

---

# Boom oder Blase? Einschätzungen von Preis- entwicklungen auf Immobilien- märkten am Beispiel Berlins

THOMAS LEHMANN

---

Thomas Lehmann, BBT GmbH, E-Mail: [Thomas.lehmann@bbt-gmbh.net](mailto:Thomas.lehmann@bbt-gmbh.net)

---

**Zusammenfassung:** Der Artikel analysiert die zeitliche Entwicklung des Berliner Wohnimmobilienmarktes (2009–2014) mit Blick auf die Frage, ob es zu einer potenziellen Überhitzung gekommen ist. Dabei wird der empirische Wirkungszusammenhang zwischen der andauernden Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und dessen Wirkung auf den Immobilienpreis evaluiert. Folglich wird ein mögliches Immobilienblasenszenario, ausgehend von der Politik der EZB, entworfen und die Wirkung der Niedrigzinsen anhand des User Cost of Housing Approach gemessen. In diesem Zusammenhang wird das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage mit einer eventuellen Wohnungsverknappung untersucht, um zu sehen, ob der vermeintliche, von der EZB-Politik beflügelte Preisauftrieb auch ökonomisch nachvollziehbar ist.

**Summary:** The article analyzes whether Berlin's housing market shows signals of a new housing bubble between 2009 and 2014. Specifically, it is investigated whether there exists an empiric relationship between the low interest rate policy of the ECB and Berlin's housing prices. A potential housing bubble scenario, caused by the ECB policy, is considered and the user cost of housing approach is applied to measure the effects of the low interest rates. Furthermore the interaction between the housing supply and demand is analyzed to evaluate Berlin's "housing scarcity" and to test to what extent the increasing prices are economically justified.

→ JEL Classification: R31, E43, P43

→ Keywords: Housing bubble, real estate economics, monetary policy

## I **Hinführung: Gibt es die Immobilienblase bereits, oder herrscht viel Aufregung um nichts?**

Warum steigen die Preise in den nachgefragten Ballungsräumen? Weil Städte boomen und so attraktiv sind? Weil die Kreditraten historisch niedrig und damit erschwinglich sind? Weil die Bevölkerungsanzahl und zugleich die Nachfrage merklich anziehen? Weil der Neubau nicht adäquat auf die Nachfrage reagiert? – *Vielleicht*.

*Vielleicht* sind die Gründe der Preisentwicklung und folglich die Diskussion über eine Immobilienblase auch der Spekulation oder der Alternativlosigkeit anderer sicherer Anlagen geschuldet? Insbesondere die Alternativlosigkeit – resultierend aus der langjährig andauernden Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank – könnte ein entscheidendes Kriterium sein. Folglich steigt das Interesse über die Zusammenhänge am Immobilienmarkt und daran, wie – ausgehend von der Alternativlosigkeit – eine Übertreibung am Immobilienmarkt entstehen kann.

Ehe die Frage nach dem Zusammenhang zwischen einer potenziellen Immobilienmarktüberhitzung, ausgehend von der Politik der Europäischen Zentralbank, beantwortet werden kann, sollte vorweg zum einen geschildert werden, welche Parameter und Einflüsse den *Wert* einer Immobilie bestimmen, und zum anderen, wie dieser Zusammenhang aussehen könnte.

Zentrale Faktoren für den Wert und in diesem Zusammenhang für den Preis einer Immobilie sind zunächst endogener Natur. Wesentliche Preisfaktoren sind unter anderem das „Immobilienmantra“ *Lage, Lage, Lage* (Mikro- und Makrostandort), die *Substanz* (Zustand, Nutzungsart, Alter, Ausstattung) sowie die *Zahlungsströme* in Form von Mieterträgen (Rottke 2012a).

Exogenen Einfluss auf den Wert einer Immobilie hat die *lokale Wirtschaftskraft*. Dazu zählen zum einen die Parameter Kaufkraft und Baukosten sowie zum anderen die Investitionsbereitschaft der Wirtschaft (Voigtländer 2014a).

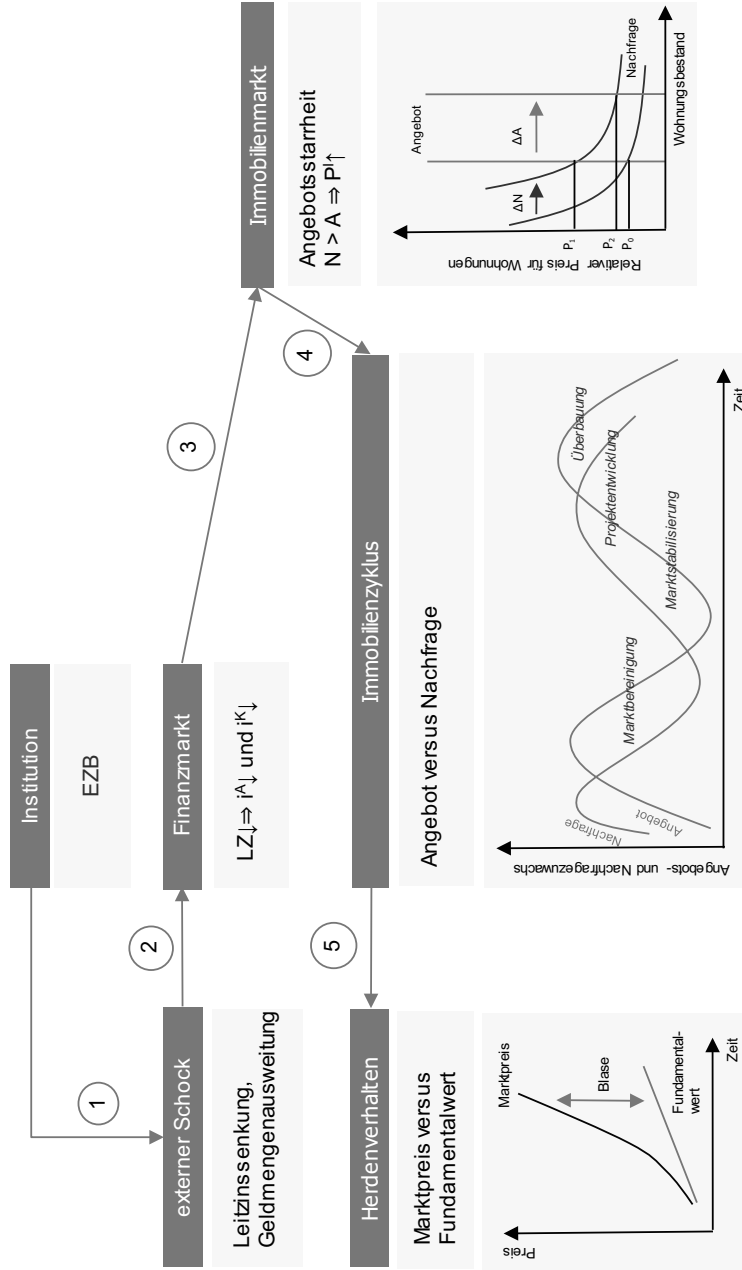
Wertbeeinflussend können auch sogenannte Auf- oder Abwertungen in der Nachbarschaft sein. Ein weiterer Parameter für den Wert einer Immobilie ist das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage, welche *zyklische Bewegungen* hervorbringen. Wichtige Faktoren sind dabei unter anderem Bevölkerungsprognosen oder demografische Prozesse. Wertbestimmend ist weiterhin das *Liquiditäts- und Zinsrisiko der Finanzierung*. Dabei sind insbesondere unsichere Finanzierungsstrukturen, hohe Beleihungsausläufe oder Anschlussfinanzierungsbedingungen in Abhängigkeit vom Zinsniveau relevant für den Preis. Hohe Fremdfinanzierungsbelastungen beeinflussen den Cashflow und demzufolge die Liquidität (Rottke 2012a).

