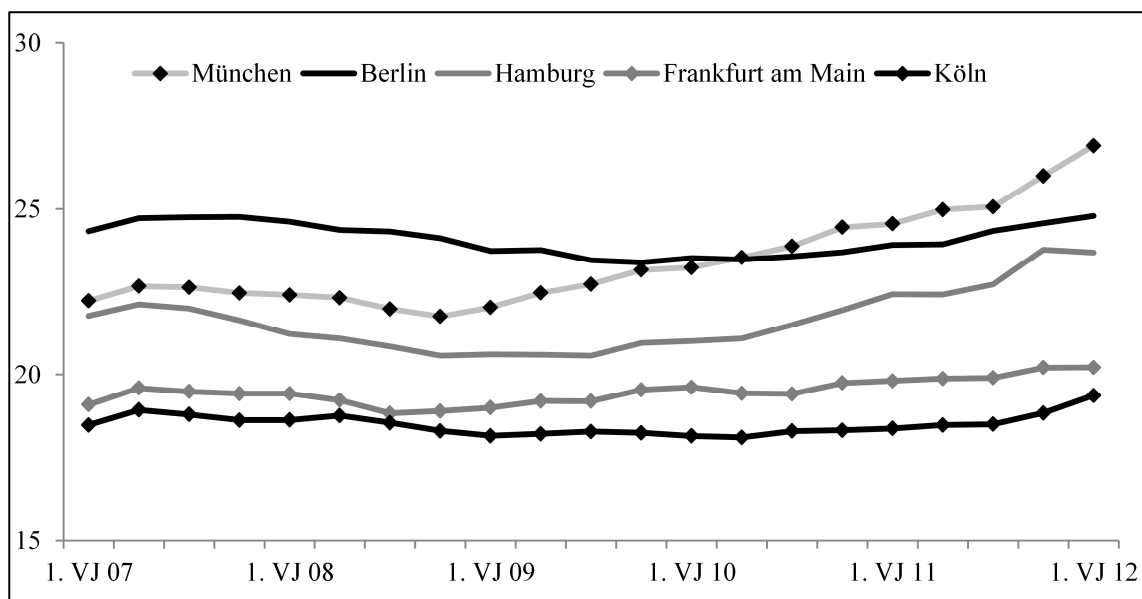
Immobilie Kauf- und Mietpreise verfügbar sind, kann das Niveau der Vervielfältiger nur bedingt interpretiert werden. Entscheidend ist jedoch die zeitliche Veränderung.

Abbildung 2 zeigt, dass sich die Preise in drei der fünf betrachteten Metropolen nicht schneller entwickelten als die Mieten. In Köln, Berlin und Frankfurt am Main veränderten sich die Vervielfältiger seit dem Jahr 2007 kaum. Anders sieht die Situation in Hamburg und München aus. In Hamburg stieg das Preis-Miet-Verhältnis um etwa 9 Prozent, in München sogar um fast 21 Prozent. Zur Einordnung dieser Angaben hilft ein internationaler Vergleich: Die nationalen Preis-Miet-Verhältnisse erhöhten sich am spanischen Markt allein im Zeitraum 2001 bis 2004 um 43 Prozent und am irischen Markt um 44 Prozent.

Abbildung 2

## Entwicklung der Preis-Miet-Relation für Wohnungen

Durchschnittliche Wohnungspreise in Relation zu den durchschnittlichen Nettokaltmieten<sup>1)</sup>



1) Angaben jeweils in Quadratmetern.

Quellen: Immobilienscout24; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Bei der Interpretation der Preissteigerung ist auch zu bedenken, dass aufgrund der derzeit niedrigen Zinsen ein Anstieg der Preis-Miet-Verhältnisse sogar zu rechtfertigen ist: Im Marktgleichgewicht muss gelten, dass die Kosten der Selbstnutzung den Kosten des Mietens entsprechen (Poterba, 1984). Andernfalls gäbe es Arbitragemöglichkeiten, die Marktteilnehmer würden also bei Umzügen in die günstigere Nutzungsart wechseln, was die Preisverhältnisse in Richtung Gleichgewicht schiebt. Da die Zinsen und damit auch die Kosten der Selbstnutzung deutlich gesunken sind, wäre ein stärkerer Anstieg der Preise aufgrund der höheren Nachfrage nach Immobilien als Sachanlage und zur Selbstnutzung

zu rechtfertigen. Allerdings würde dies voraussetzen, dass die Zinsen dauerhaft niedrig bleiben. Dies wird sich ändern, wenn die Liquiditätsprobleme der EU-Staaten gelöst sind oder die Inflationsgefahren steigen. Außerdem werden auch Regulierungen wie Basel III dafür sorgen, dass sich die Kreditkosten erhöhen (Henger/Voigtländer, 2011). Aus diesen Gründen wird hier darauf verzichtet, die Veränderung des Zinsniveaus bei der Beurteilung der Preis-Miet-Verhältnisse explizit zu berücksichtigen.

