



# Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr

28. Mai 2015

David Folkerts-Landau  
Group Chief Economist

## Editoren

Barbara Böttcher  
Head of European Policy Research

Stefan Schneider  
Chief German Economist

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

- **In unserem Basisszenario bleibt die Blasengefahr gering.** Aufgrund der im internationalen wie historischen Vergleich immer noch niedrigen deutschen Hauspreise und der schwachen Kreditexpansion charakterisieren wir den aktuellen Zyklus als Normalisierung.
- **Problematisch könnte die schwache Angebotsreaktion sein.** Da einige Indikatoren sogar eine nachlassende Baudynamik anzeigen, könnten sich der Nachfrageüberhang und der Preisdruck weiter erhöhen. Sowohl Kapazitätsrestriktionen, insbesondere der Mangel an geeigneten Arbeitskräften, als auch die Verschärfung des regulatorischen Umfeldes, insbesondere die Einführung der sogenannten Mietpreisbremse, könnten dabei die Bauaktivität bremsen. Bestätigt sich in den nächsten Monaten ein Zusammenhang mit der Mietpreisbremse, sollte diese von den Bundesländern nicht implementiert werden.
- **Deutsche Wohnimmobilien sind mit Mietrenditen von 2-4%-Punkten über den Renditen der 10-jährigen Bundesanleihen attraktive Anlagealternativen.** Die zunehmend negativen Anleiherenditen erhöhen den Druck auf in- und ausländische institutionelle Investoren, auf neue Anlageklassen auszuweichen. Ebenso verschieben die in den letzten Monaten nochmals stark gefallen Hypothekenzinsen die Entscheidung privater Haushalte, eine Wohnung zu kaufen oder zu mieten, deutlich zu Gunsten des Kaufs.
- **Die Blasengefahr steigt insbesondere dann an, wenn die Hypothekenzinsen weiter fallen und die Beleihungswerte beginnen würden zu steigen.** In diesem Szenario steigen die Eigenkapitalrenditen rasant an und erhöhen Deutschlands makroprudenzielle Risiken deutlich.



## Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr

---



## Wird die Politik bezahlbaren Wohnraum „schaffen“?

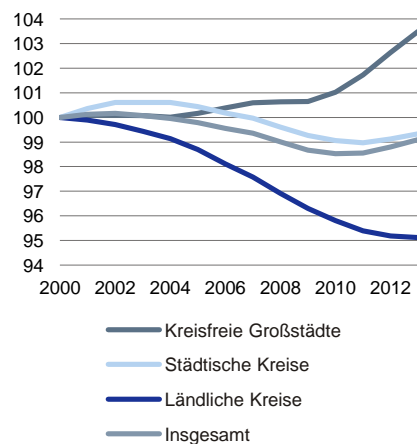
Das Ziel der großen Koalition „bezahlbaren Wohnraum“ zu ermöglichen, ist angesichts der angespannten Situation in den Ballungszentren von wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Relevanz. Die Politik ergreift aber nur teilweise die richtigen Mittel. So könnte die geplante Wohngelderhöhung für einkommensschwache Familien den Preisdruck im unteren Immobiliensegment verstärken. Positiv bewerten wir auch die neue Anlageverordnung für Versicherungen und Pensionsfonds, welche die Infrastrukturinvestitionen stärkt und damit zu einem geringen Anstieg der Hauspreise in den Ballungsgebieten beitragen kann. Einen relativ geringen Einfluss auf das Marktergebnis erwarten wir von der Neuregelung der Maklercourtage. Die anderen Gesetzesänderungen wie Mietpreisbremse, Erhöhung der Grunderwerbssteuer und Belastungen aus der Energiewende stehen unserer Ansicht nach dem Ziel, bezahlbaren Wohnraum zu schaffen, im Wege. Bevor wir die wohnungspolitische Diskussion fortsetzen, analysieren wir die Angebots- und Nachfragesituation am deutschen Wohnimmobilienmarkt.

## Deutschlands Urbanisierung verstärkt sich

2000-2013: Deutsche Bevölkerung nach Kreistypen

1

2000=100



Quellen: BBSR, Deutsche Bank Research

Die deutschsprachige Region war jahrhundertlang, trotz gemeinsamer Sprache und Kultur, kein Nationalstaat, sondern bestand aus vielen regionalen Zentren. Deutsche Städte wuchsen entsprechend langsamer und es entwickelten sich keine globalen Metropolen. Zum Vergleich: Die sieben größten Städte haben zusammen weniger Einwohner, als die jeweiligen Großräume Paris und London. Die dortige hohe Nachfrage, bei begrenztem Angebot an Fläche, spiegelt sich auch in den Wohnungspreisen wider. So sind die Durchschnittspreise in Paris und London typischerweise mehr als doppelt so hoch, wie in den teuersten deutschen Städten (Grafik 3).

In den letzten Jahren hat jedoch auch in Deutschland die Urbanisierung an Dynamik gewonnen. So steigt die Einwohnerzahl in den Großstädten und Metropolregionen. Aufgrund der hohen deutschen Löhne und der guten Jobchancen zieht Deutschland seit einigen Jahren viele Migranten aus den ost- und südeuropäischen Ländern an. Zuwanderer präferieren dabei Deutschlands Ballungsräume. Gleichzeitig steigt aber dort auch durch die Binnenwanderung die Zahl der Einwohner. Diese Entwicklungen könnten zu einem nachhaltigen Anstieg der Einwohnerzahlen in den wirtschaftsstarke Großstädten und Ballungsräumen führen.