## 2 **Modellrahmen für Zusammenhang zwischen Zinspolitik und den Immobilienpreisen**

Der Zusammenhang zwischen Zinspolitik und den Immobilienpreisen soll nachfolgend anhand des skizzierten Blasenszenarios der Abbildung 1 beschrieben werden. Der in Abbildung 1 dargestellte Zusammenhang wird sich auch als roter Faden durch den Artikel ziehen.

Abbildung 1

**Mögliches Blasenzenario für den Berliner Wohnimmobilienmarkt**



Mit: LZ: Leitzins,  $i^A$ : Anlagenszins,  $i^K$ : Kreditszins, N: Nachfrage, A: Angebot und  $P^i$ : Immobilienpreis.  
 Quellen: Eigene Darstellung in Anlehnung an Hiller (2014), Just (2012), Rombach (2011) und Pjarr et al. (1999).

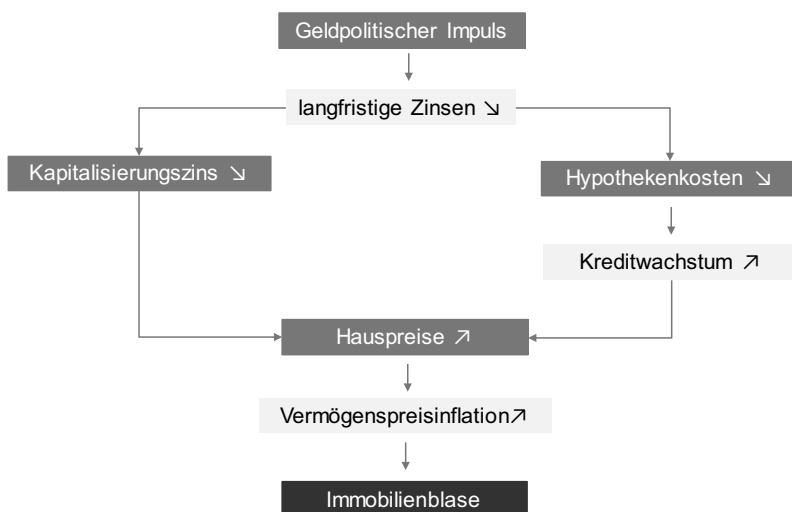
1. Ausgangspunkt einer Berliner Immobilienpreisüberhitzung *könnten* die geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank sein (Hiller 2014).
2. Durch die trendhafte Reduzierung der Leitzinsen verringert sich die Attraktivität der Geldanlage in Sparanlagen, wodurch die Zinsen des Anlagebereiches ( $i^A$ ) aber auch die Zinsen für Kredite ( $i^K$ ) sinken. Eine schwächer besicherte Ausweitung des Kreditvolumens ist ein wichtiger Indikator einer potenziellen Blasenbildung (Dombret 2015a, Möbert 2015).
3. Aufgrund der mangelnden Alternativenanlage verstärkt sich, gerade in Metropolregionen wie Berlin, die Nachfrage nach Immobilien. Aufgrund der Anpassungsverzögerungen des Angebotes ( $N > A$ ) kommt es zwangsläufig zu einem Preisanstieg ( $P_0 \Rightarrow P_1$ ) (Deutsche Bundesbank 2010, Möbert 2015). Kommt es später zur Angebotsausweitung, geht der Preis zurück auf  $P_2$ .
4. Das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage sind wesentliche Faktoren einer zyklischen Bewegung von Immobilienwerten. Das Immobilienangebot reagiert zeitversetzt auf die veränderte Nachfragestruktur und kann aufgrund prozyklischen Verhaltens der Kreditinstitute und der Projektentwickler in eine Phase des Angebotsüberhangs (Überbauung) münden. Speziell anziehende Bautätigkeiten (Baufertigstellungen und Baugenehmigungen) können bei fehlender Betrachtung einer langfristigen Nachfrage einen ungewollten Umschwung von der Projektentwicklungsphase in die Überbauungsphase bedeuten (Wernecke 2004).
5. Als besonders „Blasen fördernd“ gilt das zyklische Auseinanderdriften zwischen den Fundamentaldaten (beispielsweise den Mieten) und den gezahlten Marktpreisen. Bekannt ist dieser Ansatz unter dem Herdenverhalten der Marktakteure, welche ohne fundamentale Gründe einem weiteren Wachstum der Preise vertrauen (Stiglitz 1990, Rombach 2011).

