

Keine Immobilienpreisblase in Deutschland – aber regional begrenzte Übertreibungen in Teilmärkten

Von Konstantin Kholodilin und Claus Michelsen

Obwohl die Preise für Wohnimmobilien in den 127 größten deutschen Städten in den vergangenen Jahren kräftig gestiegen sind, gibt es nach wie vor keine Anzeichen für eine landesweite Immobilienpreisblase. Zwar haben sich die Preise für Eigentumswohnungen im Vergleich mit dem Jahr 2009 um rund 55 Prozent verteuert. Eigenheime kosteten im Jahr 2016 zwischen 38 und 45 Prozent mehr als sieben Jahre zuvor und die Preise für Grundstücke sind sogar um rund 63 Prozent gestiegen. Die vorliegende Analyse zeigt jedoch, dass Sorgen vor einer Preisblase im Gesamtmarkt weitgehend unbegründet sind. Dennoch gibt es Anzeichen für Blasen auf lokaler Ebene, in erster Linie im relativ kleinen Segment der Geschosswohnungsneubauten, aber auch bei den Bewertungen von Bauland. Vor diesem Hintergrund erscheint es richtig, dass die Politik der Finanzmarktaufsicht mehr Möglichkeiten an die Hand gegeben hat, im Falle einer nicht mehr nachhaltigen Marktentwicklung regulierend einzugreifen. Da die Maßnahmen im Gesetzgebungsprozess jedoch verwässert wurden, besteht weiterhin Handlungsbedarf.

Der kräftige Preisauftrieb von Wohnimmobilien in Deutschland hält an. Seit dem Jahr 2010 sind die Preise für Eigentumswohnungen in den großen Städten um rund 55 Prozent gestiegen – eine Entwicklung, die es in der jüngeren Geschichte der Bundesrepublik nicht gegeben hat. Auch die Preise für Ein- und Zweifamilienhäuser und die Preise für Bauland haben kräftig angezogen (Abbildung 1). Ein wesentlicher Treiber dürfte die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank sein, die einerseits die Finanzierung von Immobilieninvestitionen vergünstigt – die Zinsen für Wohnungsbaukredite sind derzeit historisch niedrig – und andererseits die Renditen alternativer Anlagen reduziert. Zudem ist seit Beginn der 2000er Jahre ein anhaltender Zuzug in die Metropolen der Republik zu beobachten. Die Bautätigkeit reicht in vielen Städten nicht aus, um die gestiegene Nachfrage vollständig zu decken.¹ Dies spiegelt sich auch in stark steigenden Mieten wider, deren Dynamik auch durch regulierende Eingriffe wie die Mietpreisbremse nicht maßgeblich verringert werden konnte.²

Vieles spricht daher für eine Immobilienpreisentwicklung, die durch fundamentale Faktoren gerechtfertigt ist. Von Mitte der 1990er Jahre bis 2010 stagnierten die Immobilienpreise in Deutschland – gemessen an der allgemeinen Teuerungsrate sanken die Preise für Wohnraum sogar. Zumindest teilweise handelt es sich bei den heutigen Preissteigerungen daher um Nachholeffekte. Auch die Erwartung, dass die Bevölkerungszahlen auf dem Land künftig noch stärker sinken und in urbanen Regionen steigen, könnte ein Faktor zur Erklärung der derzeitigen Preisdynamik sein.³

¹ Vgl. zum Beispiel Philipp Deschermeier et al. (2016): Zuwanderung, Wohnungsnachfrage und Baubedarfe. Aktualisierte Ergebnisse des IW Wohnungsbedarfsmodells. IW-Report 18/2016.

² Vgl. Konstantin Kholodilin, Andreas Mense und Claus Michelsen (2016): Die Mietpreisbremse wirkt bisher nicht. DIW Wochenbericht Nr. 22, 491–499 (online verfügbar, abgerufen am 7. Juni 2017. Dies gilt auch für alle anderen Online-Quellen dieses Berichts, sofern nicht anders vermerkt).

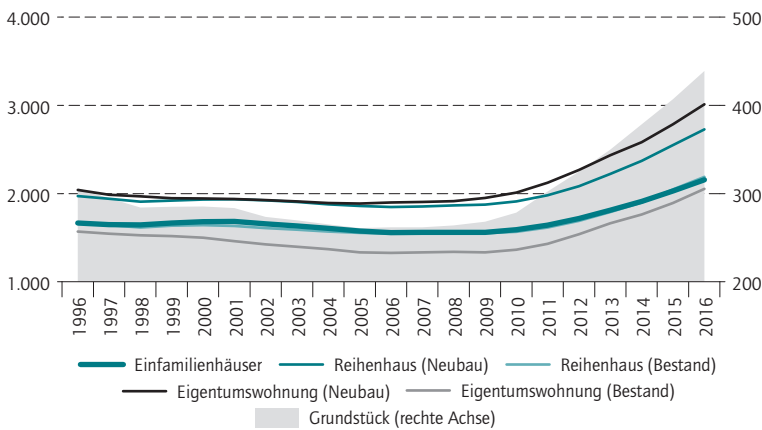
³ So legen überschlägige Rechnungen nahe, dass die Preise in ländlichen Regionen erheblich sinken werden, während diese in den Zentren deutliches Steigerungspotential aufweisen, vgl. Markus Grabka und Christian Westermeier

Abbildung 1

Immobilienpreise und -mieten in Deutschland

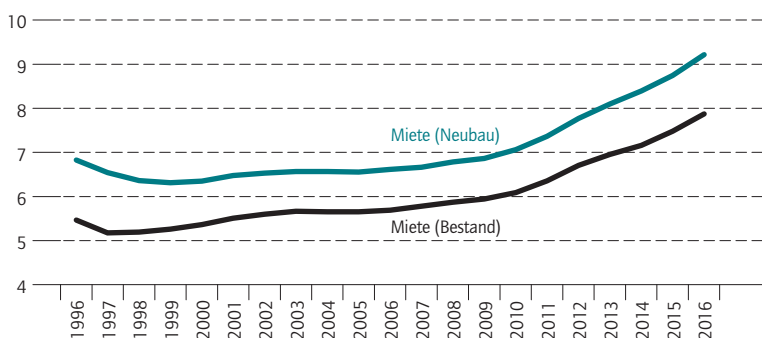
Preise nach Marktsegmenten in allen 127 Großstädten

Euro je Quadratmeter Wohn- bzw. Grundstücksfläche in jeweiligen Preisen



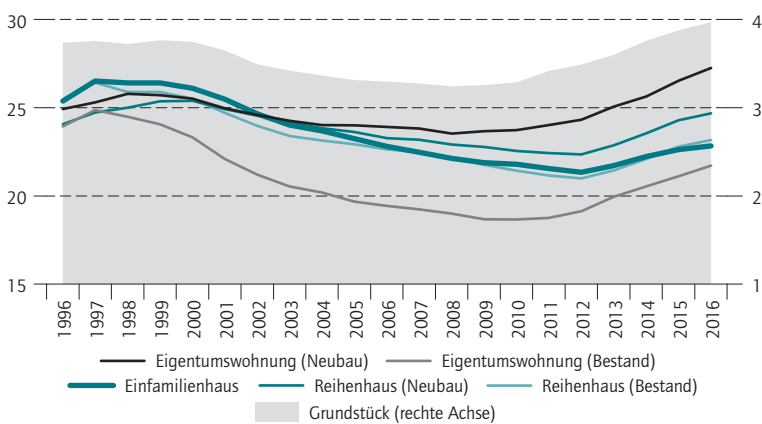
Mieten nach Marktsegmenten in allen 127 Großstädten

Euro je Quadratmeter Wohnfläche in jeweiligen Preisen



Preise-Mietverhältnis nach Marktsegmenten in allen 127 Großstädten

Kaufpreise je Quadratmeter/jährlicher Mietertrag je Quadratmeter



Quellen: Bulwiengesa; eigene Berechnungen.

Dennoch werden seit Jahren Sorgen geäußert, in Deutschland könnte eine spekulationsgetriebene Immobilienpreisblase entstehen.⁴ Erfahrungen aus Ländern wie den USA, Spanien oder Irland zeigen, dass Immobilienpreisblasen erhebliche Risiken für die Stabilität des Wirtschafts- und Finanzsystems bergen. Davor warnt in regelmäßigen Abständen die Bundesbank, deren Analysen eine substantielle Überbewertung von Wohnimmobilien in vielen Regionen Deutschlands nahelegen. Aber auch der Internationale Währungsfonds fordert seit geraumer Zeit dazu auf, Instrumente zu entwickeln, die ein effektives Eingreifen der Bankenaufsicht bei gesamtwirtschaftlichen Gefahren durch Immobilienpreisblasen ermöglichen. Ein entsprechendes Gesetz verabschiedete der Bundestag im März 2017, das Instrumentarium wurde allerdings im Gesetzgebungsprozess erheblich verwässert.⁵

Preisüberreibungen sind nur schwer eindeutig zu identifizieren. Deskriptive Analysen allein können zu einem falschen Bild führen. Auch die Betrachtung nur nationaler Preisindizes lässt keine frühzeitige Identifikation von Preisblasen zu.⁶ Seit dem Jahr 2014 wird am DIW Berlin daher die Preisentwicklung in den 127 größten Städten Deutschlands analysiert und auf Grundlage elaborierter statistischer Verfahren untersucht, ob es zu Preisüberreibungen gekommen ist.⁷

Der Vorteil des am DIW Berlin verwendeten Untersuchungsdesigns, das auf der alleinigen Untersuchung regionaler Preisindizes beruht, liegt in erster Linie darin, dass Fehlentwicklungen quasi in Echtzeit aufgedeckt werden können. Andere Verfahren, die die Preisentwicklung durch fundamentale Faktoren zu erklären versuchen, können auf regionaler Ebene datenbedingt meist nur mit einer erheblichen Verzögerung angewendet wer-

(2016): Zunehmende Polarisierung der Immobilienpreise in Deutschland bis 2030. DIW Wochenbericht Nr. 23, 451-459 (online verfügbar).

4 Internationaler Währungsfonds (2016): Article IV consultation, Staff Report for the 2016 Article IV Consultation.

5 Isabel Schnabel (2017): Schutz vor Immobilienblasen: Genug der Zugeständnisse! Gastbeitrag im Handelsblatt vom 20. März 2017.

6 Nach wie vor ist die Zahl wissenschaftlicher Beiträge zu der Frage einer möglichen Blasenbildung im Immobilienmarkt überschaubar. Die Ergebnisse bisheriger Studien sind kontrovers und bieten kein Einheitliches Bild. Aggregierte Reihen untersuchen Xi Chen und Michael Funke (2013): Renewed Momentum in the German Housing Market: Boom or Bubble? CESifo Working Paper No. 4287 und schließen, dass es keine Preisblase in Deutschland gibt. Mit gleicher Methodik führen Philipp an de Meulen und Martin Micheli (2013): Droht eine Immobilienpreisblase in Deutschland? Wirtschaftsdienst 93 (8), 539-544 entsprechende Untersuchungen für die sieben größten Städte in Deutschland durch. Ihre Analysen legen den Schluss nahe, dass spekulative Motive nur in sehr begrenztem Umfang Eingang in die Immobilienpreisbildung finden. Florian Kajuth, Thomas A. Knetsch und Nicolas Pinkwart (2013): Assessing house prices in Germany: Evidence from an estimated stock-flow model using regional data. Discussion Paper der Deutschen Bundesbank 46/2013 folgern dagegen aus ihrer Untersuchung, dass Preise teilweise erheblich, um bis zu 25 Prozent, über dem fundamental gerechtfertigten Niveau lägen.

7 Vgl. Konstantin Kholodilin und Claus Michelsen (2015): Weiter steigende Immobilienpreise, aber keine flächendeckenden Spekulationsblasen. DIW Wochenbericht Nr. 49, 1164-1173 (online verfügbar).

den. Die Ergebnisse bisheriger Untersuchungen werden mit der vorliegenden Studie aktualisiert und um die Betrachtung weiterer Marktsegmente ergänzt. Grundlage dafür ist ein Datensatz der *Bulwiengesa AG* über Miet- und Kaufpreise auf dem Markt für Wohnimmobilien (Kasten 1). Aufbauend auf statistischen Tests zur Identifikation explosiver Entwicklungen in Zeitreihen können Preisblasen auf regionalen Immobilienmärkten ermittelt werden (Kasten 2).⁸

Kreditvergabe für Immobilien auf hohem Niveau

Gesamtwirtschaftlich relevante Fehlentwicklungen zeigen sich nicht allein in Preisreihen. Ein weiterer Indikator ist beispielsweise die Erschwinglichkeit von Immobilien, gemessen am Verhältnis der Immobilienpreise zu den verfügbaren Einkommen. Langfristig sollten sich die Preise von Immobilien im Einklang mit dem verfügbaren Einkommen entwickeln. In Deutschland ist das Verhältnis von Kaufpreisen zu Einkommen historisch gesehen weiterhin günstig, wenngleich die Immobilienpreise zuletzt deutlich schneller gestiegen sind als die Einkommen. Im Vergleich mit anderen Ländern zeigt sich aber, dass diese Schwankungen nicht außergewöhnlich sind (Abbildung 2).

Ein häufig genanntes Indiz für spekulative Preisentwicklungen ist eine sprunghafte Ausweitung des Neugeschäfts bei Wohnungsbaukrediten. Davon kann derzeit jedoch keine Rede sein: Nachdem das Kreditvolumen in Deutschland im Jahr 2015 noch kräftig gestiegen war, stagnierte es zuletzt (Abbildung 3). In diesem Zusammenhang wird immer wieder auf die sogenannte Immobilienkreditrichtlinie verwiesen, die zu einer Einschränkung der Kreditvergabe für bestimmte Haushaltstypen geführt haben soll. Die Befragung der Geschäftsbanken im Rahmen des *Bank Lending Survey* zeigt allerdings keine nachhaltige Verschärfung der Kreditvergabestandards. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist das Neugeschäftsvolumen im Bereich der Wohnungsbaukredite stabil – das Volumen der Kredite mit Zinsbindung von mehr als fünf Jahren ist weiter gestiegen, nicht zuletzt aufgrund eines Anstiegs der Kredite mit einer langfristigen Zinsbindung von mehr als zehn Jahren (Abbildung 4).

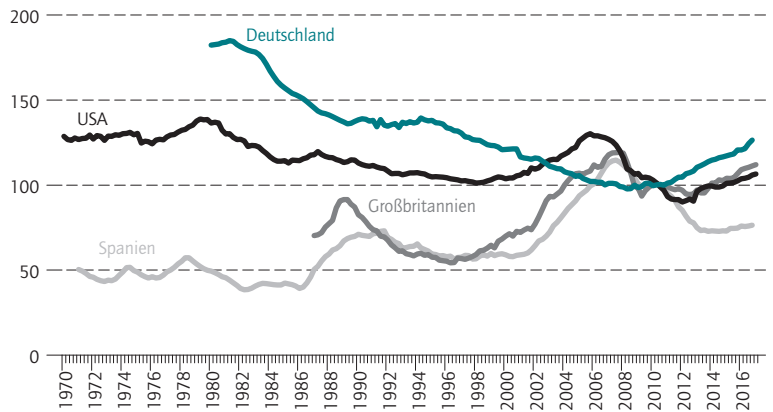
Angesichts dieser Indikatoren erscheinen die Risiken spekulativer Preisübertreibungen auf dem deutschen Markt für Wohnimmobilien insgesamt weiterhin gering. Vor allem die langfristige Zinsbindung und das relativ

⁸ Für ausführliche Erläuterungen vgl. Konstantin Kholodilin, Claus Michelsen und Dirk Ulbricht (2014): *Speculative Price Bubbles in Urban Housing Markets in Germany*. DIW Diskussionspapier 1417 (online verfügbar) sowie Ulrich Homm und Jörg Breitung (2012): *Testing for speculative bubbles in stock markets: a comparison 605 of alternative methods*. *Journal of Financial Economics* 10 (1), 198-231.

Abbildung 2

Verhältnis von Immobilienkaufpreisen und Einkommen

Index: 2010 = 100



Quelle: OECD.

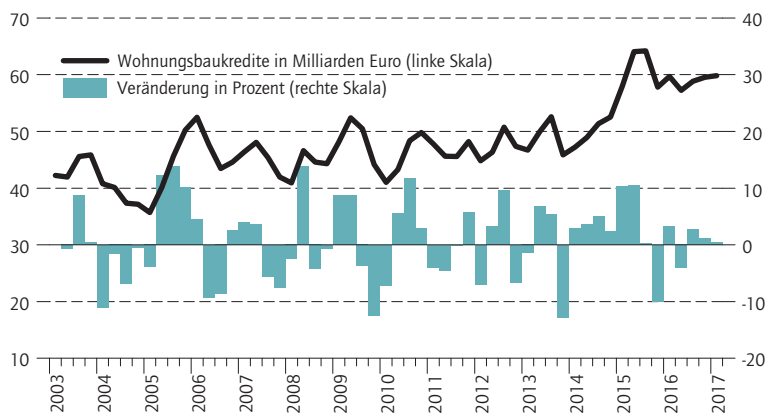
© DIW Berlin 2017

Im Vergleich zu den Einkommen sind die Immobilienpreise über viele Jahre langsamer gestiegen.

Abbildung 3

Wohnungsbaukredite an private Haushalte

In Milliarden Euro; Veränderung in Prozent



Quelle: Deutsche Bundesbank.

© DIW Berlin 2017

Die Kreditvergabe für den privaten Wohnungsbau bleibt stabil.

stabile Neugeschäftsvolumen sprechen für eine solide Finanzierung eines Großteils der Wohnungsbauvorhaben. Eine kreditgetriebene übermäßige Investitionstätigkeit hat in anderen Ländern, beispielsweise in den USA, zu Verwerfungen auf den Finanzmärkten und mit dem Platzen der Immobilienpreisblase zu einer massiven Überschuldung vieler Haushalte geführt. Dies ist deutschlandweit derzeit nicht zu befürchten.

Kasten 1

Regionale Immobilienpreise

Daten über die Preisentwicklung von Immobilien sind in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern nur in spärlichem Umfang verfügbar. Insbesondere auf lokaler Ebene gibt es kaum Quellen, die Analysen über einen längeren Zeitraum erlauben. Typischerweise sind die Zeitreihen sehr kurz, decken nur einige wenige Orte ab oder beinhalten lediglich Angebotspreise.

Für die vorliegende Studie werden Miet- und Kaufpreisdaten des Immobilienanalysten *Bulwiengesa AG* genutzt. Das Unternehmen bietet seit über 30 Jahren Immobiliendaten und Indizes zu einzelnen Immobilienmarktsegmenten an. Unter anderem werden diese von der Deutschen Bundesbank verwendet, um Entwicklungen am Immobilienmarkt zu beobachten. Darüber hinaus werden sie auch von der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) als Grundlage für einen deutschlandweiten Hauspreisindex genutzt, der in ihre internationale Datenbank eingebettet wird. Die Datensammlung beinhaltet durchschnittliche Kaufpreise und Mieten für Wohnungen in 127 deutschen Großstädten von 1990 bis 2016. Das macht sie zu einer einzigartigen Informationsquelle hinsichtlich der geografischen und der zeitlichen Abdeckung des Marktes.¹

In die vorliegende Analyse werden die folgenden acht Variablen einbezogen:

- die durchschnittlichen Kaufpreise für Grundstücke für Mehrfamilienhäuser in mittlerer Lage,
- die durchschnittlichen Kaufpreise für Eigentumswohnungen bei Erstbezug (Neubauwohnungen),
- die durchschnittlichen Kaufpreise für Eigentumswohnungen bei Wiederverkauf (Bestandswohnungen),
- die durchschnittlichen Kaufpreise für Reihenhäuser bei Erstbezug (Neubau),
- die durchschnittlichen Kaufpreise für Reihenhäuser bei Wiederverkauf (Bestandswohnungen),

- die durchschnittlichen Kaufpreise für Einfamilienhäuser (Bestandswohnungen),
- die durchschnittlichen Mieten bei Erstbezug (Neubauwohnungen),
- die durchschnittlichen Mieten bei Wiedervermietungen von Wohnungen (Bestandswohnungen).

Zudem werden die genannten Variablen verwendet, um das Verhältnis von Kaufpreisen zu Jahresmieten für Neubau- und Bestandswohnungen zu berechnen. Für die Berechnung der Preis-Mietverhältnisse für die Grundstücke werden die Jahresmieten für Neubauwohnungen verwendet, für Einfamilienhäuser die Jahresmieten für Bestandswohnungen.

Die *Bulwiengesa AG* hat die Städte zudem nach unterschiedlichen Typen kategorisiert, die die Bedeutung, Größe und Liquidität der städtischen Immobilienmärkte beschreiben. Diese Klassifikation hat sich als Standard etabliert. A-Städte sind dabei die wichtigsten Märkte – in diese Kategorie fallen sieben Städte: Berlin, Hamburg, München, Köln, Düsseldorf, Frankfurt am Main und Stuttgart. A-Märkte sind von internationaler, zumindest aber nationaler Bedeutung mit insgesamt guten Immobilienmarktbedingungen. Der jährliche Umsatz in diesen Städten beträgt mehr als 2,5 Prozent des Gesamtmarktes. 14 Städte gehören zur Kategorie der B-Standorte: Diese sind von nationaler, zumindest aber regionaler Bedeutung und weisen ein jährliches Umsatzvolumen von mehr als 1,5 Prozent des Marktes auf. Die 22 C-Standorte sind überwiegend regionale Zentren, während die größte Zahl der Städte (84) in die Kategorie der lokalen Zentren – D-Standorte – fällt. In beiden Kategorien sind deutlich geringere Umsätze zu beobachten als in den A- und B-Märkten. Diese Kategorisierung wird – neben der Betrachtung einzelner Städte – in der vorliegenden Studie für eine differenzierte Analyse des Immobilienmarktgeschehens genutzt.

¹ Für eine weiterführende Beschreibung der Daten siehe Bulwiengesa (2016): Immobilienmarktdaten für Deutschland und ausgewählte Staaten in Europa (online verfügbar).

Kasten 2

Identifikation explosiver Entwicklungen

Der Analyse von Vermögenspreisen liegt die Vorstellung zu Grunde, dass diese – unter der Annahme vollständig informierter und rationaler MarktteilnehmerInnen ausschließlich durch den Gegenwartswert der zukünftigen Einnahmen bestimmt sind. Da sich alle bereits bekannten Informationen sofort in den Preisen wiederfinden, folgen die Preise einem sogenannten *Random Walk*. Übertragen auf den Immobilienmarkt bedeutet dies, dass die Hauspreise – langfristig gesehen – an die Mietentwicklung gekoppelt sind. Sind die Preise kein perfektes Abbild der Erträge, spielen offenbar weitere Faktoren, möglicherweise Spekulation, eine Rolle. Spekulation führt dazu, dass die Preisentwicklung – zusätzlich zur erwarteten Entwicklung der realen Nachfrage – durch die reine Erwartung zukünftig steigender Immobilienpreise mitbestimmt ist. Wird diese Einschätzung zum Konsens der MarktteilnehmerInnen, ist der Kauf einer überbewerteten Immobilie individuell rational und führt dazu, dass sich eine Spekulationsblase entwickelt und sich die Preise immer stärker von der Nachfrage entkoppeln.

Es gibt verschiedene Ansätze, spekulative Blasen im Immobilienmarkt empirisch zu ermitteln.¹ Ein Teil der Literatur greift dabei explizit auf die oben beschriebenen theoretischen Überlegungen zurück. Der sogenannte *Homm-und-Breitung-Test* ist entwickelt worden, um ungewöhnlich starke Preisanstiege zu identifizieren.² Wenn Wohnungspreise diskontierte erwartete Mieteinnahmen darstellen, dann ist es äußerst unwahrscheinlich, dass diese mit einer exponentiellen Rate wachsen. Folgt man diesem Ansatz, kann eine Zeitreihe dahingehend getestet werden, ob sie einem Random Walk (Nullhypothese) oder einer explosiven Entwicklung folgt. Erstere spiegelt die Hypothese rationaler Erwartungen und damit die fundamentale, langfristige Komponente der Preise wider.

Der Test geht von einem autoregressiven Prozess AR(1) der zu untersuchenden Zeitreihe aus:

$$y_t = \rho_t y_{t-1} + u_t$$

wobei ρ_t ein über die Zeit variierender Koeffizient und u_t ist ein typischer Störterm ist.

Unter der Nullhypothese folgt y_t einem Random Walk in allen Perioden:

$$H_0: \rho_t = 1 \text{ für } t = 1, 2, \dots, T$$

Unter der alternativen Hypothese startet der Prozess als ein Random Walk, wandelt sich aber ab einem bestimmten Zeitpunkt t^* zu einem explosiven Prozess:

$$\rho_t = \begin{cases} 1, & \text{wenn } t = 1, 2, \dots, t^*, \\ \rho^* > 1 & \text{wenn } t = t^* + 1, \dots, T \end{cases}$$

Um die Hypothesen zu testen, wird ein *Chow-Typ Einheitswurzel-Strukturbruch-Test* verwendet. Es wird nach dem Zeitpunkt t^* gesucht, ab dem der Prozess explosiv wird. Mit diesem Ansatz kann auf Stadtebene und für Städtegruppen getestet werden, ob spekulative Preisentwicklungen vorliegen.

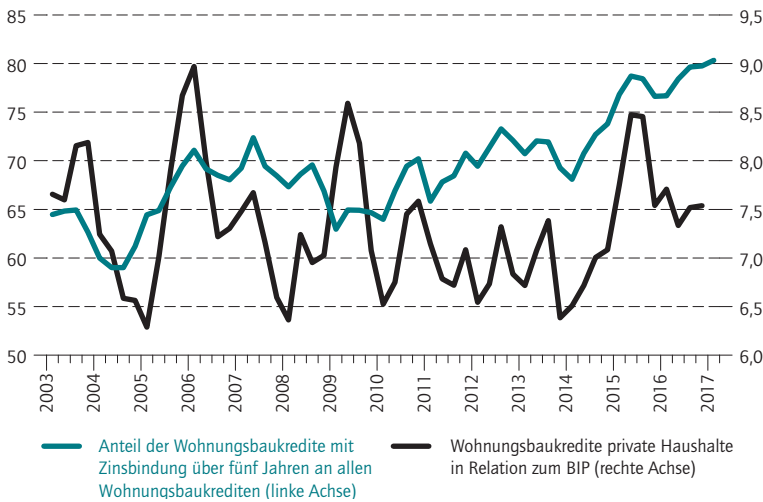
Dabei werden zwei weitere Teststrategien verfolgt. Erstens wird eine Panel-Version des Chow-Tests für explosive Wurzeln verwendet. Die Panel-Struktur nutzt die Querschnittsdimension. Dies ist insofern hilfreich, als dass die Zeitdimension des Datensatzes relativ kurz ist. Hier wird die Nullhypothese getestet, dass keine explosive Preisentwicklung in irgendeiner der untersuchten Städte vorliegt. Darauf aufbauend wird auf Ebene der einzelnen Städte analysiert, ob es explosive Entwicklungen von Mieten, Preisen und dem Verhältnis von Preisen zu Mieten gibt. Die zweite Strategie besteht darin, den wichtigsten gemeinsamen Trend der Preise zu extrahieren und diesen auf eine explosive Entwicklung zu testen, statt jede einzelne Stadt separat zu untersuchen. Der gemeinsame Trend stellt dabei ein gewichtetes Mittel der Preiszeitreihen in den einzelnen Städten dar, dessen Gewichte durch das sogenannte Hauptkomponentenverfahren ermittelt werden. Es gibt zwei Argumente für dieses Vorgehen: Zum einen sind die Preisentwicklungen der einzelnen Städte heterogen, wohingegen sich bei der Berechnung des Trends die Fluktuationen gegenseitig kompensieren. Zum anderen kann dieser Trend für beliebige Städtegruppen berechnet und auf diese Weise untersucht werden, inwieweit sich in einem Markt bereits eine Immobilienpreisblase gebildet hat. Die Hauptkomponenten werden für vier Städteklassen und Gesamtdeutschland berechnet. Die unterschiedlichen Tests können auch zu widersprüchlichen Ergebnissen kommen.