## Hohe Nachfrage von privaten, institutionellen und ausländischen Investoren

In dem aktuellen Niedrigzinsumfeld steigt für private Haushalte der Anreiz zu kaufen statt zu mieten. So sind in den Ballungsräumen die Mieten im aktuellen Zyklus zwar langsamer gestiegen als die Preise, jedoch macht der starke Zinsrückgang die Kaufentscheidung in vielen Fällen attraktiv. In Standardkreditfällen, mit Eigenkapitalunterlegung, fester Zinsbindung und durchschnittlicher Tilgung, sinken beim Kauf einer aktuell gemieteten Wohnung praktisch vom ersten Monat an die Wohnausgaben. Als Folge dieser Entwicklung könnte die im internationalen Vergleich besonders niedrige deutsche Eigentümerquote stark ansteigen. Das durch die Eurokrise mitverursachte Zinstief könnte also die Grundlage für eine Entwicklung sein, um die sich das Baukindergeld, die Eigenheim-



## Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr

---

zulage und andere staatliche Subventionen jahrzehntelang vergeblich bemühen.

Aber auch die Immobiliennachfrage von institutionellen Investoren, wie Versicherungen, Pensionsfonds und Stiftungen, könnte an Dynamik gewinnen. In den letzten Jahren wurde zwar viel über die geringe Nachhaltigkeit der bisherigen Geschäftsmodelle im Niedrigzinsumfeld diskutiert, aber man profitierte weiterhin von Preissteigerungen im Anleihemarkt. Angesichts der ultraniedrigen Zinsen von deutlich unter 1% auf 10-jährige Bundesanleihen und einer negativen Rendite für Laufzeiten bis zu fünf Jahren, verschlechtert sich nun das Rendite-Risiko-Verhältnis deutlich, da die Kursgewinne sehr begrenzt erscheinen und das Risiko besteht, eine geringe oder gar negative Rendite mit hoher Volatilität zu bezahlen. Damit rücken Immobilien als Anlageklasse stärker in das Blickfeld der institutionellen Investoren. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der ultraexpansiven Geldpolitik. Mit den seit März laufenden Staatsanleihekäufen der Europäischen Zentralbank (EZB) dürften die Anleiherenditen zunächst niedrig bleiben. Einige Investoren waren bisher schon eher abwartend, sitzen daher auf relativ hohen Kassenbeständen und haben nun erhöhten Anlage- druck.

Auch für ausländische Investoren ist der deutsche Wohnimmobilienmarkt weiterhin attraktiv. Die stabilen Mietrenditen und die potentielle Unterbewertung des Marktes sind dabei nur ein Investitionsanreiz. So ist mit dem erneuten Aufflammen der Griechenlandkrise der deutsche TARGET2-Saldo wieder um rund EUR 80 Mrd. gegenüber Juli 2014 gestiegen. Die politische Unsicherheit könnte auf hohen Niveaus verharren, da europa- und eurokritische Parteien in vielen Ländern hohe Umfragewerte verzeichnen. Entsprechend würden weitere Kapitalzuflüsse nach Deutschland nicht überraschen und angesichts der niedrigen Anleiherenditen sollte der Immobilienmarkt stärker von diesen Zuflüssen profitieren als in der Vergangenheit. Trotzdem gibt es insgesamt gute Gründe, warum der recht hohe Abstand zwischen Mietrendite und Anleiherenditen bzw. Mietrendite und Finanzierungskosten für einige Zeit bestehen bleiben sollte.

## Angebot und Nachfrage im Ungleichgewicht

Auf die hohe Nachfrage in den Ballungsräumen ist Deutschland nicht ausreichend vorbereitet. Zwar sind die meisten Immobilienmärkte durch ein kurzfristig unelastisches Angebot gekennzeichnet, denn oft beansprucht die Realisierung von Bauprojekten viel Zeit für die Planung, die Einholung von Baugenehmigungen und das Auswählen von Handwerkern und Bauunternehmern. In Deutschland ist das Wohnangebot wohl aber auch auf mittlere oder sogar lange Sicht restringiert. So fällt Deutschlands strukturelle Investitionsmüdigkeit im Wohnungsbau im internationalen Vergleich auf. Seit dem Jahr 2000 lagen die deutschen Baufertigstellungen in Summe bei nur rund 7% des Wohnungsbestandes, während er in vielen großen europäischen Ländern im zweistelligen Prozentbereich lag. Auch die OECD verweist auf die niedrige Angebotselastizität und in diesem Zusammenhang auf den hohen deutschen Regulierungsgrad und die strikte Mietregulierung, bereits vor der Einführung der Mietpreisbremse.