### 3 **Zusammenspiel von Immobilienpreis – Geldpolitik – Vermögenspreisinflation**

Startpunkt ist ein *geldpolitischer Impuls*, beispielsweise in Form einer Leitzinssenkung durch die Europäische Zentralbank. Diese hat in den letzten Jahren regelmäßig den Leitzins nach unten korrigiert. Der aktuelle Stand liegt seit dem 16. März 2016 bei 0,00 Prozent (Deutsche Bundesbank 2016a). Durch die Zinssenkungen können sich Kreditinstitute günstiger bei der EZB refinanzieren und werden diese reduzierte Zinsbelastung aufgrund des Wettbewerbes untereinander an die Kreditnachfrager weitergeben (beispielsweise in Form von Immobilienfinanzierungen). Mittels verringerter Zinsbelastung minimieren sich folglich die *Hypothekenkosten* und der *Kapitalisierungszins* (Voigtländer 2014b). Reduzierte Kapitalisierungszinsen bedeuten im Umkehrschluss wachsende Immobilienmarktwerte. Durch die übliche Diskontierung der Zahlungsströme auf den Bewertungsstichtag (in der Regel für einen Zeitraum von zehn Jahren) sowie der Kapitalisierung des nachhaltigen Reinertrages errechnen sich bei sinkenden Kapitalisierungszinsen höhere Marktwerte.

Abbildung 2

## Geldpolitischer Transmissionsmechanismus



Quellen: Eigene Darstellung in Anlehnung an Voigtländer (2009) und Kimmel (2007).

Darüber hinaus führen fallende Zinsen (in Abhängigkeit von der Bonität des emittierenden Unternehmens oder Kreditinstitutes) zu einer Reduktion von Verzinsung und Rendite festverzinslicher Anlageprodukte. Dies gilt insbesondere für Sparanlagen von Kreditinstituten und Inhaberschuldverschreibungen. Demzufolge wird die Nachfrage nach alternativen Anlagen ausgeweitet. Dies betrifft zum Beispiel Aktien, aber insbesondere auch Immobilien. Eine Leitzinssenkung und Ausweitung der Geldmenge der EZB hat so einen mittelbaren Einfluss über die Hypothekenkosten auf die *Hauspreise* (Belke und Bordon 2011). Eine Leitzinssenkung ( $LZ \downarrow$ ) führt zu fallenden Guthabenzinsen der Banken ( $i^A$ ). Dadurch werden Anlageprodukte der Banken unattraktiv, was die Nachfrage nach Anlagen wie Immobilien anziehen lässt. Aufgrund des unelastischen Angebotes auf dem Immobilienmarkt steigen die Preise ( $P^I$ ) (Nastansky 2012). Gestiegene Immobilienwerte verbessern das Verhältnis zwischen Immobilienwerten und den Errichtungskosten, das sogenannte Tobin'sche  $q$ . Aus diesem Grund werden die Investitionen ( $BI$ ) in den Neubau von Wohnungen steigen (Belke und Bordon 2011). Formal bedeutet dies:  $LZ \downarrow \Rightarrow i^A \downarrow \Rightarrow P^I \uparrow \Rightarrow \text{Tobin } q \uparrow \Rightarrow BI \uparrow$ .

Die positive *Wirkung* auf die Hypothekenkosten *beeinflusst* zudem das *verfügbare Einkommen*. Dies gilt für Eigentümer-Haushalte, deren Prolongationszeitraum in näherer Zukunft liegt und die dadurch mit einer geringeren monatlichen Annuitätenbelastung in die Anschlussfinanzierungsphase eintreten. Dieser „frei gewordene“ monatliche positive Saldo wird im Anschluss zumindest teilweise in Form eines zusätzlichen *Konsums* der Wirtschaft zugeführt (Huether et. al. 2015).

Preisanstiege üben somit Wirkung auf das *Vermögen* der Haushalte aus und können folglich den Konjunkturzyklus positiv wie negativ beeinflussen. Zu berücksichtigen ist dabei der Einkommenseffekt für Mieter. Steigende Immobilienwerte gehen in der Regel Hand in Hand mit wachsenden Wohnkosten für eben diese Nutzergruppe einher. Bei konstanten Mieten und gestiegenen Preisen sinkt folglich die Quote, das heißt die Rendite. Vermieter und Investoren sind bestrebt, eine bis dato vorherrschende Korrelation zwischen Preisen und Mieten aufrechtzuerhalten (Nastansky 2012).

Der über die sinkenden Hypothekenkosten in Schwung kommende *Kreditkanal* läuft über den Zusammenhang zwischen gestiegenen Immobilienpreisen, Konsum und Kreditvergabebereitschaft von Banken. Bekannt ist dieser Zusammenhang unter dem Begriff Mortgage Equity Withdrawal, kurz MEW (Nastansky 2012). Dabei geht es um eine kreditfinanzierte Konsumausweitung. Bei gestiegenen Immobilienpreisen ist es so beispielsweise in den USA durchaus üblich, diesen „gewonnenen“ Spread zwischen aktueller Kreditsumme und neuem Marktwert durch einen zusätzlichen Kredit für den Konsum zu nutzen (Vornholz 2015).

Wachsende Immobilienwerte ( $P^I$ ) aufgrund der Geldmengenausweitung ( $M$ ) und der Zinsreduktion erhöhen das Immobilienvermögen. Folglich verbessert sich die Vermögenssituation der Haushalte ( $V$ ). Unter Annahme des MEW kann die gestiegene Sicherheit in Form neuer Kredite ( $K$ ) konsumiert werden ( $C$ ). Der Konsum steigt. Formal lässt sich dieser Zusammenhang wie folgt ausdrücken:  $M \uparrow \Rightarrow P^I \uparrow \Rightarrow V \uparrow \Rightarrow \text{Kreditvergabebereitschaft} \uparrow \Rightarrow K \uparrow \Rightarrow C \uparrow$  (Nastansky 2012).

Aufgrund des Wertzuwachses bei den Sicherheiten (gestiegene Marktwerte) reduziert sich in der Regel die Hürde für den Zugang zu Krediten bei Banken. Die Kreditvergabebereitschaft nimmt zu (Nastansky 2012).

Dadurch *kann* es in Boomphasen dazu kommen, dass die Kreditsumme stark ausgeweitet wird. In Rezessionsphasen steigt demgemäß die Anfälligkeit der Banken infolge sinkender Immobilienwerte und einer daraus resultierenden Unterbesicherung (Vornholz 2015).