### **Einkommens- und Beschäftigungsentwicklung**

Neben den Mieten werden die Preise häufig auch in Relation zu den Einkommen bewertet (Catte et. al., 2005). Da Wohnen als normales Gut angesehen wird, steigt mit dem Einkommen auch die Zahlungsbereitschaft für dieses Gut. Preise, Mieten und Einkommen sollten sich daher gleichgerichtet und ähnlich stark entwickeln, sofern konstante Elastizitäten vorausgesetzt werden können.

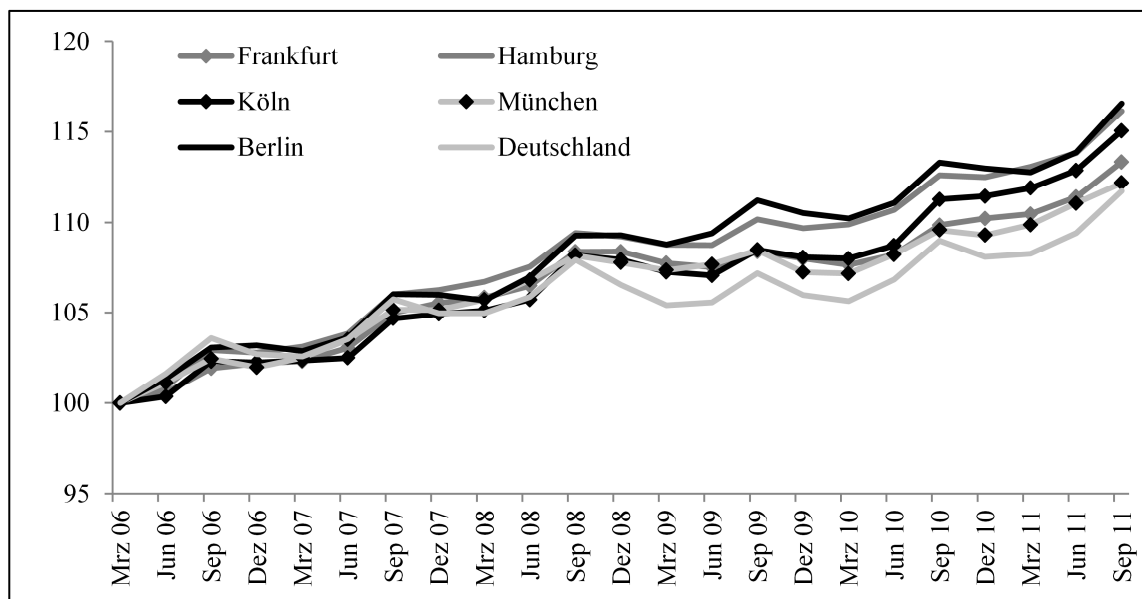
Die Bruttoeinkommen sind in den letzten Jahren in Deutschland kontinuierlich gestiegen. Im Durchschnitt konnten die Bruttolöhne nach Daten des Statistischen Bundesamtes über alle Wirtschaftszweige hinweg vom ersten Quartal 2007 bis zum ersten Quartal 2012 um 9,8 Prozent zulegen. Vor allem seit dem Jahr 2010, als die Preise anfangen, stärker zu steigen, legten die Bruttolöhne stärker zu. Die durchschnittlichen Lohnsteigerungen lagen zwischen dem ersten Quartal 2010 und dem ersten Quartal 2012 bei insgesamt 5,6 Prozent. Noch deutlicher wird der konjunkturelle Aufschwung, wenn die Verfügbaren Einkommen gemäß der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung betrachtet werden, die auch die Entwicklung der Vermögenseinkommen und die Beschäftigungsentwicklung miteinbezieht. Demnach gab es nach dem Einbruch 2009 in den Jahren 2010 und 2011 jeweils einen Zuwachs von 3 Prozent. Allerdings fehlt es an Einkommensdaten für die Großstädte, um die kommunale Preis-Einkommens-Relation tatsächlich messen zu können. Als Proxy kann die Entwicklung der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten dienen. Mit der Anzahl der Beschäftigten steigen tendenziell auch die Bruttolöhne, da über den Abbau von Arbeitslosigkeit der Faktor Arbeit knapper wird. Darüber hinaus ist die Entwicklung der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten auch aus einem anderen Grund bedeutsam für den Wohnungsmarkt. Schließlich handelt es sich bei Wohnimmobilien um eine große Investition für Haushalte, die nur getätigt wird, wenn eine gewisse Beschäftigungs- und Einkommenssicherheit vorhanden ist. Steigt die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung, dann haben mehr Haushalte eine höhere Planungssicherheit, was die Bereitschaft zum Kauf oder zur Anmietung einer neuen Wohnung befördern sollte. Abbildung 3 verdeutlicht, dass der Aufbau der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung in den betrachteten Großstädten kräftiger ist als im Bundesdurchschnitt. In Deutschland stieg die Beschäftigung zwischen

März 2006 und September 2011 um 11,7 Prozent, in München dagegen um 12,2 Prozent, in Hamburg um 16,1 Prozent und in Berlin sogar um 16,6 Prozent. Wichtig ist es, dabei auch die Dynamik zu beachten. Während in den Großstädten am Anfang des Betrachtungszeitraums die Beschäftigung langsamer wuchs, gibt es besonders seit 2010 stärkere Beschäftigungszuwächse, was auch die stärkere Dynamik am Wohnungsmarkt miterklärt.