Die zurückhaltende Bauaktivität hat sich auch im aktuellen Zyklus nicht wesentlich verändert. So waren in den letzten Jahren die französischen Baufertigstellungen relativ zum Bestand fast doppelt so hoch wie die deutschen Baufertigstellungen, trotz der besseren wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland. Ebenso liegen die realen deutschen Baugenehmigungen in Euro pro Kopf, trotz einer stetigen Verbesserung in den letzten Jahren, immer noch rund 30% unter dem eigenen historischen Durchschnitt. Überraschend sind insbesondere die immer noch niedrigen Baufertigstellungen in den Ballungsgebieten und dies trotz steigender Einwohnerzahlen. Entsprechend dieser Entwicklung liegt, laut



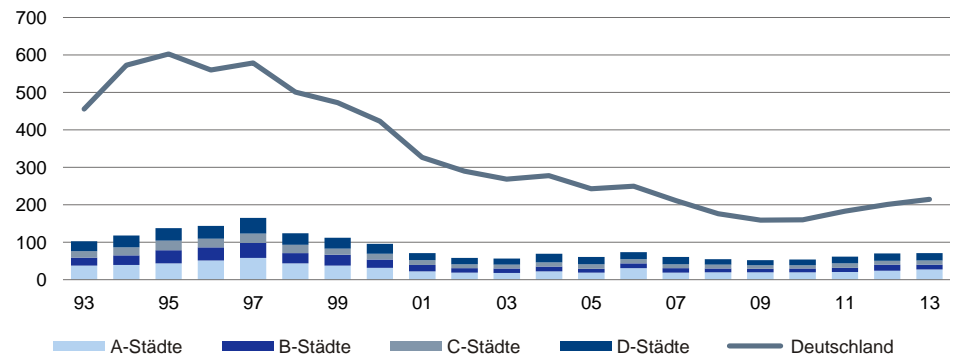
## Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr

dem Immobiliendienstleister CBRE, die marktaktive Leerstandquote auf äußerst niedrigen Niveaus – in Berlin, Düsseldorf, Köln und Stuttgart unter 2% und in München, Frankfurt und Hamburg sogar deutlich unter 1%.

### Baufertigstellungen

2

Anzahl Wohnungen in '000



Quellen: BulwienGesa, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Hauspreise ziehen weiter an

Dieses Marktgleichgewicht mit geringer Angebotsausweitung und dynamisch wachsender Nachfrage resultiert in einem hohen Preisdruck. In den letzten sechs Jahren stiegen die Preise bundesweit durchschnittlich bereits um 30% und in einigen Städten sogar um 50%. Auch im Jahr 2014 verteuerten sich die Wohnimmobilien bundesweit um 5,4% gegenüber Vorjahr. Damit hat sich die Preisdynamik zwar nominal abgeschwächt (2012: 6,3%, 2013: 6,3%), inflationsbereinigt lag aber in den letzten drei Jahren der Preisanstieg nahezu konstant bei rund 4,5%.

Da jedoch die Einkommen und Mieten der Haushalte ebenfalls gestiegen sind, haben die deutschen Erschwinglichkeitsindizes, wie Preis-zu-Einkommen und Preis-zu-Mieten, nur rund 10% ihrer Unterbewertung wettgemacht und liegen aktuell immer noch rund 10% unter ihren historischen Durchschnittswerten. Auch im internationalen Vergleich sind deutsche Städte nicht teuer. So gibt es laut Numbeo.com<sup>1</sup> 44 europäische Städte mit durchschnittlichen Wohnpreisen außerhalb der Innenstadt von über EUR 2800 pro Quadratmeter. Darunter befinden sich 8 britische, 7 schweizerische, 6 italienische, 5 norwegische aber nur 4 deutsche Städte. Dabei liegt München, als teuerste deutsche Stadt, lediglich auf dem 15. Rang. Stuttgart, Hamburg und Düsseldorf, laut Numbeo die weiteren deutschen Städte mit einem Quadratmeterpreis von knapp über EUR 2800, rangieren auf den hinteren Plätzen. Trotz unterschiedlicher institutioneller, regulatorischer und gesetzlicher Rahmenbedingungen stellen diese Zahlen die von der Bundesbank ausgemachte Überbewertung in den deutschen Großstädten von bis zu 25% – auf Basis einer nationalen Stichprobe – in Frage.

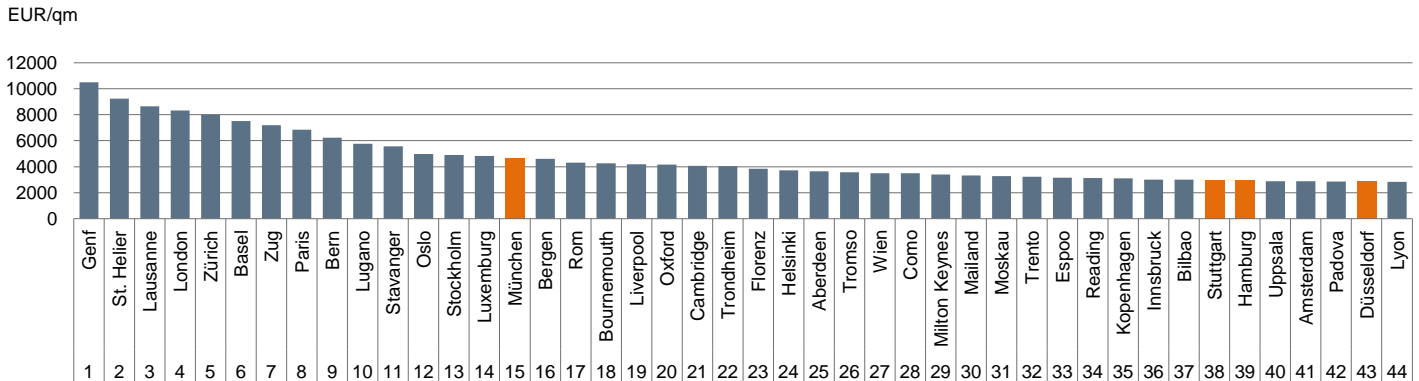
<sup>1</sup> Die Numbeo.com Daten beruhen auf der Befragung von Nutzern, die online ihre Preise und auch Daten über Lohnqualität in Städten eintragen. Aus verschiedenen Gründen halten wir die Daten für aussagekräftig: 1. Verschiedene andere anerkannte Medien (Financial Times, Economist etc.) haben Numbeo bereits zitiert. 2. Die Preise in dieser inoffiziellen Datenquelle liegen zumeist nahe an offiziellen Stadtstatistiken, soweit diese verfügbar sind. 3. Sie spiegeln regelmäßig die Erfahrungen und anekdotische Evidenz von Marktteilnehmern wider.



## Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr

Apartmentpreise außerhalb der Innenstadt über EUR 2.800

3



Download von Numbeo.com erfolgte am 15. Mai 2015.

Quellen: Numbeo, Deutsche Bank Research

## Blasengefahr aufgrund derzeit schwacher Kreditdynamik gering

Zudem gehört zu einer Marktüberhitzung im Immobilienmarkt typischerweise auch eine starke Kreditexpansion. Im aktuellen Hauspreiszyklus ist das Neugeschäft der Wohnbaukredite seit 2008 um lediglich 15% gewachsen und dies trotz der Halbierung der Zinskosten; denn die langfristigen Hypothekenzinsen fielen von 5% in 2008 auf unter 2%. Da die Haushalte die niedrigen Zinsen jedoch eher dazu nutzen ihre Tilgungsrate zu erhöhen, ist das Kreditvolumen nur um 7% angestiegen, also um rund 1% pro Jahr. Zum Vergleich: In vielen europäischen Ländern mit Hauspreisblasen stieg das Kreditvolumen oft um mehr als 10% pro Jahr.

Auch relativ zu gesamtwirtschaftlichen Größen ist das deutsche Kreditwachstum im aktuellen Zyklus recht träge. So stieg das Volumen der Wohnbaukredite schwächer als die Inflationsrate. Relativ zur Wirtschaftskraft sind die Hypothekarkredite sogar deutlich zurückgegangen, von 50% auf fast 40% des BIPs. Entsprechend lautet unser bekanntes Zwischenfazit: Das derzeitige Wachstum der Wohnungsbaukredite gibt wenig Anlass zur Sorge, und die Preisentwicklung im aktuellen Zyklus interpretieren wir als Normalisierung. Basierend auf dieser Analyse gehen wir in unserem Basisszenario davon aus, dass Kredit- und Preiswachstum weiterhin moderat bleiben. Aus dem Nachfragedruck, regulatorischen Eingriffen und den Auswirkungen der ultraniedrigen Zinsen könnte sich aber auch ein Szenario entwickeln, welches ein Umdenken in der Politik und stärkere regulatorische Eingriffe erforderlich macht.

## Schwächt sich die Bauaktivität ab?

Um das Potenzial für eine Marktüberhitzung in den nächsten Jahren klein zu halten, ist die Ausweitung des Wohnungsangebots in den Ballungsräumen von zentraler Bedeutung. Allerdings gab es jüngst – zumindest auf Bundesebene – eine Reihe von Indizien wie der ifo Geschäftsklimaindex für den Bau und die Baugenehmigungen, die auf eine eher abflachende Dynamik hindeuten (Grafik 6 und 7). So liegt womöglich eine Kapazitätsrestriktion vor, die eine weitere Angebotsausweitung verhindert. Die Kapazitätsauslastung im Bausektor ist auf historisch hohem Niveau. Laut ifo-Umfrage beklagen relativ viele Bauunternehmer einen Mangel an Arbeitskräften und die Arbeitsagentur meldet einen Fachkräftemangel, insbesondere bei Klempnern und Sanitärberufen. In den letzten

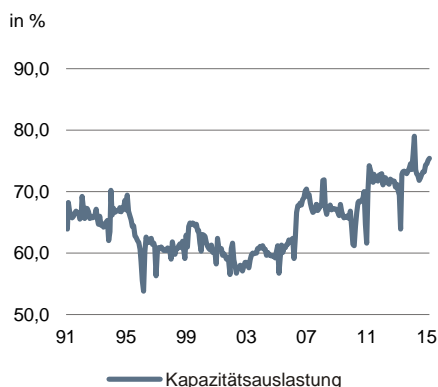


## Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr

Jahren ist für diese Berufsgruppe die Vakanzzeit sozialversicherungspflichtig Beschäftigter von hohen Niveaus weiter gestiegen und die Zahl der offenen Arbeitsstellen übertrifft aktuell die Zahl der Arbeitslosen deutlich. Ein Engpass in einem Subsektor des Baugewerbes könnte auch negative Effekte auf die gesamte Bauaktivität haben. Da die Ausbildungszahlen im Bauhauptgewerbe sogar leicht rückläufig sind, könnte sich der Fachkräftemangel verfestigen. Zudem könnte die hohe Antragszahl für die Rente ab 63, Ende März gab es rund 280.000 Anträge, den Fachkräftemangel am Bau weiter verschärfen.