Die Kombination aus Vermögenspreisinflation (Häuserpreisanstieg) und den wachsenden Kreditvolumina könnte daher in schwächeren Konjunkturphasen eine Marktkorrektur bedeuten. Ungeklärt ist bis dato, ob dieser vor allem für die USA festgestellte Wirkungszusammenhang auch für Deutschland und im Speziellen für Berlin erwartbar ist.

#### 4 **Robustheit der deutschen Immobilienfinanzierungslandschaft**

*„[...] it is always the same picture: no excesses before the crisis and no slump during the crisis. There is no parallel to the boom-bust cycles in other countries. All this raises a fundamental question: which institutional characteristics helped to make the German market more resilient than others?“* (Kofner 2014).

Zwei wesentliche Determinanten für die Robustheit sind die *Vergabe- und Refinanzierungspraxis* der deutschen Kreditinstitute im internationalen Vergleich. Bei der Kreditvergabe für eine Immobilienfinanzierung spielt in Deutschland der sogenannte Beleihungswert eine wesentliche Rolle. Dieser ist die langfristige Wertuntergrenze unter Berücksichtigung zyklischer Schwankungen.

Es ist die Wertgrenze, die im ungünstigsten Fall im Verkauf erzielbar sein soll. Hier liegt ein wesentlicher Unterschied zu anderen Ländern. Dort nehmen die Kreditinstitute oft eine Kopplung mit dem Marktwert vor (siehe MEW) (Schmoll gen. Eisenwerth 2015a). Dies spricht für eine vorsichtige, konservative und auf Sicherheit ausgelegte Kreditvergabe in Deutschland. Durch den Beleihungswert ist der vorherig beschriebene Kreditkanal für Deutschland eher unwahrscheinlich (Sachverständigenrat 2013, Demary und Niehues 2015).

Das deutsche Refinanzierungssystem des Pfandbriefes unterscheidet sich ebenfalls stark von den angelsächsischen Volkswirtschaften mit dessen Mortgage Backed Securities, kurz MBS. Pfandbriefe werden als Schuldverschreibungen zu maximal 60 Prozent des Beleihungswertes mit Immobilienfinanzierungen refinanziert und sind dadurch stark vor Ausfällen geschützt. Im Vergleich dazu werden beispielsweise in den USA die Kreditforderungen in der Regel verbrieft und am Kapitalmarkt durch die Banken weiterverkauft. So können die Risiken an andere Investoren weitergegeben werden, was das Interesse der Banken an einer genauen Kreditvergabeprüfung und deren laufende Überwachung verringert. Ein stabiler *Mietwohnungsmarkt* wie in Deutschland ist ein weiterer Stabilitätsanker. Folglich beschränkt sich die Zahl der Eigentümer auf eben den Kreis, der die hohen deutschen Anforderungen an eine Immobilienfinanzierung langfristig erfüllt (Henger und Voigtländer 2011).

Beim Kreditvolumen ist für den zugrundeliegenden Analysehorizont eine positive, gleichwohl aber eine moderate Dynamik erkennbar. So veränderte sich das durchschnittliche monatliche Neugeschäftsvolumina von Immobilienkrediten an private Haushalte von circa 16 267 Milliarden Euro (2009) hin zu circa 16 668 Milliarden Euro (2014). Im Jahr 2015 belief sich das Volumen dagegen bereits auf über 20 Milliarden Euro (Deutsche Bundesbank 2016c). Anhand der beschriebenen Zusammenhänge und der allgemein gültigen Voraussetzungen einer Blasenbildung könnte eine wachsende Verschuldung zu einer späteren Marktkorrektur führen. Folglich wird die Einhaltung etablierter Kreditvergabeestandards zunehmend wichtiger. Dazu gehört insbesondere der Nachweis einer dauerhaften Kapitaldienstfähigkeit sowie der entsprechenden Werthaltigkeit der Sicherheit (Schmoll gen. Eisenwerth 2015a).

Der beschriebene Wirkungsmechanismus aus reduzierter Verzinsung von Anlagevehikeln ( $i^A$ ) und der Reduktion der Zinsen für Immobilienkredite ( $i^K$ ) treibt folglich die Nachfrage auf den Immobilienmärkten in zweierlei Hinsicht an. Zur Beurteilung einer spekulativen Marktüberhitzung ist demgemäß eine saubere Grenzziehung zwischen nachvollziehbaren, ökonomisch erklärbaren Preisdynamiken und einem spekulativen Herdenverhalten essentiell.

## 5 Marktgebote versus spekulatives Herdenverhalten

In der Presse finden sich zunehmend Beiträge über Wohnraumknappheit und ein fehlendes Angebot in Berlin. Vor diesem Hintergrund stellen sich folgende Fragen:

1. Wie hat sich das Wohnraumangebot in Berlin entwickelt?
2. Wann entscheidet sich ein Marktakteur, sein Angebot auszuweiten?
3. Und: Wovon ist diese Entscheidung abhängig?

Im Folgenden wird zunächst auf die Determinanten der Angebotsausweitung eingegangen. Entscheidungsrelevante Parameter für die Angebotsausweitung sowie für die Erklärung von Preismechanismen sind dabei unter anderem Rentabilität, Baukosten, demografische Prozesse, politische Hindernisse und insbesondere die langfristige Nachfrage.

Eine sehr einfache, aber prägnante Möglichkeit zur Darstellung der Vorteilhaftigkeit der Angebotsausweitung ist dabei der sogenannte Q-Faktor (Voigtländer 2009). Dieser setzt die Erträge einer Investition deren Kosten gegenüber (Tobin 1969). Bezogen auf den Immobilienmarkt werden dadurch die erzielbaren Wohnimmobilienpreise mit den Gesamtinvestitionskosten ins Verhältnis gesetzt. Sofern die erzielbaren Erlöse (Wohnimmobilienpreise) in Relation zu den Gesamtinvestitionskosten größer sind, das heißt  $q > 1$ , lohnt es sich für einen Marktakteur, in diesen Markt zu investieren und für zusätzliches Angebot zu sorgen. Der Neubau ist somit attraktiver als eine Investition in den Bestand (Nastansky 2012, Lerbs 2012, Voigtländer 2015). Zusätzliches Angebot ist folglich für einen Investor umso attraktiver, je höher die Bestandspreise für Immobilien oder die Erstbezugsmiete sind (Henger et. al. 2011). Voraussetzung für die Ausweitung des Angebots ist, dass insbesondere durch Verknappung des Marktes zunächst die Preise auf dem Eigentumswohnungsmarkt oder die zukünftig erzielbare Neuvertragsmiete auf dem Mietwohnungsmarkt gestiegen sind (Holm 2014, Schmoll gen. Eisenwerth 2015b).