Abbildung 3

## Beschäftigungsentwicklung in Deutschland

Entwicklung der Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten, Index März 2006 = 100



Quellen: Bundesagentur für Arbeit; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Wie in den theoretischen Vorbemerkungen diskutiert wird, entstehen spekulative Blasen häufig am Beginn eines konjunkturellen Booms, weil die Wohlstandsgewinne undifferenziert fortgeschrieben werden. Bei den Großstädten ist jedoch zu beachten, dass auch die langfristigen Prognosen als relativ robust eingeschätzt werden können. Allgemein kann davon ausgegangen werden, dass Löhne nach unten nicht flexibel sind, sodass ein Einbruch hier nicht zu erwarten ist. Am Arbeitsmarkt ist zwar ein Anstieg der Arbeitslosigkeit möglich, aber aufgrund der demografischen Entwicklung und des zunehmenden Fachkräftemangels ist das Risiko moderat. Bei den Großstädten muss berücksichtigt werden, dass diese entgegen dem bundesweiten Trend weiter wachsen. Während in Deutschland die Bevölkerung langsam zurückgeht, werden alle betrachteten Großstädte bis zum Jahr 2030 Einwohner gewinnen (Tabelle). Schon in den vergangenen Jahren konnten diese Städte starke Zuwächse verbuchen, vor allem in München wuchs die Einwohnerzahl im Zeitraum 2005 bis 2009 um 5,6 Prozent. Bis 2030 wird von einer weiteren Zunahme in Höhe von 14,8 Prozent ausgegangen. Auch in Hamburg und Frankfurt am Main wird mit einem

kräftigen Zuwachs von 7 Prozent gerechnet. Dies wird die Nachfrage nach Wohnimmobilien – sowohl zur Selbstnutzung als auch zur Miete – auf einem hohen Niveau halten.

Tabelle

## Entwicklung der Einwohnerzahl in deutschen Großstädten

Veränderung in Prozent

	2005 bis 2009	2009 bis 2030
München	5,6	14,8
Frankfurt am Main	3,1	7,3
Hamburg	1,8	7,2
Köln	1,5	2,6
Berlin	1,4	5,8

2009 bis 2030 auf Basis der Bevölkerungsvorausberechnung.

Quellen: Bertelsmann-Stiftung; Statistisches Bundesamt; Institut der deutschen Wirtschaft Köln



Zuweilen wird auch auf eine spekulative Blase geschlossen, weil die Wohnkostenbelastung – gemessen als Miete im Vergleich zum Einkommen – als besonders hoch angesehen wird, sodass bei weiteren Steigerungen von einer fehlenden Zahlungsfähigkeit ausgegangen wird. Hier hilft ein internationaler Vergleich zur Einordnung der deutschen Wohnkosten. Von staatlicher Seite sind die erforderlichen Daten zwar nicht vorhanden, aber Internetseiten wie [www.numbeo.com](http://www.numbeo.com) bieten einen Überblick. Auf Numbeo können Nutzer die Lebenshaltungskosten für einzelne Städte eintragen. Da für die einzelnen Städte zwischen 60 (München) und 260 (London) verschiedene Nutzer Werte eintragen, besitzen die Daten eine genügend große Aussagekraft für einen groben internationalen Vergleich. Betrachtet wird dabei der Mietpreis für ein 1-Zimmer-Appartement im Verhältnis zum durchschnittlichen Einkommen eines 1-Personen-Haushalts. Abbildung 4 zeigt die Ergebnisse für verschiedene europäische Metropolen.