ifo: Kapazitätsauslastung

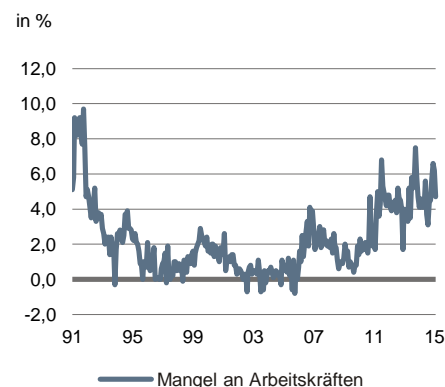
4



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

ifo Konjunkturtest: Bau

5



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

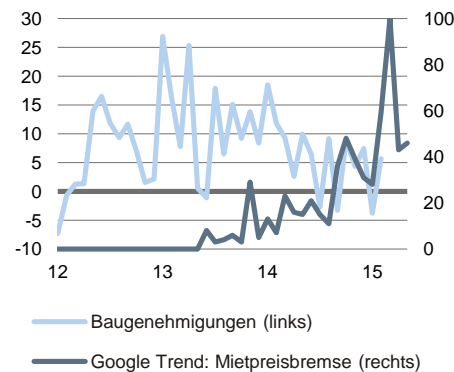
Eine weitere Ursache für die gebremste Baudynamik könnte politikinduziert sein. In den Grafiken 6 bis 8 haben wir die Entwicklung der oben genannten Bauindikatoren gegen die Häufigkeit des Stichworts „Mietpreisbremse“ abgetragen, welche wir mittels Google-Trend erfasst haben. Man kann vermuten, dass mit der im Bundestagswahlkampf Mitte 2013 beginnenden Diskussion über „bezahlbaren Wohnraum“, die Unsicherheit der Investoren über das künftige regulatorische Umfeld anstieg. So war bis vor kurzem noch unklar, wie das neue Gesetz den Erstbezug von Neubauten und die Modernisierungen regelt. Womöglich haben Bauinvestoren einige Projekte zurückgestellt, um die Auswirkungen der neuen Regeln auf ihr Investitionskalkül abzuwarten. Aufgrund der hohen Volatilität der Zeitreihen, hier ist insbesondere auf Grafik 8 und den sprunghaften Anstieg des Auftragsbestandes Ende 2014 zu verweisen, muss die Bauaktivität in den nächsten Monaten, insbesondere nach regionaler Implementierung der Mietpreisbremse, genau beobachtet und analysiert werden.



## Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr

### Baugenehmigungen & Mietpreisbremse 6

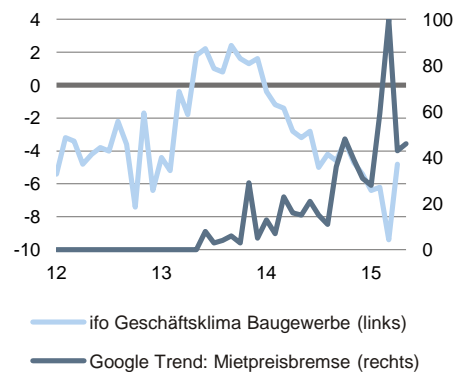
links: Baugenehmigungen % gg.Vj.  
rechts: Google Trend Indikator in Indexpunkten



Quellen: Statistisches Bundesamt, Google, Deutsche Bank Research

### ifo Bauklima & Mietpreisbremse 7

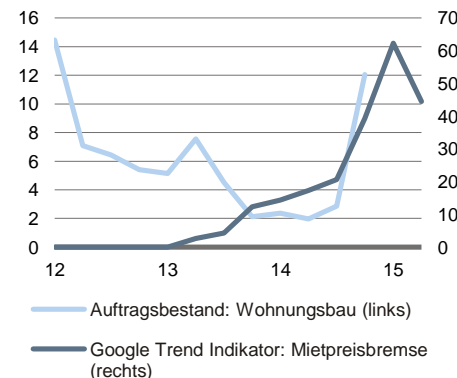
links: ifo Bau, Saldo der Umfrage, saisonbereinigt  
rechts: Google Trend Indikator in Indexpunkten



Quellen: ifo, Google, Deutsche Bank Research

### Auftragsbestand & Mietpreisbremse 8

links: Auftragsbestand % gg.Vj.  
rechts: Google Trend Indikator in Indexpunkten



Quellen: Statistisches Bundesamt, Google, Deutsche Bank Research

## Regulierung behindert das Angebot

Bereits vor den jüngsten wohnungspolitischen Maßnahmen war, wie oben beschrieben, Deutschlands Bauaktivität träge. Hierfür gibt es eine Reihe von Gründen. Erstens, ist eine zu geringe Ausweisung von neuem Bauland zu nennen. In einigen Städten mit engezogenen Stadtgrenzen ist dies ein dauerhaftes Hindernis. Zweitens, tragen Bauvorschriften, die beispielsweise die Geschosshöhe von Wohnbauten strikt regulieren, ebenfalls zur Angebotsknappheit bei. Drittens, sind lange Genehmigungsverfahren und die Genehmigung von Bauprojekten unter der Auflage, günstigen Wohnraum bereitzustellen, zu nennen.