Nach Jahren einer stagnierenden Entwicklung seit 2000 ist im Zeitraum zwischen 2009 bis 2014 die Berliner Bevölkerung um circa 200 000 Einwohner angestiegen. Insbesondere die Berliner Bezirke Mitte, Pankow und Neukölln verzeichneten einen sehr massiven Bevölkerungsschub, der in einem großen Wohnraumbedarf mündet. Dieser Bevölkerungsanstieg Berlins treibt die Wohnungsnachfrage der letzten Jahre vor allem an. Im Jahr 2011 ist ein Strukturbruch in den Daten zu erkennen. Berlin verzeichnet seit 2011 jährliche Bevölkerungszuwächse, die regelmäßig über 40 000 liegen. Insbesondere „beliebte“ Bezirke wie Mitte (seit 2011), Pankow (seit 2010) oder Neukölln (seit 2011) verzeichnen dabei starke Zuwachsraten. Auch Randbezirke wie Spandau und Reinickendorf registrieren größere Anstiege gegenüber dem Jahr 2009 (Amt für Statistik Berlin Brandenburg 2014). Die zahlenmäßige Übersetzung des Bevölkerungswachstums in den eigentlichen Wohnraumbedarf erfolgt durch Berücksichtigung der durchschnittlichen Personenanzahl, die in einer Wohnung lebt (Verhältnis der Bevölkerungsanzahl zur Anzahl der Wohnungen (Anzahl bereinigt um den Leerstand)).

Bei dem Vergleich der Baufertigstellungen (circa 33 430) und der rasant wachsenden Berliner Bevölkerung stellt sich die Frage: Warum ist so wenig zusätzliches Angebot entstanden, obwohl Preis- und Mietentwicklungen ein zusätzliches Angebot attraktiv machen?

Ein Grund ist die Tatsache, dass neuer Wohnraum nicht *von heute auf morgen* entsteht. Die Anpassungsfähigkeit des Immobilienmarktes ist eher als starr zu bezeichnen (Abbildung 1). Zu unterscheiden ist demnach zwischen Baugenehmigungen (*zukünftiges Angebot*) und den Baufertigstellungen (*gegenwärtiges Angebot*). Wichtige Themen und zugleich Hindernisse für das zukünftige Angebot können die Rolle und Wirkung der seit dem 1. Juni 2015 geltenden Mietpreisbremse, die Bedeutung wachsender energetischer Anforderungen sowie die Folgen von Bürgerprotesten und Bürgerbegehren der heimischen Bevölkerung gegen Neubauprojekte (sogenannter NIMBY-Effekt) sein.

Entscheidende Faktoren für die Wohnungsnachfrage sind unter anderem sozioökonomischer (beispielsweise Wohlstand und Einkommen) oder demografischer Natur (Wanderungsbewegung).



Tabelle 1

**Angebot und Nachfrageentwicklung des Berliner Wohnimmobilienmarktes**

Bezirk	Bevölkerungszuwachs ( $\Sigma$ 2009-2014)	Baufertigstellungen ( $\Sigma$ 2009-2014)	Leerstandsquote 2014	Leerstandsveränderung ( $\Delta$ 2014/2009)
	In Prozent			
Mitte	33 203	3 703	1,7	-34,60
Pankow	27 434	8 094	1,6	-20,00
Neukölln	20 199	827	1,9	-40,60
Lichtenberg	17 406	3 914	1,4	-41,70
Charlottenburg- Wilmersdorf	15 591	2 059	1,4	-22,20
Spandau	14 480	1 416	3,1	-40,40
Friedrichshain- Kreuzberg	13 440	2 782	1,3	-50,00
Treptow-Köpenick	13 358	3 426	1,2	-50,00
Reinickendorf	12 568	1 244	2,9	-39,60
Marzahn-Hellersdorf	11 536	2 714	2,1	-69,10
Steglitz-Zehlendorf	11 208	2 291	2,7	-6,90
Tempelhof-Schöneberg	8 900	959	2,9	-6,50

Quelle: Amt für Statistik Berlin Brandenburg, BBU, eigene Berechnungen.

gen, Altersstrukturen) oder sind individuellen Präferenzen (Lebensstil und -vorstellung) geschuldet (Henger et. al. 2014). Darüber hinaus sind als wichtige Bestimmungsgründe das Zins- und Mietniveau zu nennen, weil diese beiden Faktoren die Erschwinglichkeit der Wohnung messen.

Im Prinzip gibt es drei potenzielle Wege, um die Nachfrage nach einer Wohnung zu befriedigen:

- Bezug einer Baufertigstellung (Erstbezug),
- Bezug einer leerstehenden Wohnung oder
- dem Zusammenschluss von Haushalten (Nachfragern).

Tabelle 1 illustriert die ersten beiden Möglichkeiten und zeigt zudem die Bevölkerungsveränderung in den Bezirken. Im Ergebnis stehen knapp 200 000 neuen Berliner MitbürgerInnen 33 429 Baufertigstellungen gegenüber. Die Befriedigung der Nachfrage über die Ebene der Neubaueinbauten reicht folglich nicht aus. Es kann nicht allen Neuberlinern eine Wohnung angeboten werden. Die Absenkung der Leerstandsquote der Berliner Bezirke stellt daher auf der nächsten Ebene eine Alternativmöglichkeit dar. Berlinweit hat sich der Leerstand im Betrachtungszeitraum um circa 40 Prozent von fast sechs Prozent auf zwei Prozent reduziert – mit starken Spreizungen in den Bezirken. In vielen Bezirken wird der sogenannte Sockelleerstand von zwei Prozent bei Weitem unterschritten. Die Reserven in diesem Bereich wurden folglich in den letzten Jahren bereits aufgebraucht. Zugleich läuft der Wohnungsbedarf der Neubaueinbauten davon. Der Flüchtlingsstrom und die nachhaltige, sozial tragfähige Integration der

Zugewanderten in den Wohnungsmarkt verschärfen den Druck auf den Wohnungsmarkt weiter (Lehmann 2016).