¹ Vgl. Man Cho (1996): House price dynamics: A survey of theoretical and empirical issues. *Journal of Housing Research* 7, 145–172.

² Vgl. Ulrich Homm und Jörg Breitung (2012): Testing for speculative bubbles in stock markets: A comparison of alternative methods. *Journal of Financial Econometrics* 10 (1), 198–231.

Abbildung 4

Wohnungsbaukredite an private Haushalte
In Prozent



Quelle: Deutsche Bundesbank.

© DIW Berlin 2017

Die Finanzierung privater Wohnungsbauvorhaben bleibt insgesamt solide.

Regionale Entwicklung der Immobilienmärkte ist relevant

Die Betrachtung einzelner Indikatoren und des aggregierten nationalen Marktes kann indes nur ein erster Schritt bei der Analyse der Preisentwicklung auf dem Markt für Wohnimmobilien sein. Immobilienmärkte sind regionale Märkte, und dementsprechend entstehen Fehlentwicklungen zuerst in einzelnen Städten, bevor sie sich im Gesamtmarkt ausbreiten.⁹ Deshalb wird in der vorliegenden Studie ein differenzierter Untersuchungsansatz verfolgt, der nach Neubau- und Bestandspreisen unterscheidet, Grundstückspreise separat betrachtet und einzelne Städte, Städtegruppen sowie den Gesamtmarkt in den Blick nimmt (Kasten 1). Eine ähnlich differenzierte Beurteilung der Marktentwicklung wurde bislang in keiner Studie vorgenommen.

In dem gewählten Untersuchungsdesign wird statistisch geprüft, ob Immobilienpreise explosiv steigen

⁹ Vgl. Allen C. Goodman und Thomas G. Thibodeau (2008): Where are the speculative bubbles in US housing markets? *Journal of Housing Economics* 17 (2), 117-137; Min Hwang und John M. Quigley (2006): Economic Fundamentals In Local Housing Markets: Evidence From U.S. Metropolitan Regions. *Journal of Regional Science* 46 (3), 425-453; Jesse M. Abraham und Patric H. Hendershott (1996): Bubbles in metropolitan housing market. *Journal of Housing Research* 7 (2), 191-207.

(für methodische Details siehe Kasten 2). Da Immobilienpreise langfristig an die Entwicklung von Mieterträgen und damit an die allgemeine Einkommensentwicklung gebunden sein sollten, deuten explosiv steigende Preise auf eine Entkopplung von der durch die reale Nachfrage nach Wohnungen gedeckten Wertentwicklung hin.

Allerdings kann es bei der Nachfrage zu sprunghaften Veränderungen kommen, etwa als Folge starker Zuwanderung. Da das Immobilienangebot kurzfristig wenig flexibel ist, steigen die Mieten dann kräftig, was eine Rechtfertigung auch für stark steigende Preise sein kann. Um solche Entwicklungen zu berücksichtigen, werden neben den Kaufpreisen von Wohnimmobilien auch die Mieten in die Analyse einbezogen. Ähneln sich die Muster der Miet- und Kaufpreisentwicklung, ist die Immobilienbewertung marktgerecht. Steigen nur die Preise explosiv, ist eine Preisblase wahrscheinlich. Gilt dies nur für Mieten, eröffnen sich potenziell Investitionschancen an dem jeweiligen Standort. Als gemeinsames Maß beider Reihen wird zudem das Verhältnis aus Preisen und Mieten auf Explosivität hin untersucht.

Um der räumlichen Dimension des Immobilienmarktes Rechnung zu tragen, wird ein mehrstufiger Ansatz für die Beurteilung der Preisentwicklungen verfolgt: In einem ersten Schritt werden deutschlandweite Preisreihen der Jahre 1996 bis 2016 betrachtet. In einem zweiten Schritt werden die Preisentwicklungen in sogenannten A-, B-, C- und D-Standorten analysiert. Die genutzten Daten der *Bulwiengesa AG* beinhalten eine derartige Klassifikation, die sich an der Einwohnerzahl und den Umsätzen aus Immobilienverkäufen in den jeweiligen Märkten orientiert. A-Städte sind dieser Klassifizierung zufolge international bedeutsame Standorte, D-Städte sind Zentren mit lokaler Bedeutung. Schließlich werden die Preisentwicklungen in den einzelnen Städten betrachtet, um lokale Fehlentwicklungen zu identifizieren. Unterschieden werden dabei die Segmente der Bestands- und Neubauwohnungen sowie Eigenheime und die Werte für Baugrundstücke.

Preisauftrieb bleibt in allen Segmenten kräftig

In den Großstädten Deutschlands steigen die Preise für Wohnimmobilien und Bauland weiter kräftig. Gegenüber dem Jahr 2009 lagen die Baulandpreise in den 127 größten Städten Deutschlands rund 64 Prozent höher, Eigentumswohnungen verteuerten sich um etwa 54 Prozent, sowohl im Neubau- als auch im Bestandssegment. Für Reihenhäuser – neue wie bestehende – mussten KäuferInnen gut 40 Prozent mehr auf den Tisch legen als sieben Jahre zuvor. Einfamilienhäuser verteuerten sich im gleichen Zeitraum um etwa 38 Pro-

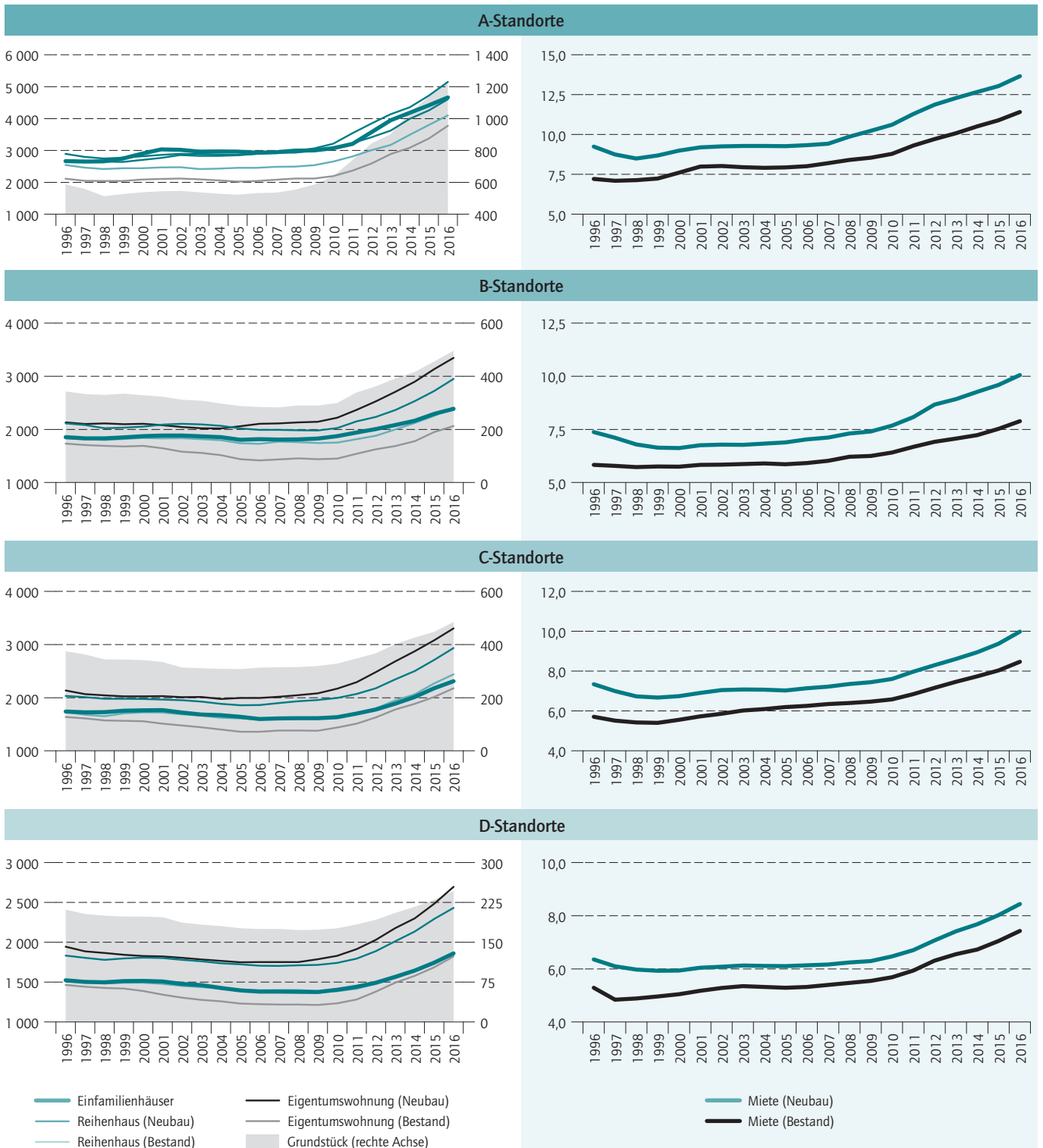
Abbildung 5

Preise nach Marktsegmenten in allen 127 Großstädten

Euro je Quadratmeter Wohn- bzw. Grundstücksfläche in jeweiligen Preisen

Mieten nach Marktsegmenten in allen 127 Großstädten

Euro je Quadratmeter Wohnfläche in jeweiligen Preisen



Quellen: Bulwiengesa; eigene Berechnungen.

Besonders die Preise in A-Standorten sind deutlich gestiegen.

Tabelle 1

Preis- und Mietentwicklung nach Städtetypen in den Jahren 2009 bis 2016

Veränderung in Prozent gegenüber 2009

	Deutschland	A-Städte	B-Städte	C-Städte	D-Städte
Grundstück	64	110	71	52	42
Einfamilienhäuser	38	55	31	43	35
Reihenhaus (Neubau)	45	54	49	50	42
Reihenhaus (Bestand)	41	62	38	51	35
Eigentumswohnung (Neubau)	54	68	56	59	51
Eigentumswohnung (Bestand)	54	78	44	58	50
Miete (Neubau)	34	33	36	34	34
Miete (Bestand)	32	33	26	31	34

Quelle: Bulwiengesca; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2017

Tabelle 2

Bewertung der Marktentwicklung nach Segmenten und Markttypen insgesamt

	Verhältnis aus Preisen und Mieten	Preis- und Mieten separat getestet
A-Standorte		
Eigentumswohnung (Bestand)	Blasenbildung möglich	unbedenklich
Eigentumswohnung (Neubau)	Blasenbildung möglich	unbedenklich
Einfamilienhaus	unbedenklich	unbedenklich
Grundstück	Blasenbildung möglich	unbedenklich
Reihenhaus (Bestand)	unbedenklich	unbedenklich
Reihenhaus (Neubau)	unbedenklich	unbedenklich
B-Standorte		
Eigentumswohnung (Bestand)	unbedenklich	unbedenklich
Eigentumswohnung (Neubau)	unbedenklich	unbedenklich
Einfamilienhaus	unbedenklich	unbedenklich
Grundstück	unbedenklich	unbedenklich
Reihenhaus (Bestand)	unbedenklich	unbedenklich
Reihenhaus (Neubau)	unbedenklich	unbedenklich
C-Standorte		
Eigentumswohnung (Bestand)	unbedenklich	unbedenklich
Eigentumswohnung (Neubau)	unbedenklich	unbedenklich
Einfamilienhaus	unbedenklich	unbedenklich
Grundstück	unbedenklich	unbedenklich
Reihenhaus (Bestand)	unbedenklich	unbedenklich
Reihenhaus (Neubau)	unbedenklich	unbedenklich
D-Standorte		
Eigentumswohnung (Bestand)	unbedenklich	Blasenbildung möglich
Eigentumswohnung (Neubau)	unbedenklich	unbedenklich
Einfamilienhaus	unbedenklich	unbedenklich
Grundstück	unbedenklich	unbedenklich
Reihenhaus (Bestand)	unbedenklich	Blasenbildung möglich
Reihenhaus (Neubau)	unbedenklich	unbedenklich
Deutschland		
Eigentumswohnung (Bestand)	unbedenklich	unbedenklich
Eigentumswohnung (Neubau)	Blasenbildung möglich	unbedenklich
Einfamilienhaus	Blasenbildung möglich	unbedenklich
Grundstück	unbedenklich	unbedenklich
Reihenhaus (Bestand)	unbedenklich	unbedenklich
Reihenhaus (Neubau)	unbedenklich	unbedenklich

Quelle: Bulwiengesca; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2017

zent (Abbildung 1). Demgegenüber stiegen die Mieten für Neubauwohnungen um etwa 34 Prozent und die Bestandsmieten um etwa 32 Prozent – Ausdruck einer nach wie vor steigenden Wohnraumnachfrage in großen Städten.¹⁰

Stärkster Treiber ist die Marktentwicklung in sogenannten A-Städten. Hier hat sich der Preis für Bauland seit dem Jahr 2009 mehr als verdoppelt – die Preise für Eigentumswohnungen sind um rund 68 Prozent bei Neubauten und etwa 78 Prozent im Bestand gestiegen – die Preissteigerungen bei Eigenheimen lagen deutlich über 50 Prozent. Die Mieten haben hingegen nur um gut ein Drittel bei Altbauten und gut 38 Prozent bei Neubauten angezogen.

Die schwächsten – wenngleich ebenfalls deutliche Preissteigerungen – gab es in D-Standorten. Die Grundstückspreise zogen hier um gut 40 Prozent an, Preise für Eigentumswohnungen stiegen sowohl im Neubau als auch im Bestand um etwa 50 Prozent und die Preise für Einfamilien- und Reihenhäuser verteuerten sich um 35 bis 42 Prozent. Die Entwicklungen in B- und C-Standorten lagen innerhalb der Spannweite der Preisentwicklung von A- und D-Städten (Abbildung 5 und Tabelle 1).

Blasenbildung in einzelnen Marktsegmenten wahrscheinlich

Die statistischen Tests zeigen, dass die Preise in nahezu allen Marktsegmenten einer zeitweise explosiven Entwicklung folgen, diese ist aber in den allermeisten Fällen durch entsprechende Mietpreissteigerungen begleitet. Das spricht für eine fundamental gerechtfertigte Bewertung. Allerdings zeigt sich, dass die Preis-Mietverhältnisse in den A-Standorten eine Blasenbildung bei Eigentumswohnungen – sowohl im Neubau- als auch im Bestandssegment – und bei Baugrundstücken wahrscheinlich erscheinen lassen. Die Preise sind hier deutlich stärker gestiegen als die Mieten, sodass selbst das Verhältnis beider Größen in diesen Fällen ein außergewöhnliches Muster zeigt (Tabelle 2).

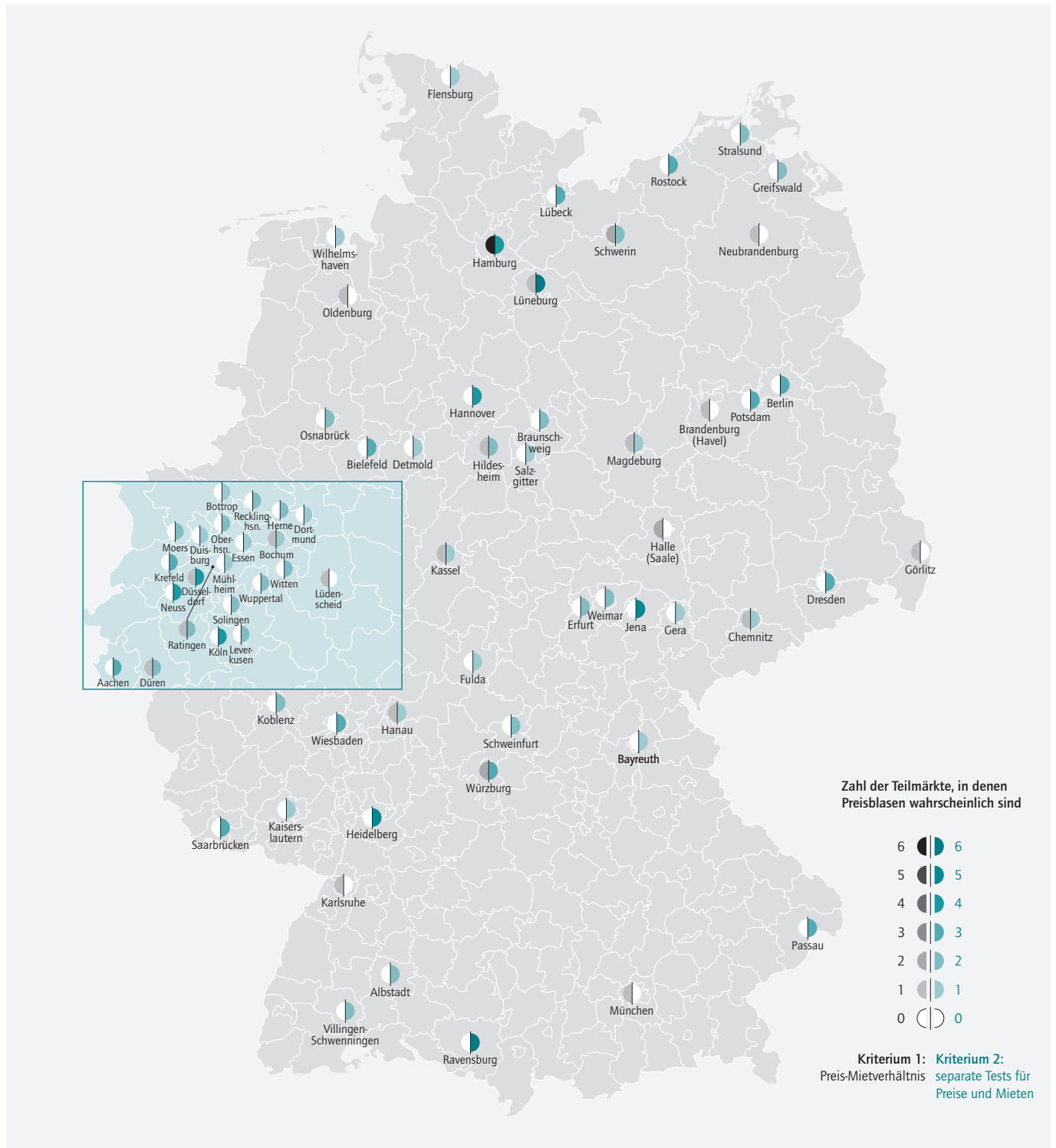
In Städten der Kategorien B und C zeigen sich derzeit keine bedenklichen Entwicklungen – einzig die Bestandswohnungen und die Bestandspreise bei Reihenhäusern suggerieren für D-Standorte eine mögliche Überbewertung durch explosiv steigende Kaufpreise, die nicht durch

¹⁰ Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (2011): Renaissance der Großstädte – eine Zwischenbilanz. BBSR-Berichte KOMPAKT 9/2011. Vgl. auch Kurt Geppert und Martin Gornig (2003): Die Renaissance der großen Städte – und die Chancen Berlins. DIW Wochenbericht Nr. 26, 411–418 (online verfügbar); Kurt Geppert und Martin Gornig (2010): Mehr Jobs, mehr Menschen: Die Anziehungskraft der großen Städte wächst. DIW Wochenbericht 19, 2–10 (online verfügbar); Konstantin Kholodilin (2017): Wanderungen in die Metropolen Deutschlands. Der Landkreis 1/2, 44–47.

Karte

Testergebnisse für Immobilienpreisblasen in einzelnen Städten

Anzahl der Teilmärkte, in denen eine Preisblase wahrscheinlich ist



Quellen: Bulwiengesa; eigene Berechnungen.

Tabelle 3

Ergebnisse für einzelne Städte

Standort (Anzahl insgesamt)	Spekulationsblase in mindestens einem Marktsegment (Preis-Mietverhältnis)	Spekulationsblase in mindestens einem Marktsegment (separate Tests von Preisen und Mieten)
A- Stadt (7)	3	4
B- Stadt (14)	2	7
C- Stadt (22)	1	13
D- Stadt (84)	14	41
Insgesamt (127)	20	65

Quellen: Bulwiengesa; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2017

die Mietentwicklung gedeckt sind. Gemessen am Verhältnis von Preisen zu Mieten ist dies aber ebenfalls als unbedenklich einzuschätzen.

Deutschlandweit gibt es Indizien für Preisblasen im Bereich der Neubauwohnungen und der Einfamilienhäuser. Hier haben sich die Preise von den Mieten zunehmend entkoppelt. Das Neubausegment im Geschosswohnungsbau macht allerdings nur einen sehr kleinen Teil des Gesamtmarktes aus – die seit dem Jahr 2010 hinzugebauten Wohnungen im Neubausegment entsprechen etwa 1,4 Prozent des Wohnungsbestands in Deutschland. Einfamilienhäuser hingegen haben einen deutlich größeren Anteil, allerdings nicht in den hier analysierten großen Städten – dort dominiert der Geschosswohnungsbau.

Die Betrachtung einzelner lokaler Märkte zeigt, dass es zuletzt in etlichen Städten Preisentwicklungen gab, die nicht durch eine entsprechende Entwicklung der Mieten begleitet wurden. Gemessen an dem Kriterium des Verhältnisses aus Immobilienpreisen zu Mieterträgen sind in 20 der 127 Großstädten Deutschlands Preisblasen in mindestens einem Marktsegment wahrscheinlich (Karte und Tabelle 3). Dabei sind es vor allem die Werte für Neubauwohnungen und Bauland, die ein entsprechend kritisches Muster aufweisen. Relativ häufig betroffen sind A-Standorte, während die Entwicklung an anderen Standorten weniger auffällig ist.

Zieht man die separaten Tests für Preise und Mieten als Kriterium heran, zeigt sich, dass in gut der Hälfte aller untersuchten Städte in mindestens einem Teilmarkt eine Immobilienpreisblase wahrscheinlich ist (Karte). Auch hier sind es in erster Linie die Wertentwicklung von Neubauwohnungen (47 Städte) und die Grundstücke (28 Städte), die eine Entkopplung von Kaufpreisen und Mieten nahelegen. Gerade der Anteil der Städte mit bedenklichen Preisentwicklungen im Neubausegment

hat gegenüber der letzten Untersuchung erheblich zugelegt – basierend auf Preisinformationen, die bis in das Jahr 2014 reichten, wurden nur 28 Städte mit möglichen Fehlentwicklungen identifiziert. Auch hier ist der Anteil der A-Städte relativ hoch, allerdings ist gemessen an den separaten Tests der Preis- und Mietentwicklung auch in allen anderen Städtegruppen eine Blasenbildung in mindestens einem Marktsegment wahrscheinlich.

Schlussfolgerungen

Die Immobilienpreise sind in den großen Städten Deutschlands in den vergangenen Jahren erheblich gestiegen. Dies ist aber – das zeigen die Ergebnisse der vorliegenden Analyse – weitgehend durch die Entwicklung der Mieten gedeckt. Bislang als bedenklich eingeschätzte Entwicklungen erscheinen so nachträglich gerechtfertigt. Auch kam es in einigen Städten zu Nachholeffekten, nachdem die Immobilienpreise gerade im internationalen Vergleich zuvor jahrelang unterdurchschnittlich gestiegen waren. In der Gesamtschau der Ergebnisse ist festzuhalten, dass spekulatives Anlegerverhalten, das beispielsweise in den USA eine schwere weltwirtschaftlichen Krise ausgelöst hat, in Deutschland nach wie vor nicht zu beobachten ist. Die Finanzierung der Immobilientransaktionen ist solide, das Kreditvolumen stabil und die hier vorgestellten statistischen Tests legen größtenteils keine gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklung nahe. Dies bedeutet aber nicht, dass Preise künftig auf dem jetzt erreichten Niveau verharren müssen – es gibt einerseits weiteres Aufwärtspotential, das aus der Wohnungsknappheit und der nach wie vor zu geringen Bautätigkeit in großen Städten herrührt. Andererseits birgt eine Straffung der Geldpolitik das Risiko einer deutlich sinkenden Nachfrage nach Immobilien und damit einer Preiskorrektur. Dies wäre dann aber nicht auf das Platzen einer Spekulationsblase zurückzuführen, sondern vielmehr einer fundamentalen Änderung der Rahmenbedingungen geschuldet.

Der Blick auf regionale Teilmärkte zeigt, dass die Blasenwahrscheinlichkeit an den A-Standorten, also in den großen Städten mit internationaler Bedeutung, gestiegen ist, weil die Kaufpreise mitunter deutlich schneller steigen als die Mieten. Viele kleinere Städte weisen gegenüber vorherigen Studien mittlerweile jedoch eine geringere Wahrscheinlichkeit einer Preisblase auf. Dies liegt vor allem daran, dass in den kleineren Städten die Mieten deutlich aufgeholt haben, was auch ein Ergebnis der vorher stark gestiegenen Preise sein kann. Um die Rentabilität der Investition zu gewährleisten, entsteht bei stark gestiegenen Immobilienpreisen Druck, höhere Mieten durchzusetzen und Preissetzungsspielräume bis an die Grenze der Zahlungsbereitschaft der Haushalte auszunutzen.

Für die Politik bedeuten die Ergebnisse aber keineswegs, sich beruhigt zurücklehnen zu dürfen. Zwar wurden die vom Internationalen Währungsfonds und anderen Institutionen geforderten Maßnahmen zuletzt beschlossen, die es im Ernstfall erlauben, in die Kreditvergabe und in die Immobilienfinanzierung einzugreifen. Allerdings wurden die regulatorischen Maßnahmen im Rahmen

des Gesetzgebungsprozesses deutlich verwässert und entschärft. Die größte Herausforderung ist, gesamtwirtschaftlich problematische Entwicklungen zu erkennen. Hierfür fehlt es an klaren Kriterien. Ein systematisches Monitoring, wie es teilweise im Rahmen dieser Analyse angeboten wird, dürfte den Blick schärfen und eine zielgenaue Anwendung der neuen Instrumente erlauben.

Konstantin Kholodilin ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | kkholodilin@diw.de

Claus Michelsen ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in den Abteilungen Konjunkturpolitik und Klimapolitik am DIW Berlin | cmichelsen@diw.de

JEL: C21; C23; C53.

Keywords: house prices, speculative bubble, explosive root, German cities

This report is also available in an English version as DIW Economic Bulletin 25+26/2017:

www.diw.de/econbull





DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
84. Jahrgang

Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Dr. Lukas Menkhoff
Prof. Johanna Mollerstrom, Ph.D.
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Dr. Gritje Hartmann
Dr. Wolf-Peter Schill

Redaktion

Renate Bogdanovic
Dr. Franziska Bremus
Prof. Dr. Christian Dreger
Sebastian Kollmann
Markus Reiniger
Mathilde Richter
Miranda Siegel
Dr. Alexander Zerrahn

Lektorat

Dr. Christian Dreger

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74
77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. (01806) 14 00 50 25
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304
ISSN 1860-8787 (Online)

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.