Bisher hat der Gesetzgeber nicht versucht Investitionsanreize zu setzen, um die Angebotsknappheit zu entschärfen. Im Gegenteil hat die aktuelle Regierung den Regulierungsgrad durch die Einführung der „Mietpreisbremse“ weiter verschärft. Aus der Literatur zu Mietpreisbindungen lassen sich letztlich keine eindeutigen Erwartungen auf das Marktergebnis ableiten, da dies von sehr vielen Details abhängt. Aber natürlich besteht das Risiko eines nachhaltig negativen Einflusses. Auf jeden Fall dürfte es zu einer Verunsicherung potentieller Investoren kommen. So stehen aktuell die Drohungen von Verfassungsbeschwerden gegen die Mietpreisbremse im Raum. Gleichfalls könnte die fehlende juristische Grundlage für die Berechnung der ortsüblichen Miete – Wiedervermietungen dürfen nach dem neuen Gesetz maximal 10% über der ortsüblichen Miete liegen – zu Rechtsstreitigkeiten führen. So hat im Mai 2015 ein Berliner Amtsgericht den lokalen Mietspiegel als unwissenschaftlich bezeichnet und ihn damit als Grundlage für gesetzliche Regelungen in Frage gestellt.

Auch die regelmäßige Anhebung der Grunderwerbssteuer, in einigen Bundesländern wurde der Steuersatz innerhalb weniger Jahre verdoppelt, steht dem Ziel „bezahlbaren Wohnraum“ zu schaffen im Wege. Zusammen mit den zusätzlichen Belastungen durch die Energiewende könnte manches Bauvorhaben nicht realisiert worden sein. So erhöht eine Wärmedämmung die Kosten schnell um 100 Euro pro Quadratmeter, wobei die Wirtschaftlichkeit, also niedrigere laufende Kosten, die die Anschaffungskosten wieder reinspielen, gerade bei niedrigen Ölpreisen, nicht garantiert ist. Zudem legte die Große Koalition die geplante steuerliche Förderung von neuen Heizkesseln, Isolierfenstern und gedämmten Fassaden jüngst auf Eis.



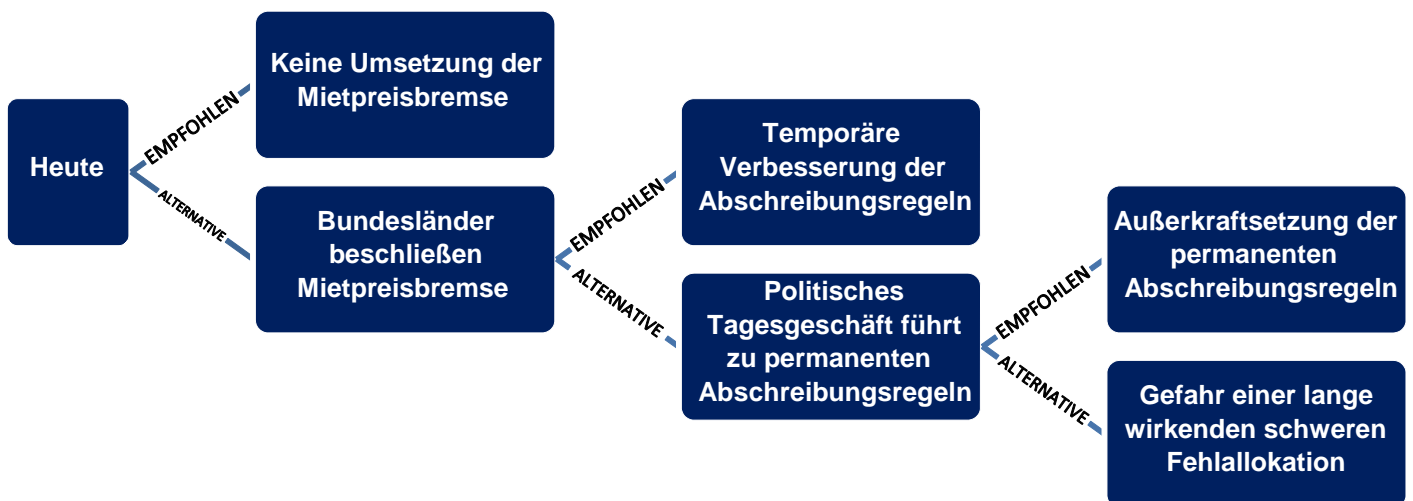


## Politikempfehlungen zur Schaffung bezahlbaren Wohnraums

Wird die gebremste Bauaktivität ein dauerhaftes Problem, sollte die Umsetzung der Mietpreislösung – das Bundesgesetz räumt den Bundesländern lediglich die Möglichkeit der regionalen Implementierung ein – unterbleiben. Wird diese Empfehlung auf Länderebene ignoriert, dann sollte die Bundesregierung die Bauaktivität über verbesserte Abschreibungsregeln stimulieren. Diese Regeln sollten insbesondere Investitionsanreize in den Ballungsräumen setzen, um ein Überangebot an Wohnungen am Ende des aktuellen Hauspreiszyklus zu vermeiden, zeitlich begrenzt sein. Jedoch könnten Politiker insbesondere im Vorfeld von Wahlen in Versuchung geraten aus der temporären eine permanente Lösung zu machen. Die Geschichte staatlicher Subvention lehrt uns, dass dies jedoch mehr volkswirtschaftlichen Schaden als Nutzen stiftet. Nachstehend haben wir unsere Politikempfehlung grafisch dargestellt.