Demgemäß stellt sich die Frage, inwieweit ausgehend von dem in Abbildung 1 illustrierten Nachfragedruck zyklische Bewegungen ausgelöst werden und ob es zu einer Entkopplung zwischen Fundamentalniveau und Marktniveau gekommen ist.

Seit dem Jahr 2010 wird die Entwicklung des Berliner Wohnimmobilienmarktes verstärkt beachtet (Kholodilin 2013). Die Zusammenhänge zwischen dem monetären und realen Sektor sowie dem Immobilienmarkt und dem Phänomen des Herdenverhaltens werden anhand der Abbildung 3 beschrieben.

*„Häufig fällt ein Immobilienaufschwung zusammen mit einem konjunkturellen Aufschwung und mit nachlassenden Restriktionen bei der Kreditvergabe“ (Vornholz 2014).*

Der bereits beschriebene Zusammenhang der lockeren Geldpolitik und des starren Angebots führen bei steigender Immobiliennachfrage zu *steigenden Mieten und Preisen* (Möbert 2015). Typisch für diesen zyklischen Punkt sind darüber hinaus niedrige Zinsen, wodurch *„Banken wegen positiver Zukunftsaussichten wieder vermehrt Baudarlehen [vergeben], da sich auf Grundlage hoher Mieten, die als nachhaltig angesehen werden, hohe Verkehrswerte berechnen lassen“* (Rottke 2012b). Diese *Kreditexpansion* bis *Kreditboom* zu günstigen Konditionen führt zu einer erhöhten Bautätigkeit. Das ist die sogenannte Phase der Projektentwicklung (Wernecke 2004).

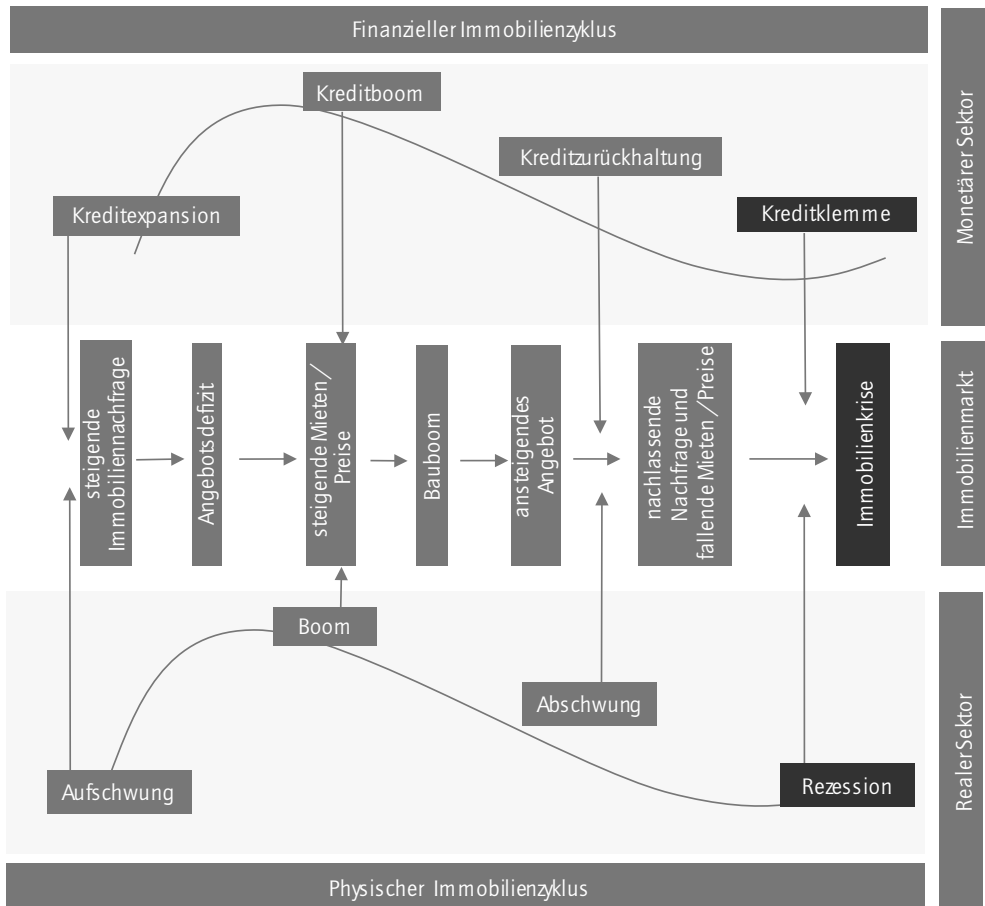
Nach dem Erreichen eines kostendeckenden Mietniveaus in den Wirtschaftlichkeitsbetrachtungen der Banken bei Neubauprojekten potenziert sich in der Regel das Kreditvolumen der Kreditinstitute in zyklischen Aufschwungphasen. Dabei spricht man auch vom prozyklischen Verhalten der Kreditinstitute, da die Banken die hohen Erlöse aus der Baudarlehenvergabe als nachhaltig ansehen (Holzmann 2007, Wernecke 2004).

Als weitere Ursachen zyklischer Aufschwungphasen gelten exogene und endogene Faktoren. Ein sehr bedeutender exogener Einflussfaktor ist die Konjunktur (*Realer Sektor*). Steigende Realeinkommen der Haushalte führen erfahrungsgemäß (teilweise) zum Mehrkonsum. Dies gilt auch für den Immobilienbereich. Das prozyklische Kreditverhalten der Banken und der politische Einfluss (beispielsweise Mietpreisbremse) haben ebenfalls beachtliche exogene Wirkungen auf die Entwicklung der Immobilienmärkte (Rottke 2012b, Wernecke 2004). So kann beispielsweise die Mietpreisbremse langfristig die angespannte Situation des Wohnungsmarktes weiter verschärfen und zu weiterer Wohnraumunterversorgung führen. Erfahrungsgemäß führen Mietbegrenzungen zur Angebotszurückhaltung, Einsparung bei Modernisierungsmaßnahmen sowie zur Hortung von Wohnraum. Der Nachfrageüberhang ist dabei umso größer, je elastischer das Angebot reagiert, je stärker die Nachfrage ansteigt und je größer der Unterschied zwischen der Mietpreisbremse (Mietspiegel) und der Marktmiete ist (Jowsey 2011, Eekhoff 2002).

Weitere Auslösefaktoren von Immobilienzyklen sind endogene Mechanismen, insbesondere Zeitverzögerungen (*time-lags*). Dazu zählen insbesondere Bauverzögerungen. Investoren reagieren verzögert auf steigende Preise (Zeitverzögerung bei der Entscheidung) und bei einer Entscheidung pro Investition vergeht üblicherweise sehr viel Zeit, bis Neubauprojekte schließlich final umgesetzt werden (Rottke 2012b, Schmoll gen. Eisenwerth 2015b).

Abbildung 3

**Zusammenhang von Kapitalmarkt, Konjunktur und Immobilienmarkt**



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Jowsey 2011.

Neben Verzögerungen sind sogenannte Verhaltensanomalien Auslöser von zyklischen Ausschüngen. Hierzu zählt das sogenannte Herdenverhalten, also das Ignorieren von Zyklen und der Glaube, dass sich Renditen nur in eine Richtung bewegen. Das Phänomen bezeichnet eine Art Nachahmung der Investition bei gleichzeitiger Unterschätzung der Risiken und Nichtbeachtung eines möglichen Wendepunkts der Entwicklung (Irle 2010, Langenbach und Bönning 2011, Pyhrr et. al. 1999). Dabei werden Preissteigerungen der letzten drei bis fünf Jahre als Grund der vermehrten Marktaktivität seitens der Marktteilnehmer genannt. Marktakteure entwickeln eine Markeuphorie (Irle 2010).

Dabei verstärken die Medien ihre Berichterstattung, wodurch in der Regel eine *Preis-Story-Preis-Schleife* entsteht. Das heißt, steigende Immobilienpreise befördern den Glauben an die Entwick-

lung weiterer Preissteigerungen, demzufolge kommt es aufgrund erhöhter Nachfrage zu weiteren Preisanstiegen (Daxhammer und Facsar 2012).

*„Bei hohen vergangenen Preissteigerungen ist daher die Gefahr einer Preisblasenbildung relativ hoch“ (Irle 2010).*

Die vermehrte Bauaktivität der „Herde“ führt folglich zu einem *Bauboom* und zu *steigendem Angebot*. Dabei besteht die Gefahr des Umschwungs von der Projektentwicklungsphase in eine Phase der Überbauung (Angebotsüberhang). Dies resultiert stellenweise aus der Verzögerung heraus. Zahlreiche fertiggestellte Projektentwicklungen vergrößern das Angebot, obwohl die Nachfrage zum Teil durch zuvor fertiggestellte Neubauten „absorbiert“ worden ist. Eine Zinswende kann die Liquidität und die Vorteilhaftigkeit von Investitionen abkühlen und damit einen weiteren Konjunkturanstieg abbremsen. Wenn sich Leerstände ihrem Normalniveau nähern, kündigt sich ein Angebotsüberhang an. Grund dafür ist auch das Herdenverhalten (Rottke 2012b, Wernecke 2004, DeCoster und Strange 2012).

Mit der Zeit werden immer mehr Immobilien und Flächen auf dem Markt angeboten. Eine gleichzeitig negative Konjunkturlage führt auf dem Immobilienmarkt zu einer *Marktbereinigung*. Vorher fehlende Neubauten (Angebot) werden nun zum Überangebot und erhöhen die Leerstände und bedeuten Mietanpassungen nach unten (Rottke 2012b, Wernecke 2004).

Auf dem Kapitalmarkt gilt zudem, dass *„in der Baisse [...] die Kreditvergabe stark reduziert [wird]“* (Wernecke 2004). Durch das Zusammenwirken der Kreditzurückhaltung (gegebenenfalls in Form einer Kreditklemme), einer negativen Konjunkturlage und eines Angebotsüberhangs auf dem Immobilienmarkt kann es zu einer *Immobilienkrise* oder dem Platzen der Blase kommen (Vornholz 2014).

Diese zyklischen Bewegungen werfen die Frage auf, inwieweit sich in Deutschland und in Berlin das *Marktniveau* vom *fundamentalen Niveau* entkoppelt hat und welchen messbaren Einfluss die geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank in der Vergangenheit auf die Immobilienpreise hatten.

## 6 Marktseite: Relation von Preis und Miete

In einer Analyse des Deutschen Institutes für Wirtschaftsforschung wurden deutschlandweit Standorte auf deren Preisdynamik untersucht. Der Befund zeigt, dass in Deutschland die Berliner Preisentwicklung seit 2010 am dynamischsten verlief. Zu beachten ist dabei das geringe Ausgangsniveau der Berliner Preise, die nach Meinung der Verfasser eine Art Aufholprozess in Richtung „marktgerechte“ Preise starten (Kholodilin und Mense 2012).

*„Die steigenden Immobilienpreise in Großstädten sind in erster Linie auf die wachsende Lücke zwischen Wohnungsnachfrage und Wohnungsangebot zurückzuführen“ (Kholodilin und Silverstovs 2013).*

Diese Tatsache wurde bereits beschrieben. Im Ergebnis gibt es in Berlin durchaus einige Bezirke, in denen Wohnraumknappheit in den letzten Jahren entstanden ist oder die sich dorthin bewegen, wenn sich der Trend fortsetzt.