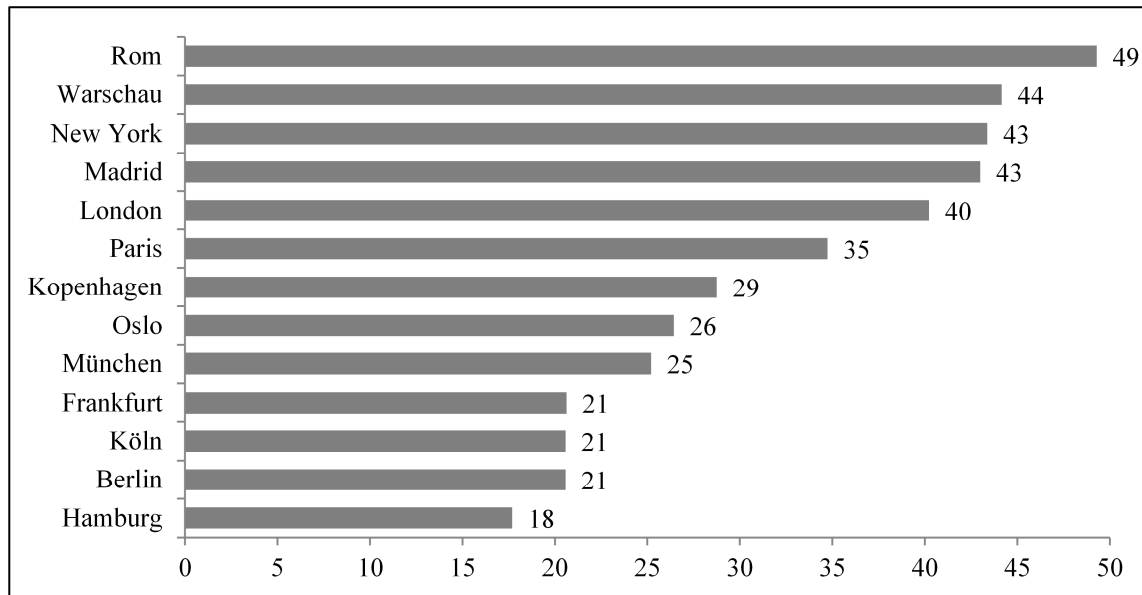
Im internationalen Vergleich ist die Wohnkostenbelastung in den deutschen Metropolen gering. Selbst München ist deutlich günstiger als Paris, London oder Madrid. Hamburg, Köln, Frankfurt oder Berlin fallen gegenüber den anderen Metropolen noch weiter ab. Diese Zahlen deuten an, dass selbst, wenn die Preise schneller steigen als die Einkommen, nicht zwangsläufig Korrekturpotenzial besteht. Allerdings könnte dies vor allem für diejenigen Mieter zu einem Problem werden, die von der Einkommensentwicklung weitgehend abgekoppelt sind, wie zum Beispiel Grundsicherungsempfänger oder Rentner.



Abbildung 4

## Wohnkostenbelastung in europäischen Metropolen

Miete für ein 1-Zimmer-Apartment im Verhältnis zu dem Einkommen eines 1-Personen-Haushalts; in Prozent



Quellen: Numbeo.com; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

## Transaktionen

Die Entwicklung der Transaktionen spielt für die Identifizierung von spekulativen Blasen eine wichtige Rolle. In Boomphasen steigt der Anteil derjenigen Transaktionen an, die aufgrund von (spekulativen) Erwartungen über die zukünftigen Preisentwicklungen getätigt werden. Letztlich entsteht eine spekulative Blase durch den Wettlauf optimistischer Erwartungen. Während konservative Anleger ihre Immobilien bei den ersten kräftigen Preisentwicklungen verkaufen, steigen neue Investoren ein, die auf weiter steigende Preise setzen. Wenn die Erwartungen überschießen, kaufen auch bei steigenden Preisen Investoren immer weiter hinzu, während andere Investoren Gewinne realisieren. Charakteristisch sind somit eine erhöhte Wiederverkaufsrate der Immobilien und ein erhöhtes Transaktionsvolumen.

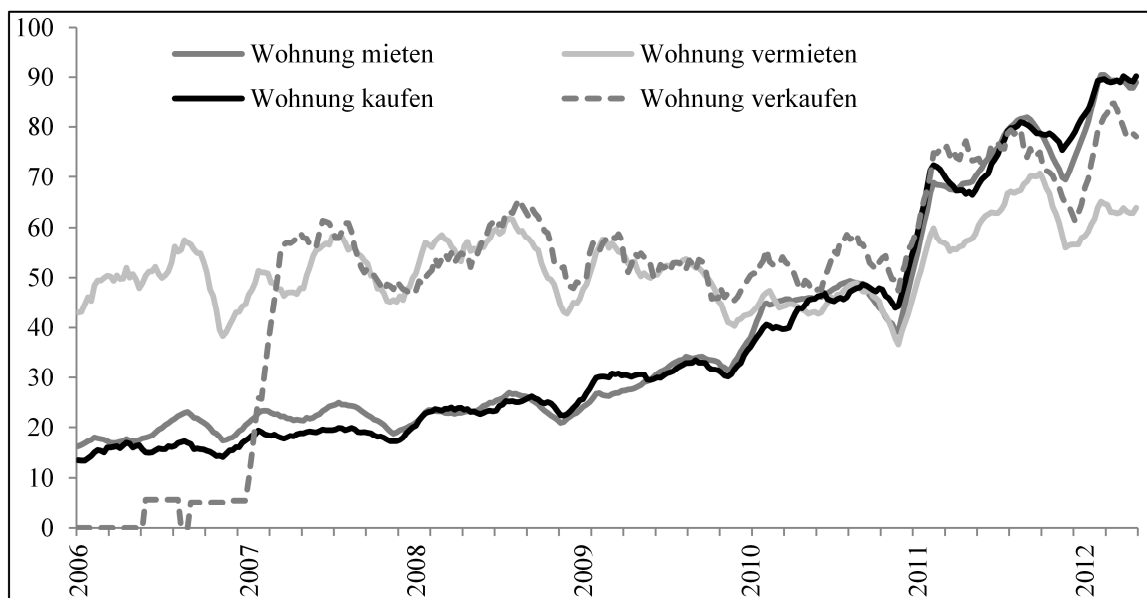
Problematisch ist allerdings, dass es in Deutschland kaum Daten zu Transaktionen gibt. Die Daten der Gutachterausschüsse reichen nur bis zum Jahr 2010 und können damit zur Beurteilung der aktuellen Lage noch nichts beitragen. Auch aus der Grunderwerbsteuerstatistik lassen sich keine aktuellen Entwicklungen ableiten. Hier gibt es den Bedarf, die Aktualität der offiziellen Statistiken weiter zu verbessern. Eine mögliche Datenalternative bietet das Internet. In den USA konnte mithilfe von Google-Daten die Immobilienkrise zumindest retrospektiv nachgezeichnet werden (Hohenstatt/Käsbauer/Schäfers, 2011).