Kette von Politikempfehlungen um Fehlallokationen zu vermeiden

9



Quelle: Deutsche Bank Research

Sollte sich ein dauerhafter Engpass an Fachkräften herauskristallisieren, so sollte die Bundesregierung auch für den Bausektor eine gezielte Einwanderungsstrategie entwickeln. Des Weiteren lässt der Preisdruck auf die Ballungsräume sich auch durch eine Verbesserung der regionalen Verkehrsinfrastruktur abfedern. Eine bessere Anbindung sollte die Nachfrage in den Ballungsräumen selbst reduzieren bzw. erlaubt ein Ausweichen der Wohnnachfrage auf die umliegenden Regionen. Hier könnten von staatlicher Seite weitere Impulse, insbesondere beim Ausbau der kommunalen Infrastruktur in Ballungsräumen, gesetzt werden.<sup>2</sup> Positive Impulse sollte die neue Anlageverordnung für Versicherungen und Pensionsfonds auslösen, da durch eine verbesserte Etablierung der Anlageklasse Infrastrukturdarlehen zusätzliche Investitionsmittel in die Verkehrsinfrastruktur fließen.

<sup>2</sup> Oliver Rakau (2014). Mehr Infrastrukturinvestitionen – trotz fragwürdiger ‚Lückenanalyse‘. Standpunkt Deutschland. 5. Dezember 2014.

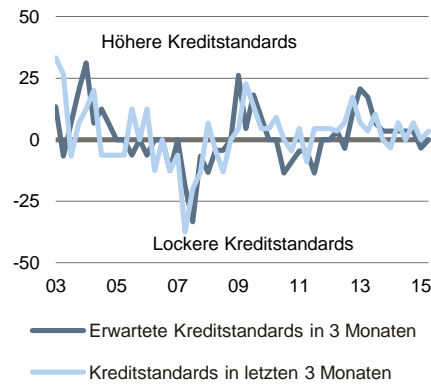


## Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr

Bank lending survey - Umfrage zum Hypothekenkreditgeschäft der Banken

10

Nettoprozentsaldo, nsb



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Kreditmarkt: Real- vs. Risikoinvestoren

11

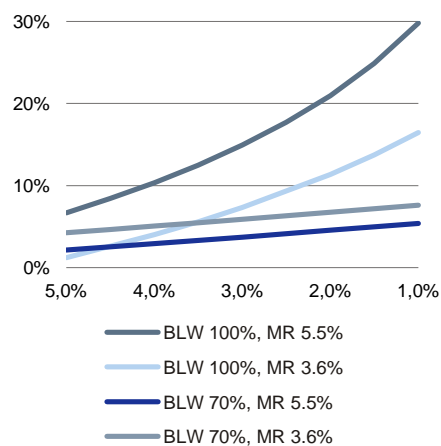


Quelle: Deutsche Bank Research

Eigenkapitalrendite steigt rasant bei sinkenden Hypothekenzinsen und hohen Beleihungswerten

12

y-Achse: Eigenkapitalrendite  
x-Achse: Hypothekenzinsen



BLW=Beleihungswert, MR=Mietrendite  
Standardkreditfall für Anlageobjekt: 2% Tilgung, Preis- und Mietsteigerungen 2% p.a.

Quelle: Deutsche Bank Research

## Empfehlung an die makroprudenzielle Aufsicht

Die zahlreichen geplatzen Immobilienblasen in anderen Ländern liefern umfangreiches Anschauungsmaterial. Deutschlands wichtigstes makroprudenzielles Gremium, der Ausschuss für Finanzstabilität (abgekürzt AFS, bestehend aus Vertretern des Finanzministeriums, der Bafin und der Bundesbank) betrachtet daher drei Faktoren als wesentlich für das Blasenrisiko: steigende Hauspreise, eine dynamische Kreditexpansion und die Lockerung der Kreditvergabestandards. Im aktuellen deutschen Zyklus haben sich weder Kreditexpansion noch Kreditvergabestandards auffällig verändert (Grafik 10) und der AFS verharrete daher letztes Jahr im Beobachtungsstatus.

Es besteht aber das Risiko, dass der AFS künftig die falsche Medizin verabreicht. In seinem 2014er Bericht nennt er den Anteil der Wohnbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt als Indikator für einen Angebotsüberhang. Dies ist ein wichtiger Indikator, der aber in der aktuellen Marktphase mit Nachfrageüberhang nur eingeschränkt von Bedeutung ist. Auch die vom AFS ins Spiel gebrachte regionale Differenzierung der Risikogewichte für Wohnimmobilienkredite ist deplatziert. Zumindest wenn dadurch das Kreditwachstum in den Ballungszentren, wo gerade der Nachfrageüberhang besonders groß ist, gebremst werden soll. Um den aktuellen Nachfrageüberhang abzubauen und den Preisdruck zu reduzieren, ist die Kreditvergabe an Realinvestoren in den Großstädten und Ballungsräumen nicht zu dämpfen, sondern zu erhöhen. Ansonsten droht die jetzige Normalisierungsphase in eine Phase der Marktüberhitzung umzuschlagen.

