

Die Lage am deutschen Immobilienmarkt – Ein ehrenwertes Haus?

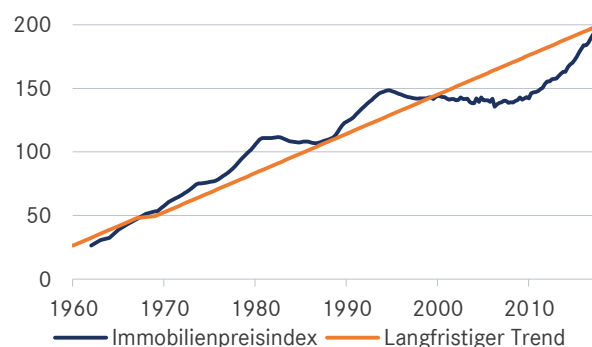
- Deutsche Immobilienpreise seit der Finanzkrise mit starken Anstiegen.
- Fundamentale Rahmenbedingungen können Preiswachstum erklären.
- Regionale Unterschiede bei Preis- und Risikoeinschätzung notwendig.

Lange Zeit waren deutsche Immobilien keine besonders gefragte Anlageklasse, denn anders als in vielen anderen Ländern zeichnete sich der hiesige Markt in den Jahren nach 1990 bis zur weltweiten Finanzkrise nur durch geringes Ertragspotenzial aus. Das hat sich geändert. Seit 2010 kennt das Preiswachstum am deutschen Häusermarkt kaum ein Halten. Wer jedoch auch in der Zukunft auf jährlich fast zweistellige Preiszuwächse hofft, dürfte wohl enttäuscht werden, auch wenn das Risiko starker Preisrückgänge, wie in den USA, Großbritannien oder Spanien nach 2009 eher gering ist.

Langfristige Betrachtung sinnvoll

Viel ist in den vergangenen Jahren spekuliert worden über die Nachhaltigkeit der Preisentwicklung am deutschen Immobilienmarkt. Denn seit 2010 lief die Preisspirale in immer schnellerem Tempo aufwärts. Zuletzt lag das jährliche Wachstum bei durchschnittlich 8 % p.a., trotz Abkühlung der wirtschaftlichen Dynamik. Sorgen um eine Übertreibung am Immobilienmarkt sind dabei durchaus verständlich, da langanhaltend hohe Preisanstiege in der Vergangenheit nicht selten Anzeichen einer ungesunden Blasenbildung waren. Daraus aber für den deutschen Häusermarkt den Rückschluss zu ziehen, dass ein Preisverfall wie in den USA nach der Finanzkrise droht, ist mit Blick auf die langfristige Entwicklung hierzulande verfrüht. Denn anders als in den USA durchlief der deutsche Immobiliensektor nach der Wiedervereinigung bis zur Finanzkrise eine Phase historisch geringen Preiswachstums. Während in den USA sich die Preise bis 2008 mehr als verdoppelten, sank in Deutschland sogar das Preisniveau seit Mitte der 1990er Jahre. Seit Anfang der 1960er Jahre hatte es keine so anhaltende Schwächephase am deutschen Häusermarkt gegeben (siehe Abb. 1). Der jüngste Anstieg der Preise stellt daher auch eine Aufholung der Schwäche vorangegangener Jahrzehnte dar und sollte bei der Bewertung berücksichtigt werden.

Abb. 1: Immobilienpreisentwicklung Deutschland, Index 1980=100

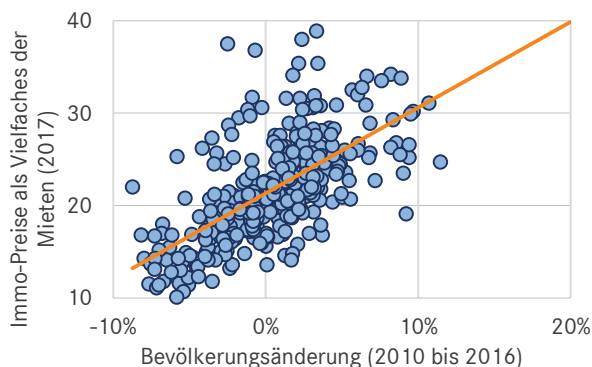


Quelle: Datastream, Macrobistory Database, apoBank

Wachstum und Wanderungsbewegungen treiben Preisentwicklung zusätzlich an

Wesentliche Bestimmungsfaktoren für die Preise am Immobilienmarkt sollten in der langen Frist das Angebot und die Nachfrage nach Wohnraum darstellen. Insbesondere auf der Nachfrageseite hat in den vergangenen Jahren die Dynamik aber deutlich zugelegt. Der seit 2010 anhaltende Konjunkturaufschwung hat die Kaufkraft der Bevölkerung gestärkt und dazu geführt, dass mehr Wohnraum nachgefragt wird. Traditionell gehört Wohnraum zu den Gütern, die Menschen bei steigendem Einkommen vermehrt nachfragen, anders als bspw. Lebensmittel, deren Ausgabenanteil eher sinkt. In wirtschaftlich starken Regionen trieb zudem ein kontinuierlicher Zuzug die Preise zusätzlich an. Gerade deshalb zeigen sich in diesen Regionen die stärksten Preisanstiege sowie höchsten Bewertungsniveaus (siehe Abb. 2). Sowohl mit einer Umkehrung des Wanderungstrends in die Städte wie auch mit einem signifikanten Rückgang des Wohlstandes hierzulande ist derzeit nicht zu rechnen. Zudem hat das niedrige Zinsniveau der letzten Jahre dazu beigetragen, dass die Finanzierungskosten sanken

Abb. 2: Bevölkerungsentwicklung vs. Immobilienbewertungen nach Landkreisen - Deutschland



Quelle: Destatis, Postbank Wohnatlas 2018, apoBank

und damit die Nachfrage zusätzlich stimuliert wurde. Angesichts des Mangels an renditebringenden Anlagen rückten Immobilien auch für viele Investoren in den Fokus. Aufgrund der nur noch moderaten Konjunkturdynamik rechnen wir damit, dass das Niedrigzinsumfeld auch über 2019 hinaus bestehen bleiben wird und dem Häusermarkt weiteren Auftrieb verleiht. Hinzu kommt, dass das Angebot in den vergangenen Jahren nicht mit der Nachfrage Schritt halten konnte. Der Mangel an Bauland, gerade in stadtnahen Lagen, dürfte daher bis auf weiteres Preisrisiken in Folge eines Angebotsüberhangs reduzieren.

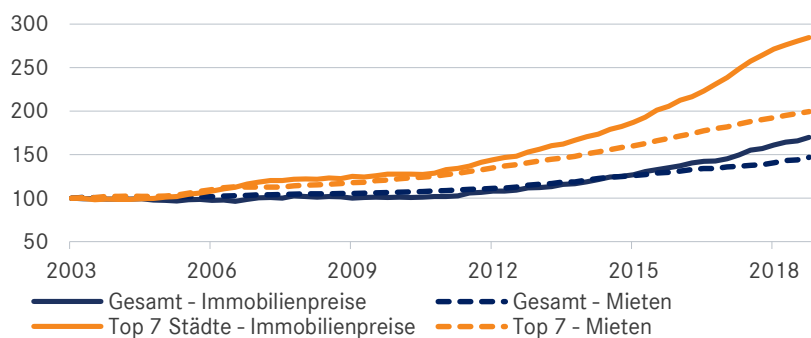
Risikoindikatoren weisen auf keine erhöhte Blasengefahr hin

Eine Analyse vergangener Immobilienpreisblasen zeigt, dass sich die Anbahnung der Krisen zumeist ähnelten. In der Mehrheit der Fälle gingen die Preisanstiege bei Immobilien mit einer kontinuierlich steigenden Verschuldung der Haushalte einher. Im Glauben, dass die Phase hoher Preiszuwächse anhalten würde und auch im Falle eines Zahlungsausfalls eine Zwangsversteigerung Gewinne abwerfen würden, stellten Banken entsprechende Kredite bereit. In der Folge stiegen dann aber v.a. in wirtschaftlich schwierigen Phasen nicht selten die Anzahl derer, die ihre Schulden nicht tilgen konnten und ihre Häuser zum Verkauf stellen mussten und dabei auf eine rückläufige Nachfrage trafen, die eine negative Preisspirale nach sich zog.

Der Blick auf die aktuelle Verschuldungslage deutscher Haushalte zeigt allerdings, dass die Verschuldung in den vergangenen Jahren von einem bereits international unterdurchschnittlichen Niveau sogar noch einmal zurückgegangen ist. Selbst in einem konjunkturell schwächeren Umfeld sollten daher keine massiven Finanzierungsschwierigkeiten für Haushalte auftauchen, auch weil das Zinsumfeld wohl noch länger auf historisch niedrigem Niveau bleiben sollte. Doch selbst wenn in ferner Zukunft die Geldpolitik auch im Euroraum wieder die Zinsen anheben sollte, dürfte die in Deutschland übliche Bankenfinanzierung mit langfristiger Zinsbindung bei Immobilienkrediten das Risiko höherer Zinsbelastungen deutlich reduzieren.

Vereinzelt bleiben aber Risiken

Abb. 3: Miet- vs. Hauspreisentwicklung nach Lage



Immobilienmärkte sind im Unterschied zu Aktienmärkten stark fragmentiert. D.h. seltener lassen sich marktweite Beobachtungen auf einzelne Standorte verallgemeinern. Dies gilt sowohl für die Preisentwicklung wie auch die Risikoeinschätzung. Gerade in den großen deutschen Städten lässt sich mit Blick auf die Immobilien- und Mietentwicklung nämlich durchaus eine erhöhte Gefahr einzelner Blasenbildungen erkennen. Denn seit 2010 haben sich dort die Miet- und Immobilienpreise deutlich entkoppelt (siehe Abb. 3). Die politische Aktualität des Themas „bezahlbares Wohnen“ lässt zudem darauf schließen, dass eine nochmalige Beschleunigung des Preisanstieges bei Mieten auch von Gesetzgeberseite wohl nicht erwünscht sein wird. Daneben weichen Mieter bereits jetzt verstärkt auf günstigere Wohnlagen außerhalb der Großstädte aus. Deshalb besteht vorwiegend in diesen Städten die Gefahr, dass die Preissteigerungen der letzten Jahre, die über dem Bundesdurchschnitt lagen, nicht von nachhaltiger Dauer sind.

Die politische Aktualität des Themas „bezahlbares Wohnen“ lässt zudem darauf schließen, dass eine nochmalige Beschleunigung des Preisanstieges bei Mieten auch von Gesetzgeberseite wohl nicht erwünscht sein wird. Daneben weichen Mieter bereits jetzt verstärkt auf günstigere Wohnlagen außerhalb der Großstädte aus. Deshalb besteht vorwiegend in diesen Städten die Gefahr, dass die Preissteigerungen der letzten Jahre, die über dem Bundesdurchschnitt lagen, nicht von nachhaltiger Dauer sind.

Der Immobilienmarkt könnte sich daher in den kommenden Jahren niedrigeren Preiswachstumsraten gegenübersehen. Dafür spricht einerseits, dass die historisch schwache Preisentwicklung der 1990er und frühen 2000er Jahre mittlerweile aufgeholt sein dürfte und andererseits auch auf Seiten von Mietern und der Politik die Bereitschaft sinkt, ein weiteres Ansteigen der Mieten hinzunehmen. Trotzdem drohen, anders als in den USA nach 2007 keine massiven Verwerfungen hierzulande, weil die Rahmenbedingungen am Immobilienmarkt wenig besorgniserregend scheinen (niedrige Verschuldung, keine absehbaren Zinsanhebungen, lange Zinsbindungsfristen etc.). Allerdings gibt es im internationalen Vergleich zahlreiche Beispiele dafür, dass Phasen des Preisanstieges deutlich länger dauern können, als von Analysten erwartet. So zeigen bspw. die australischen oder kanadischen Immobilienmärkte, dass anhaltend hohes Preiswachstum sich über Jahrzehnte halten kann, auch wenn Analysten bereits früh ein Ende des Wachstumszyklus kommen sahen. Investoren am Immobilienmarkt sollten sich jedoch bewusst sein, dass aufgrund der Heterogenität des Marktes beim Immobilienerwerb das einzelne Objekt genau betrachtet werden muss. Denn oftmals lassen sich Aussagen zur Gesamtmarktentwicklung nicht auf einzelne Objekte verallgemeinern.