Google speichert alle Suchanfragen und stellt unter Google Insights for Search die (anonymisierten) Auswertungen zur Verfügung. Auch für andere Fragestellungen (z. B. Influenza-Erkrankungen) wurde bereits auf Google-Daten zurückgegriffen (Ginsberg et al., 2009). Google stellt für bestimmte Suchanfragen indexierte Daten mit einem Höchstwert von 100 zur Verfügung. Es wurde ausgewertet, wie häufig die folgenden Suchanfragen gestellt wurden: Wohnung kaufen, Wohnung verkaufen, Wohnung mieten und Wohnung vermieten. In Abbildung 5 finden sich die gleitenden 10-Wochen-Durchschnitte für die genannten Suchanfragen.

Abbildung 5

### Suchanfragen bei Google zu Wohnungsmarkttransaktionen

Suchanfragen bei Google zu den Themen Wohnung kaufen / verkaufen und Wohnung mieten / vermieten, jeweils als gleitender 10-Wochen-Durchschnitt für Deutschland, Index: 100 = jeweiliger Höchstwert



Quellen: Google Insights for Search; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

 Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

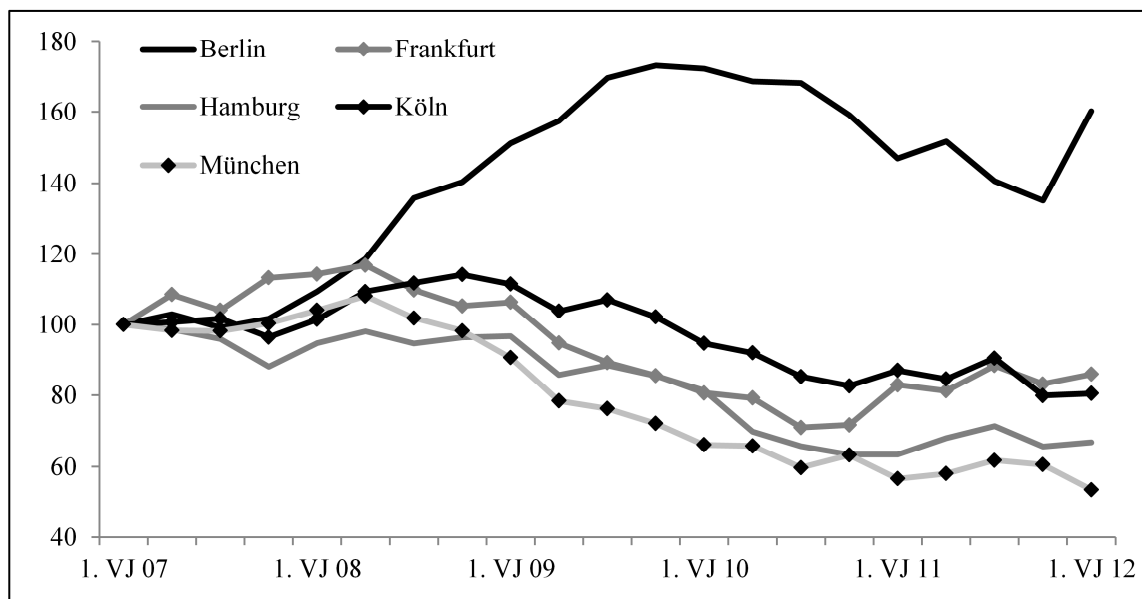
Wie vermutet, sind die betrachteten Suchanfragen seit dem Jahr 2011 deutlich gestiegen. Dabei hat offensichtlich die Nachfrage stärker als das Angebot angezogen. Die Anfragen nach Wohnungskäufen stiegen im Zeitraum Januar 2011 bis Mai 2012 um 53 Prozent an, die Anfragen nach Wohnungsverkäufen nur um rund 30 Prozent. Während die Google-Anfragen nach Wohnungen zur Miete um 62 Prozent zulegten, war im gleichen Zeitraum bei den Anfragen für Wohnungsvermietungen nur ein Plus in Höhe von rund 30 Prozent zu verzeichnen. Dies deutet insgesamt auf eine höhere Nachfrage nach Wohnungsnutzungen (Kauf oder Miete) hin und weniger auf eine spekulativ bedingte Nachfrage. Dass die Suchanfragen nach Wohnungen zum Vermieten schwächer steigen als die Anfragen für

Wohnungskäufe, weist darauf hin, dass überproportional viele Objekte von Selbstnutzern nachgefragt werden. Da Selbstnutzer weniger spekulativ agieren und in der Regel, aufgrund hoher Transaktionskosten, ihre Immobilien nicht wieder kurzfristig veräußern, spricht diese Entwicklung der Google-Anfragen ebenfalls gegen eine spekulative Blase in Deutschland.

Abbildung 6

## Anzahl der zum Kauf angebotenen Wohnungen

Angaben auf Basis von Immobilienscout24, Index 1. Quartal 2007 = 100



Quellen: Immobilienscout24; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

 Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Auswertungen für einzelne Städte werden aufgrund von inkonsistenten Ergebnissen und zu geringer Fallzahlen nicht präsentiert. Immobilienscout24 hat allerdings Daten zur Entwicklung der angebotenen Objekte für die fünf bevölkerungsreichsten Städte bereitgestellt. Diese Daten sind wiederum indexiert und bieten einen Anhaltspunkt dafür, ob die Transaktionsgeschwindigkeit in den betrachteten Metropolen zunimmt. Abbildung 6 zeigt, dass die Anzahl der angebotenen Objekte in vier der fünf Metropolen rückläufig ist. Die Preise spiegeln somit zunehmende Knappheiten wider. Berlin ist allerdings eine deutliche Ausnahme: Hier hat sich die Anzahl der angebotenen Objekte seit 2007 um 60 Prozent erhöht. Dies kann mit der spezifischen Nutzung von Immobilienscout24 zu tun haben. Jedoch erscheint es naheliegender, dass hier tatsächlich die Transaktionsgeschwindigkeit und damit auch die Wiederverkaufsrate der Immobilien angestiegen sind.

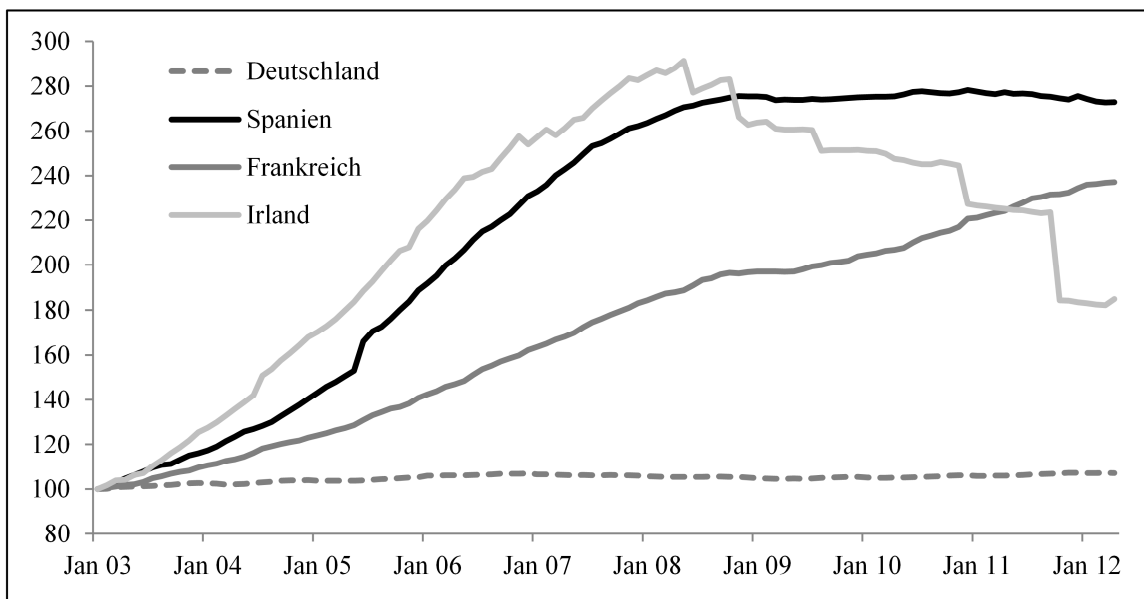
## Finanzierung

Typischerweise werden spekulative Blasen von einer expansiven Kreditvergabe begleitet. Dies liegt zum einen an dem Ziel der Marktteilnehmer, die Eigenkapitalrenditen über den Einsatz von Fremdkapital zu maximieren. Zum anderen kommt zum Tragen, dass erst über den Fremdkapitaleinsatz die Schäden aus dem Platzen einer Immobilienblase gesamtwirtschaftlich relevant werden. Hätten die Marktteilnehmer in den USA die Immobilienkäufe überwiegend mit Eigenkapital finanziert, wären die Verluste aus dem Preisverfall nur individuell angefallen. Möglicherweise hätte der Vermögensverlust nur in geringem Maß staatliche Transfers nach sich gezogen. Bedingt durch die hohe Fremdkapitalfinanzierung führte der Preisverfall jedoch zu groß angelegten Überschuldungen und Zahlungsausfällen, die dann eine Bankenkrise und später die Finanzkrise verursachten. Die Entwicklung der Fremdkapitalfinanzierung ist also entscheidend für die potenziellen Gefahren, die aus einer möglichen Preiskorrektur erwachsen können.

Abbildung 7

## Entwicklung der ausstehenden Kredite für Wohnungskäufe

Index Januar 2003 = 100



Quellen: EZB; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

 Institut der deutschen  
Wirtschaft Köln

Abbildung 7 verdeutlicht die expansive Kreditvergabe, die in Spanien und Irland den Aufbau der spekulativen Blase begleitet hat. Im Zeitraum Januar 2003 bis Juli 2007 wurden die Kreditbestände für Wohnungskäufe um mehr als 150 Prozent in Spanien und Irland ausgeweitet. Auch in Frankreich, in dem bisher noch keine Preisblase geplatzt ist, lag der Anstieg bei 75 Prozent. In Deutschland hat es dagegen bis jetzt keine Ausweitung der

Kreditvergabe gegeben. Im Zeitraum Januar 2003 bis April 2012 sind die Kreditbestände gerade einmal um 7 Prozent gestiegen.

Die sehr geringe Zunahme der Kredite für Wohnungskäufe in Deutschland ist bemerkenswert, da die Zinsen derzeit historisch niedrig sind, was die Kreditnachfrage erhöhen sollte. Auch die steigenden Immobilienpreise sollten sich theoretisch positiv auf die Kreditvergabe auswirken (Arentz/Eekhoff/Wolfgramm). Auswertungen der von Dr. Klein, einem der führenden Kreditvermittler in Deutschland, vermittelten Kreditverträge zeigen gleichwohl, dass die durchschnittliche Darlehenshöhe gestiegen ist. Während die durchschnittliche Darlehenshöhe im März 2012 bei 159.000 Euro lag, war sie im Vorjahresmonat noch bei 147.000 Euro. Gleichzeitig ist auch der anfängliche Tilgungssatz von 1,6 Prozent im März 2011 auf 1,91 Prozent im März 2012 angestiegen. Außerdem nahm im gleichen Zeitraum die Sollzinsbindung von 131 Monaten auf 143 Monate zu. Die Haushalte in Deutschland nutzen die niedrigen Zinsen folglich, um schneller zu tilgen und sich länger abzusichern. Darüber hinaus deuten die Daten sogar auf einen verstärkten Eigenkapitalanteil bei der Finanzierung hin, auch wenn es hierzu keine direkten Daten gibt. Ganz anders war hingegen die Situation in den USA im Vorfeld der Krise (Kiff/Mills, 2007). Dort wurden zunehmend variable Darlehen mit hohem Beleihungsauslauf gewählt, um den maximalen Vorteil aus den niedrigen Zinsen zu ziehen.

Insgesamt passen die Entwicklung der Kreditvergabe und die verstärkte Eigenkapitalfinanzierung in das derzeitige Bild. Schließlich sind die Marktteilnehmer aufgrund der Euro-Krise verunsichert und suchen nach Alternativen, beispielsweise zu Staatsanleihen. Eine höhere Fremdkapitalfinanzierung würde dem entgegenlaufen, da gerade das Eigenkapital investiert werden soll. Wie schon in der Vergangenheit stabilisiert die Immobilienfinanzierung den deutschen Immobilienmarkt (Henger/Voigtländer, 2011).

### **Schlussfolgerungen**

Die Analyse zeigt, dass sich derzeit keine spekulative Blase am deutschen Immobilienmarkt aufbaut. Die Immobilienpreise, die lange Zeit real gesunken sind, folgen vielmehr den fundamentalen Faktoren wie den Mieten und den Einkommen, was eine zukünftige Preiskorrektur eher ausschließt. Darüber hinaus ist die Finanzierungspraxis in Deutschland ein stabilisierender Faktor. Aktuell ist eher zu beobachten, dass der Eigenkapitalanteil steigt und die Kredite schneller zurückgezahlt werden. Auch wenn es zu einer Korrektur am Immobilienmarkt käme, gäbe es anders als etwa in Spanien oder den USA kaum Rückwirkungen auf die Finanzwelt. Lediglich Berlin ragt etwas heraus, weil hier die Wiederverkaufsrate gestiegen ist. Zudem deutet dort die Diskrepanz zwischen der Preisent-

wicklung von Eigentumswohnungen und Eigenheimen auf Korrekturpotenzial hin. Gemessen an den übrigen Kriterien ist die Entwicklung dort allerdings nicht besorgniserregend.