Gleichzeitig hat sich diese Situation durch die extremen Niedrigzinsen aber auch deutlich verändert. So droht eine starke Beschleunigung der Kreditentwicklung aufgrund zusätzlicher Kreditnachfrage von Risikoinvestoren (zur Unterscheidung von Risiko- und Realinvestoren siehe Grafik 11). Diese investieren in Bestandsobjekte, tragen somit nicht zum Abbau des Nachfrageüberhangs bei und planen schon heute einen Wiederverkauf. Für diese Investoren lohnen Immobilienkäufe insbesondere dann, wenn die 5-10-jährigen Hypothekenzinsen, von aktuell 1,9% p.a., nochmals deutlich fallen. Dann steigt die jährliche Eigenkapitalrendite in Standardbewertungsmodellen rasant (Grafik 12). Damit werden riskante Finanzierungen mit wenig Eigenkapital, geringer oder keiner Tilgung und hohen Beleihungswerten attraktiv. Da die Mieteinnahmen deutlich über den Zins- und Instandhaltungskosten liegen, erhalten Investoren ihr Eigenkapital in nur wenigen Jahren zurück. Der Investitionserfolg dieser riskanten Finanzierungsmodelle hängt dann vom Wiederverkaufswert ab. Da aber wie hier beschrieben viele Vorzeichen weiter steigende Preise erwarten lassen, könnten Investoren das Wiederverkaufsrisiko wohl zunächst als gering einstufen. Um die Kreditvergabe in Richtung Realinvestoren zu kanalisieren, sollten steuerliche „Anreize“ die Attraktivität von Neubauten gegenüber Investitionen in Bestandsobjekte erhöhen.

## Zusammenfassung

Die Politik sollte sich auf die Ausweitung der Bauaktivität in den Großstädten und Ballungsräumen konzentrieren, um den Preisdruck auf Wohnimmobilien zu reduzieren. In den letzten Monaten deutete sich eine nachlassende Baudynamik an. Falls sich diese Entwicklung manifestiert, steigt der Druck auf die Hauspreise abermals. Eine mögliche Ursache sind Kapazitätsrestriktionen, insbesondere ein Mangel an geeigneten Arbeitskräften im Ausbaugewerbe. Ein Zuwanderungsgesetz, welches gezielt auf Engpässe im Arbeitsmarkt ausgerichtet ist, könnte hier Abhilfe schaffen. Wird in den nächsten Monaten offensichtlich, dass die Baudynamik dauerhaft träge bleibt, sollte die Mietpreisbremse in den Ballungszentren nicht implementiert werden. Da dies wohl nicht passieren wird,



## Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr

---

sollte die Bundesregierung die Abschreibungsregeln regional und temporär verbessern. Hierbei ist eine Begrenzung auf wenige Jahre wesentlich, um das Risiko eines Angebotsüberhangs am Ende des Zyklus gering zu halten.

Die makroprudenzielle Aufsicht ist gefordert, eine stärkere Kreditvergabe zur Steigerung der Bauaktivität zu tolerieren. Greift der Ausschuss für Finanzstabilität, wie im Bericht 2014 angedacht, regional unterschiedliche Eigenkapitalunterlegungen bei Wohnbaukrediten wieder auf, trägt er womöglich zur Bildung von Überbewertungen in den Ballungsräumen bei, die er eigentlich verhindern will. Gleichzeitig sollte jedoch bei einem weiteren Absinken der Anleihezinsen ein deutlicher Rückgang der Hypothekenzinsen verhindert werden, da ansonsten die Eigenkapitalrendite in Standardkreditfällen massiv erhöht wird, Risikoinvestoren in den Markt drängen und folglich ebenfalls die Blasengefahr ansteigt. Die Aufseher sollten also die nötige Angebotsausweitung durch ein dynamisches, gesundes Wachstum der Hypothekenkredite unterstützen, aber die Finanzierung von riskanten Investitionsvorhaben, die sich nur bei ultratiefen Zinsen rechnen, erschweren. Die Differenzierung von Real- und Risikoinvestoren könnte über die Steuergesetzgebung erfolgen, in dem besonders starke Investitionsanreize für den Neubau gesetzt werden. Darüber hinaus könnte die Bundesbank über eine viel deutlichere Kommunikationsstrategie als bisher auf die mit der Kreditvergabe an Risikoinvestoren verbundene Problematik hinweisen.

Jochen Möbert (+49 69 910-31727, [jochen.moebert@db.com](mailto:jochen.moebert@db.com))



## Standpunkt Deutschland

Im Standpunkt Deutschland analysieren und kommentieren wir aktuelle Wirtschafts- und Finanzthemen und beziehen Position in der öffentlichen Debatte. Über das Tagesgeschehen hinaus wollen wir den Blick auf die strategischen Herausforderungen richten, denen sich Deutschland im 21. Jahrhundert stellen muss.

- ▶ **Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr**..... 28. Mai 2015
- ▶ **Mehr Infrastrukturinvestitionen – trotz fragwürdiger "Lückenanalyse"**..... 5. Dezember 2014
- ▶ **Temporärer Zuwanderungsboom: Weckruf für die Politik?** ..... 28. Juli 2014
- ▶ **Die Ökonomie von Sanktionen: Der Westen kann Här**..... 19. Mai 2014
- ▶ **Macht Hollande den Schröder – und wird es funktionieren?** ..... 24. Februar 2014
- ▶ **Große Koalition - kleinmütige Politik** ..... 16. Dezember 2013
- ▶ **Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig**..... 12. Dezember 2013
- ▶ **Energiewende 2.0 - Wettbewerbsfähigkeit nicht riskieren** ..... 26. November 2013
- ▶ **Mindestlohn von EUR 8,50: Eine falsche Weichenstellung** ..... 4. November 2013

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:  
Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg