

## »» Immobilienboom in Deutschland: This time is different?

Nr. 227, 15. Oktober 2018

Autor: Dr. Philipp Scheuermeyer, Telefon 0697431-4017, philipp.scheuermeyer@kfw.de

Nach rapiden Preissteigerungen und einem unübersehbaren Anstieg der Bautätigkeit in vielen Städten wird bisweilen vor einer Immobilienblase gewarnt. Wie die Erfahrungen aus den USA, Spanien und Irland zeigen, können diese in einer gesamtwirtschaftlichen Krise enden. Auch Deutschland musste nach dem Einheitsboom der frühen 1990er-Jahre eine Immobilienblase überwinden. Derzeit ist aber vieles anders. Insbesondere die Verschuldung der Haushalte und das makroökonomische Gewicht des Bau-sektors sind heute geringer als vor vergangenen Krisen.

### Das Problem mit den Immobilien

Wegen der langen Planungs- und Fertigstellungszeit ist gerade der Bau für Spekulationen und Fehlallokationen durch eine verzögerte Reaktion des Angebots auf die Nachfrage anfällig. Immobilien werden außerdem überwiegend durch Kredite finanziert. Im Aufschwung kann das zu einem selbstverstärkenden Kreislauf aus steigenden Preisen und einer großzügigeren Kreditvergabe führen. Im Abschwung sind die Auswirkungen von Preiskorrekturen schwerwiegender als etwa bei Aktien.<sup>1</sup>

Neben anderen Faktoren treibt das seit einigen Jahren bestehende Niedrigzinsumfeld die Bewertung von Immobilien nach oben und macht Hypothekenkredite sehr günstig. Grundsätzlich kann es bei dieser Gemengelage zu Überinvestitionen kommen, die langfristig am Bedarf oder der Zahlungsfähigkeit der Haushalte vorbeigehen. Nach einem Platzen der Blase blieben dann leer stehende Wohnungen, bankrotte Bauträger oder überschuldete Haushalte übrig. Diese halten sich als Konsumenten zurück und vertiefen so die wirtschaftliche Misere. Oft kommt es durch den Ausfall von Immobilienkrediten auch zu Finanzkrisen – wie etwa die Weltfinanzkrise, die sich in diesem Jahr zum zehnten Mal jährt.<sup>2</sup> Im Baugewerbe folgt wegen des Überangebots eine Konsolidierung. Beschäftigte werden arbeitslos und müssen sich auf eine langwierige Stellensuche einstellen. Der Wechsel in andere Branchen wird durch andere, meist höhere, Qualifikationsanforderungen erschwert. Aus all diesen Gründen ist es wenig verwunderlich, dass 11 von 12 Immobilienblasen, die seit 1960 in den G7 Staaten geplatzt sind, zu Rezessionen geführt haben.<sup>3</sup>

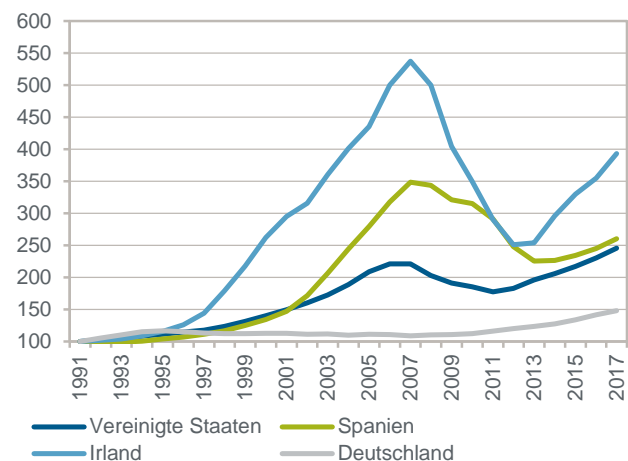
### Preisrückschläge sind möglich ...

Von 2010 bis Ende 2017 sind die durchschnittlichen Preise für Wohnimmobilien in Deutschland um etwa 30 bis 45 % angestiegen.<sup>4</sup> Noch deutlicher waren die Preissteigerungen in den Großstädten. Für die sieben größten deutschen Städte berechnet die Bundesbank mittlerweile eine Überbewer-

tung um 15 bis 30 %, während der Internationale Währungsfond im Durchschnitt von einer Überbewertung um etwa 20 % ausgeht.<sup>5</sup> Wir schätzen für einige Städte ein Rückschlagpotential von 22 bis 40 %, sehen aber keine bundesweite Preisblase.<sup>6</sup> Gerade im Vergleich zu den Entwicklungen in den USA, Spanien und Irland vor den jeweiligen Krisen (Grafik 1) relativiert sich der Preisauftrieb hier zu Lande. Im Verhältnis zu den Mieten und vor allem im Verhältnis zum verfügbaren Haushaltseinkommen sind die Wohnungspreise in Deutschland aktuell niedriger als im langfristigen Mittel.<sup>7</sup>

### Grafik 1: Preisentwicklung im internationalen Vergleich

Nominale Immobilienpreise; Index: 1991=100



Quelle: OECD Analytical House Price Indicators

### ... aber Risiken für Finanzsystem bisher eher gering

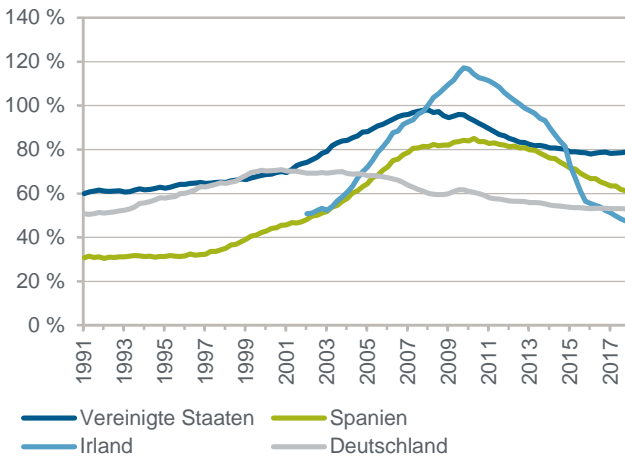
Trotz rapider Preissteigerungen und niedriger Zinsen ist die Verschuldung der deutschen Haushalte in den letzten Jahren aber kaum gestiegen. Im Verhältnis zum BIP befindet sie sich sogar leicht im Abwärtstrend (Grafik 2). Ganz anders als in Spanien, den USA und vor allem Irland vor der Krise, wo ein viel größeres Kreditwachstum und eine etwa doppelt so hohe Schuldenquote vorlagen. Auch in Bezug auf die Verschuldung von Bauträgern und die Kreditvergabestandards wurden bisher keine bedrohlichen Entwicklungen festgestellt.<sup>8</sup> Zinsänderungsrisiken liegen heute vor allem bei Banken, die bei rapiden Zinsanstiegen zwar Probleme bekommen, damit aber immerhin besser umgehen können als private Haushalte.<sup>9</sup>

Als Lehre aus der Finanzkrise wurde die Risikotragfähigkeit der Banken außerdem durch höhere Kapitalanforderungen gestärkt. Daneben wurden makroprudenzielle Instrumente bereitgestellt, um einer exzessiven Kreditvergabe vorzubeu-

gen. Sollte sie künftig eine Gefährdung der Finanzstabilität feststellen, darf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht eine Obergrenze für die Höhe von neu vergebenen Darlehen in Relation zum Immobilienwert festlegen. Außerdem kann eine Mindeststilgung innerhalb eines bestimmten Zeitraums vorgeschrieben werden. Strittig ist es, ob daneben auch eine Limitierung der Verschuldung beziehungsweise des Schuldendienstes in Relation zum Einkommen notwendig wäre.<sup>10</sup>

**Grafik 2: Schuldenstand der Haushalte**

Im Verhältnis zum BIP



Quelle: BIS

**... und der Bausektor ist nicht übermäßig aufgebläht**

Seit Beginn des Jahrzehnts hat die Bauaktivität in Deutschland merklich zugenommen und das Geschäftsklima im Baugewerbe liegt im Juli 2018 bei einem Rekordwert. Der Bausektor ist aber nach internationalen Standards dennoch nicht auf ein überproportionales Gewicht angewachsen. Der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am BIP (Grafik 3) hat seit der Finanzkrise zwar zugenommen und liegt 2018 mit voraussichtlich 6 % etwas über dem langfristigen Durchschnitt von 23 vergleichbaren OECD Ländern.<sup>11</sup> Auf dem Höhepunkt der Immobilienblasen in Spanien und Irland wurden nach einem deutlich steileren Anstieg der Bautätigkeit jedoch etwa doppelt so hohe Werte erreicht und auch im Einheitsboom der frühen 1990er Jahre hatte der Wohnungsbau ein wesentlich größeres Gewicht. Ähnliches gilt auch für den Bau insgesamt. Einschließlich des Staates und der Unternehmen machen die Bauinvestitionen heute ein Zehntel des deutschen BIP aus; in Irland und Spanien hing dagegen ein ganzes Fünftel des BIP davon ab.

Auch für den Arbeitsmarkt gehen in Deutschland heute vom Bausektor keine gesamtwirtschaftlichen Risiken aus. Seit Mitte des letzten Jahrzehnts steigt die Beschäftigung im Bau im gleichen Ausmaß wie die Erwerbsbevölkerung, sodass sich deren Anteil bei ungefähr 5,5 % eingependelt hat (Grafik 4). Das liegt unter dem Mittelwert der vergleichbaren OECD Länder und ist nur etwa halb so hoch wie die Spitzenwerte aus Spanien oder Irland. Beide Volkswirtschaften hatten nach dem Platzen der Blase mit einem enormen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu kämpfen. In allen drei Krisen-

staaten machten verlorene Stellen im Bausektor direkt 70–80 % der Beschäftigungsverluste aus (Tabelle).

**Tabelle: Beschäftigungsverluste nach Immobilienblasen**

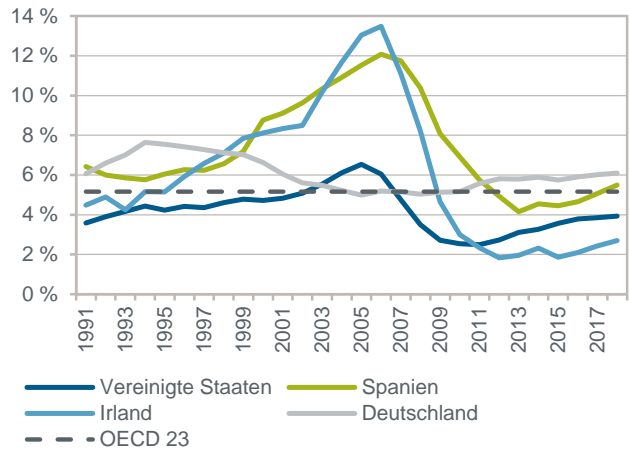
	Arbeitslosenquote		Jobverluste im Bausektor in Tsd.	Anteil an Beschäftigungsverlusten insgesamt
	2005–2007	2010–2013		
Vereinigte Staaten	4,8	8,9	2.574	73 %
Spanien	8,6	22,0	1.198	80 %
Irland	4,8	15,2	136	76 %

Anmerkung: Jobverluste = durchschnittliche Beschäftigung im Bau 2010–2013 gegenüber 2005–2007.

Quelle: AMECO

**Grafik 3: Wohnungsbauinvestitionen in Prozent des BIP**

Im Verhältnis zum BIP

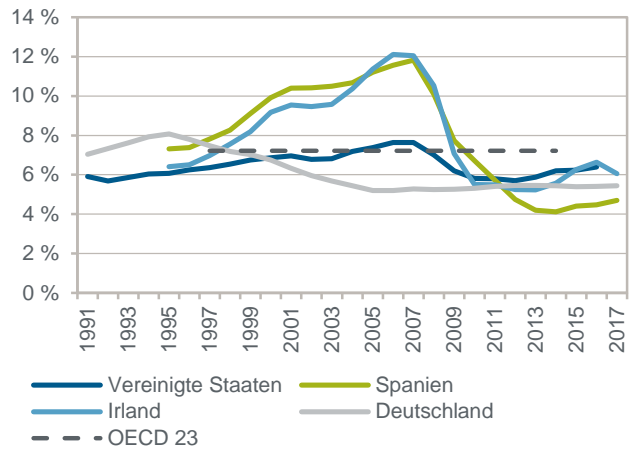


Anmerkung: Wohnungsbauinvestitionen beinhalten sowohl Neubau- als auch Renovierungsinvestitionen.

Quelle: AMECO

**Grafik 4: Beschäftigung im Baugewerbe**

Im Verhältnis zur Erwerbsbevölkerung

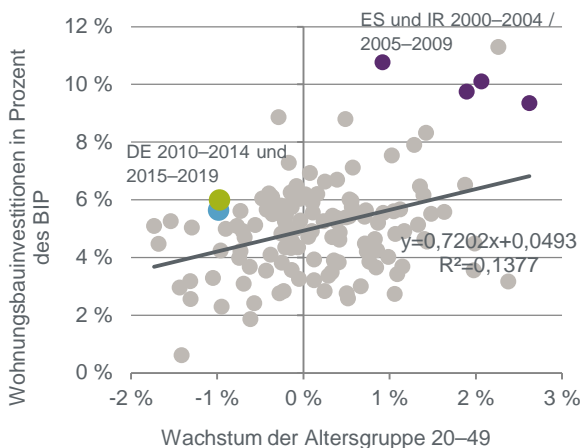


Quelle: AMECO

**Demografie ist ebenfalls wichtig**

Problematisch könnte der derzeitige Umfang der Bauinvestitionen angesichts der demografischen Entwicklung in Deutschland sein. Trotz einer Nettozuwanderung von etwa 3,6 Mio. Menschen und einer dadurch insgesamt wachsenden Bevölkerung im laufenden Jahrzehnt schrumpft die Altersgruppe der 20–49 Jährigen laut der UN-Bevölkerungsschätzung im gleichen Zeitraum um etwa 1 % pro Jahr.<sup>12</sup> Da diese Altersgruppe jedoch für den Großteil der neu gegründeten Haushalte verantwortlich ist, sollten auch die Baunachfrage und das volkswirtschaftliche Gewicht des Wohnungsbaus geringer ausfallen als bei einer wachsenden Bevölkerung in diesem Alter.<sup>13</sup> Schon eine einfache Regression mit Daten aus vergleichbaren OECD Ländern (Grafik 5) bestätigt einen positiven Zusammenhang zwischen beiden Größen.<sup>14</sup> In Deutschland sind die Wohnungsbauminvestitionen derzeit um knapp 2 Prozentpunkte höher, als aufgrund des relevanten Bevölkerungswachstums zu erwarten wäre. Per se spricht das für eine moderate Konsolidierung des Wohnungsbaus, zumal die Gruppe der 20–49 Jährigen in der mittleren Projektion der UN auch in weiterer Zukunft schrumpft.

**Grafik 5: Bevölkerungswachstum und Bauinvestitionen**



Anmerkung: Datenpunkte zeigen 5-Jahres-Durchschnittswerte aus 22 OECD Ländern im Zeitraum von 1990–2019. Wohnungsbauminvestitionen beinhalten sowohl Neubau- als auch Renovierungsinvestitionen. Bevölkerungswachstum laut dem mittleren Szenario der UN.

Quelle: AMECO und UN World Population Prospects 2017

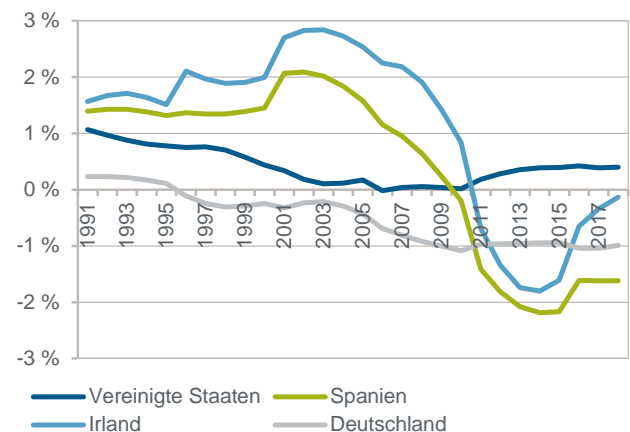
Unberücksichtigt bleiben bei dieser Betrachtung neben dem ursprünglichen Wohnungsbestand aber andere gesellschaftliche Entwicklungen, wie die Bevölkerungsverlagerung vom Land in die Städte. Ein Trend zu kleineren Haushalten erhöht außerdem den Platzbedarf pro Kopf. Diverse Schätzungen beziffern ausgehend von aktuellen Rückständen den mittelfristigen Neubaubedarf auf etwa 350.000 bis 400.000 Wohnungen pro Jahr.<sup>15</sup> Vor allem aufgrund von Baulandmangel in Knappheitsregionen und Fachkräftengpässen im Bauhandwerk fällt es schwer diesem Bedarf hinterherzukommen.<sup>16</sup> Auf der anderen Seite werden in ländlichen Regionen eher zu viele Einfamilienhäuser gebaut.<sup>17</sup>

Fraglich ist es, ob die Trends, die in den Städten zum aktuellen Nachholbedarf führen, den Neubau auch langfristig be-

feuern. Beispielsweise dürfte der gestiegene Anteil von Doppelverdiener-Haushalten die Bedeutung der räumlichen Nähe zum Arbeitsplatz erhöht und damit zur Verstärkung beigetragen haben. Heute liegt die Erwerbsbeteiligung von Frauen im OECD-Vergleich aber schon überdurchschnittlich hoch. Denkbar ist es außerdem, dass Innovationen wie das autonome Fahren den Neubaubedarf in den Städten abbremsen. Die technologische Erleichterung der Telearbeit oder die Möglichkeit zur Pflege von sozialen Netzwerken über das Internet hat die Landflucht bisher jedoch auch nicht aufhalten können.

Schwer vorherzusagen ist auch die Migrationsentwicklung. Insbesondere die Erfahrung von Spanien zeigt, dass volatile Migrationsströme einen Bauboom verstärken können. Von 1998–2008 kam es dort durch Erwerbsmigration zu einem sehr hohen Bevölkerungszuwachs von etwa 1,5 bis 2,0 % im Jahr. Ähnlich dynamisch wuchs in Spanien auch die für die Bauaktivität wichtige Gruppe der 20–49 Jährigen (Grafik 5 und 6). Hierdurch wurde einerseits die Wohnungsnachfrage befeuert, andererseits wurde ein Teil der Zuwanderer gerade von der Aussicht auf Jobs im Bausektor mit relativ niedrigen Qualifikationsanforderungen angezogen. Gemäß einer empirischen Studie lässt sich etwa die Hälfte der Bauaktivität in diesem Zeitraum auf den Effekt der Einwanderung zurückführen.<sup>18</sup> Nach dem Ausbruch der Immobilienkrise war die Arbeitslosigkeit unter den Zuwanderern dann besonders hoch. Die Migrationsbewegung kehrte sich schließlich um, was zwar den Arbeitsmarkt etwas entlastet, aber auch das Überangebot auf dem Immobilienmarkt vergrößert hat.<sup>19</sup>

**Grafik 6: Wachstum der Altersgruppe der 20–49 Jährigen**



Quelle: UN World Population Prospects 2017

**Fazit**

Noch ist kein Ende des deutschen Baubooms in Sicht. Lokale Übertreibungen bei den Immobilienpreisen sind zwar möglich, doch selbst das Platzen einer Preisblase sollte derzeit nicht zu schwerwiegenden makroökonomischen Problemen führen. Im Gegensatz zu vergangenen Immobilienblasen ist die Verschuldung der Haushalte heute gering. Die Wohnungsbauminvestitionen sind nur moderat angestiegen und der Beschäftigungsanteil des Bausektors liegt unter dem Durchschnitt der OECD. Anders als etwa in Spanien vor der Krise gibt es in Deutschland auch keine Anzeichen für einen

übermäßigen Andrang junger Leute in das Baugewerbe. Gerade im Bauhandwerk liegt eher ein Fachkräftemangel vor. Zur Erfüllung des derzeitigen Neubaubedarfs wird zwar stark auf Erwerbzuwanderung gesetzt, deren Ausmaß ist aber im Verhältnis zur Bestandsbevölkerung deutlich geringer als in

Spanien oder Irland vor der Krise. Längerfristig wird die Bevölkerung in Deutschland voraussichtlich wieder schrumpfen. Um leerstehende Ortskerne zu vermeiden, sollte der Schwerpunkt von Fördermaßnahmen in ländlichen Regionen daher auf der Renovierung von Bestandsimmobilien liegen. ■

Wenn Sie keine Publikation von KfW Research verpassen wollen, abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter.

Zur Anmeldung

<sup>1</sup> Jordà, Ò., Schularick, M. und A. M. Taylor (2015): "Leveraged bubbles," Journal of Monetary Economics, vol. 76: 1–20.

<sup>2</sup> Reinhart, C. und K. Rogoff (2009): „This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly“, Princeton University Press; und Jordà, Ò., Schularick, M. und A. M. Taylor (2015): "Betting the house", Journal of International Economics, Elsevier, vol. 96: 2–18.

<sup>3</sup> Vgl. Capital Economics (2018): „What causes recessions?“, 27. März 2018.

<sup>4</sup> Vgl. Bundesbank (2018): **Indikatorensystem zum deutschen Wohnimmobilienmarkt**.

<sup>5</sup> Vgl. Bundesbank (2017): „Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland im Jahr 2017“, Monatsbericht Februar 2018; und IMF (2018): „Germany – Staff Report for the 2018 Article IV consultation“.

<sup>6</sup> Vgl. Müller, M. (2017): **Es werden genug Wohnungen genehmigt – sie müssen nur gebaut werden**, Fokus Volkswirtschaft Nr. 188, KfW Research.

<sup>7</sup> Vgl. OECD Analytical House Price Indicators.

<sup>8</sup> Vgl. Müller, M. (2017): **Es werden genug Wohnungen genehmigt – sie müssen nur gebaut werden**, Fokus Volkswirtschaft Nr. 188, KfW Research.

<sup>9</sup> Vgl. Dombret, A. (2017): „Immobilienmärkte und mikroprudenzielle Aufsicht“, Vortrag beim 39. Symposium des Instituts für Bank- und Finanzgeschichte.

<sup>10</sup> Vgl. Ausschuss für Finanzstabilität (2018): „Fünfter Bericht an den Deutschen Bundestag zur Finanzstabilität in Deutschland“; und Lerbs, O. und M. Voigtländer (2017): „Ist eine makroprudenzielle Regulierung des deutschen Hypothekenmarktes geboten?“, ZEW Discussion Paper No. 17-029.

<sup>11</sup> Wohnungsbauminvestitionen aus der AMECO Datenbank beinhalten sowohl den Neubau als auch Renovierungsinvestitionen, solange diese den Wohnungswert steigern.

<sup>12</sup> Nach Alter unterteilte Bevölkerungsdaten des statistischen Bundesamts liegen nur bis 2016 vor. Im Vergleich zu den UN-Population Statistics sind diese Daten volatil. Der Bevölkerungsrückgang im Jahr 2011 wird überzeichnet, während der Anstieg durch die Flüchtlingszuwanderung im Jahr 2015 höher und damit realistischer ist. Für den hier relevanten Mehrjahreszeitraum gleichen sich die Abweichungen jedoch gegenseitig aus. Das Schrumpfen der Bevölkerungsgruppe der 20–49 Jährigen ab Mitte der 2000er-Jahre ist vor allem durch das Herausfallen der großen Babyboomer Jahrgänge der 1950er- und 1960er-Jahre begründet.

<sup>13</sup> Ökonomen der Banque de France identifizieren das Wachstum der Bevölkerungsgruppe der 20–49 Jährigen anhand multivariater ökonomischer Methoden und einem Panel aus 20 OECD Ländern als die wesentlichste Determinante der Wohnungsbauminvestitionen. Andere Altersgruppen haben dagegen keinen signifikanten Einfluss: Vgl. Monnet E. und C. Wolf (2016): „Demographic Cycle, Migration and Housing Investment: a Causal Examination“, Banque de France, Working paper Nr. 591.

<sup>14</sup> Der Einfluss des Bevölkerungswachstums ist signifikant auf dem 5 % Niveau (p-Wert: 0,039).

<sup>15</sup> Vgl. Müller, M. (2017): **Es werden genug Wohnungen genehmigt – sie müssen nur gebaut werden**, Fokus Volkswirtschaft Nr. 188, KfW Research.

<sup>16</sup> Vgl. Müller, M. (2018): **Fachkräfteengpässe im Bauhandwerk beeinträchtigen zunehmend den Wohnungsbau**, Fokus Volkswirtschaft Nr. 221, KfW Research.

<sup>17</sup> Vgl. ebd. und Deschermeier et al. (2017): „Wohnungsmangel in den Städten, Leerstand auf dem Land“, IW-Kurzberichte Nr. 44, 2017.

<sup>18</sup> Gonzalez, L. und F. Ortega (2013), „Immigration and Housing Booms: Evidence from Spain“, Journal of Regional Science, vol. 53: 37–59.

<sup>19</sup> Campos, A. (2016): „The migratory phenomenon in Spain: from immigration to emigration?“, Caixa Bank Research, Oktober 2016; und Marti Romero, J. (2015): „The remarkable case of Spanish immigration“, Bruegel Blog Post, December 2015.