Die Ursachen für die aktuell zu beobachtenden Preisentwicklungen sind demnach vorrangig fundamentaler und nicht spekulativer Natur:

1. Die hohe Nachfrage nach Wohnungen in Metropolen folgt dem allgemeinen Trend der Re-Urbanisierung (BBSR, 2011). Gerade jüngere Senioren zieht es in die Städte, um soziale Kontakte zu pflegen und einen leichteren Anschluss an Kultur und Freizeitaktivitäten zu erhalten. Hinzu kommen gestiegene Mobilitätskosten – vor allem aufgrund steigender Benzinpreise –, die die Zahlungsbereitschaft für zentrale Lagen erhöht. Außerdem ist davon auszugehen, dass es Nachholeffekte gibt. Schließlich war die langsame Preisentwicklung in der Vergangenheit eher untypisch und lässt sich primär auf aufgeschobenen Wohnkonsum zurückführen, etwa aufgrund von Unsicherheiten am Arbeitsmarkt. Die vergleichsweise gute konjunkturelle Lage wird offensichtlich dazu genutzt, den Wohnkonsum wieder zu erhöhen.
2. Die Euro-Krise hat die Unsicherheit der Anleger verstärkt und die Suche nach sicheren Alternativen forciert. Wohnimmobilien in Großstädten gelten dabei aufgrund der demografischen Entwicklung als besonders sicher. Dass die Vervielfältiger in Hamburg und München steigen, kann so interpretiert werden, dass die Anleger aufgrund der besonders guten Aussichten in beiden Städten bereit sind, eine niedrigere Rendite zu akzeptieren, die aus dem ungünstigeren Verhältnis von Mieten und Preisen resultiert.

Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass sich die derzeitige Entwicklung fortsetzen wird, je nach den Entwicklungen im Euro-Raum jedoch möglicherweise langsamer als bisher. Darüber hinaus sollten die Immobilienmärkte kontinuierlich beobachtet werden, da sich die Erwartungsbildung immer auch verselbstständigen kann und es zu einer Übertreibung kommt. Hierzu sollten die Datengrundlagen verbessert werden, besonders indem aktuellere Daten zu Preisen und Transaktionen zur Verfügung stehen. Daten von Internetportalen können diese Lücke teilweise schließen, bilden aber nicht das vollständige Marktgeschehen ab.

---

## Literatur

Arentz, Oliver / Eekhoff, Johann / Wolfgramm, Christine, 2010, Zur Finanzmarktkrise: Die Rolle der Immobilienbewertung, IWP Discussion Paper, Nr. 2010/1, Köln

Baker, Dean, 2006, The Menace of an Unchecked Housing Bubble, in: The Economists' Voice, 3. Jg., Heft 4, Berkeley Electronic Press ([www.bepress.com/ev](http://www.bepress.com/ev)), März

BBSR – Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung, 2011, Renaissance der Großstädte – eine Zwischenbilanz, BBSR-Berichte KOMPAKT, 9/2011, Bonn

Catte, Pietro / Girouard, Nathalie / Price, Robert / André, Christophe, 2004, Housing Markets, Wealth and the Business Cycle, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 394, Paris

Ginsberg, Jeremy / Mohebbi, Matthew H. / Patel, Rajan S. / Brammer, Lynnette / Smolinski, Mark S. / Brilliant, Larry, 2009, Detecting Influenza Epidemics Using Search Engine Query Data, in: Nature, Nr. 457, S. 1012–1014

Helbling, Thomas F., 2005, Housing price bubbles – a tale based on housing price booms and busts, in: BIS Papers, Nr. 21, Basel, S. 30–41

Henger, Ralph / Voigtländer, Michael, 2011, Immobilienfinanzierung nach der Finanzkrise, IW-Analysen, Nr. 73, Köln

Hohenstatt, Ralf / Käsbauer, Manuel / Schäfers, Wolfgang, 2011, "Geco" and its potential for real estate research: Evidence from the US housing market, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 33., Heft 4, S. 471–506

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

Kiff, John / Mills, John, 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.

Poterba, James M., 1984, Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset Market Approach, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 99, Heft 4, S. 729–775

Shiller, Robert, 2005, Irrational Exuberance, 2. Aufl., Princeton

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

Voigtländer, Michael, 2012, Real Estate Data Sources in Germany, in: Just, Tobias / Maennig, Wolfgang (Hrsg.), Understanding German Real Estate Markets, Heidelberg, S. 3–17

\*\*\*

## Is There a Speculative Bubble in the German Residential Property Market?

In the years 2010 and 2011 prices for residential property throughout Germany have risen in real terms for the first time in a decade. At up to 5 percent per annum the price increases in some metropolitan areas are so steep that there are fears of an overheated market or the development of a speculative bubble. In fact, however, there are no signs of a speculative bubble in the German property market. On the contrary, prices are following rents and the strong growth in the economy. The main drivers of the dynamic price development in large cities are re-urbanisation and the desire of investors to find a safe place to put their money.

IW-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung  
aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 39. Jahrgang, Heft 3/2012; ISSN 0941-6838 (Printversion);  
ISSN 1864-810X (Onlineversion). Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie  
über [lizenzen@iwkoeln.de](mailto:lizenzen@iwkoeln.de), die erforderlichen Rechte für elektronische Pressespiegel unter  
[www.pressemonitor.de](http://www.pressemonitor.de) © 2012, IW Medien GmbH, Köln; DOI: 10.2373/1864-810X.12-03-01