Tabelle 2

**Preis-Mieten-Relationen im Zeitverlauf**

Bezirk	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Ø 2009-2014	Δ 2014/2009
	Multiplikatoren							Prozent
Charlottenburg-Wilmersdorf	21,3	21,6	22,3	24,1	25,1	26,6	23,5	24,6
Friedrichshain-Kreuzberg	26,5	25,3	24,0	25,2	24,6	26,2	25,3	-1,1
Lichtenberg	20,4	21,2	21,3	22,5	27,3	25,4	23,0	24,6
Marzahn-Hellersdorf	21,7	17,7	20,7	21,0	22,3	21,0	21,1	-3,5
Mitte	32,6	24,7	33,2	34,6	31,7	30,4	32,8	-6,7
Neukölln	16,0	14,9	14,9	17,3	19,1	20,4	17,1	28,0
Pankow	25,6	25,6	26,1	25,7	25,7	26,6	25,9	4,0
Reinickendorf	20,1	17,6	18,3	19,8	20,9	21,8	19,8	8,0
Spandau	16,0	16,3	15,9	17,5	17,9	17,2	16,8	7,0
Steglitz-Zehlendorf	18,2	19,5	20,2	21,9	23,1	23,7	21,1	30,1
Tempelhof-Schöneberg	18,7	19,3	19,7	21,3	21,2	22,1	20,4	17,9
Treptow-Köpenick	18,7	20,0	20,2	25,5	24,8	26,7	22,6	42,9
<i>Berlin</i>	<i>23,0</i>	<i>23,7</i>	<i>23,8</i>	<i>25,1</i>	<i>25,7</i>	<i>26,6</i>	<i>24,6</i>	<i>15,5</i>

Quelle: CBRE, eigene Berechnungen.

Die Relation zwischen Preis und Miete ist ein zentraler Indikator zur Beurteilung des Immobilienmarktes. Grund dafür ist, dass sich der Marktpreis einer Immobilie, gemäß dem Discounted-Cashflow-Verfahren, aus den diskontierten zukünftig erwarteten Mietströmen ergibt (Rombach 2011). In einem ausgeglichenen Markt sollte die Mietentwicklung dem Preis nicht wesentlich hinterherlaufen (Just 2014). Die Relation ermittelt das Verhältnis der Anschaffungskosten (Preis) im Verhältnis zu den jährlichen Erträgen (Miete) (Vornholz 2015).

Tabelle 2 zeigt bezirksweise zum einen die Relationen von Preis (für Eigentumswohnungen) und Miete im Zeitverlauf und zum anderen die prozentuale Veränderung zwischen 2009 bis 2014. Im Überblick über alle Bezirke ist eine deutlich differenzierte Entwicklung zwischen den einzelnen Bezirken ersichtlich. So verzeichnet beispielsweise der in der Immobilienbranche gern benutzte Multiplikator<sup>1</sup> in Treptow-Köpenick eine positive Veränderung von fast 43 Prozent. Demgegenüber ist er in Mitte mit -6,7 Prozent negativ. Im Ergebnis bedeutet dies, dass in Mitte die Miete schneller gestiegen ist als der Preis und dies folglich ein Gegenargument für eine Immobilienblase ist. Für Gesamtberlin errechnet sich analog ein Anstieg von 15,5 Prozent. Ein Anstieg von 15,5 Prozent für Gesamtberlin ist vor dem Hintergrund eines eventuellen Aufholprozesses und der dargestellten Bevölkerungsentwicklung im Vergleich zur Neubautätigkeit daher per se nicht als Blase des Berliner Wohnimmobilienmarktes zu interpretieren. Lokale Tendenzen der Überhitzung sind jedoch erkennbar.

Technischer Fortschritt oder starke Bevölkerungszuwächse wirken sich bis dato positiv auf beide Parameter, Preis und Miete, aus (Rombach 2011). Die Preis-Mieten-Relation erscheint daher als

<sup>1</sup> Der Multiplikator ermittelt sich aus dem Ertrag der Immobilie (p. a.) im Verhältnis zum Kaufpreis.

Indikator für eine Blasenbildung besonders gut geeignet. Bis zur Einführung der Mietpreisbremse waren Inserate sowohl für den Fall eines Verkaufes (Preis) als auch für die Vermietung (Miete) in deren Angebotshöhe mietrechtlich nicht reguliert. Der Indikator hat jedoch aktuell eine Schwachstelle. „... [Der Indikator] vernachlässigt ... einen ganz entscheidenden Faktor: den Zins“ (Schier und Voigtländer 2015).

Immobilienkäufe werden zumindest zu einem gewissen Teil mit Fremdkapital finanziert. Folglich sinken die Kosten der Immobiliennutzung. „Fallen die Zinsen wie in den letzten Jahren, sind somit steigende Preis-Miet-Relationen folgerichtig und nur ein unzureichender Indikator für die Identifikation spekulativer Blasen“ (Schier und Voigtländer 2015). Um die Wirkung von geldpolitischen Veränderungen abzubilden, eignet sich der User Cost of Housing Approach sehr viel besser als das Preis-Mieten-Verhältnis.

## 7 **Fundamentalseite: User Cost of Housing Approach zur Antizipation von Marktungleichgewichten**

Die *User Cost of Housing*, auch Wohnnutzerkostenkonzept genannt, vergleicht die Miete mit den Kosten der Selbstnutzung (Eigentum). Die Intention des Konzeptes ist, dass in einem Marktgleichgewicht die Miete den Kosten der Selbstnutzung entspricht (Voigtländer 2009).

Anhand von sechs Komponenten wird so eine kalkulatorische Miete der „echten“ Miete gegenübergestellt. Ziel ist es, alle Kosten des Wohneigentums mit dem Mietniveau zu vergleichen (Rehugler und Rombach 2011). Im Verlauf der Zeit haben sich zahlreiche Modellvariationen entwickelt, die in der Regel auf der Arbeit von Poterba aufbauen (Poterba 1991):

1. Zunächst werden in Abhängigkeit vom Kaufpreis  $P$  die Opportunitätskosten berücksichtigt, die aufgrund der Investition in das Wohneigentum aus verlorenen Kapitaleinnahmen resultieren. Daher wird der durchschnittliche Eigenkapitalanteil  $EK$  der Immobilienfinanzierungen mit einem risikolosen Zinssatz  $i_{EK}$  multipliziert. Auf der anderen Seite werden die Kosten der Immobilienfinanzierung mit dem durchschnittlichen Fremdkapitalzinssatz  $i_{FK}$  gewichtet mit dem Fremdkapitalanteil  $FK$ , multipliziert. Zusammengefügt ergeben sich die Opportunitätskosten als  $P * (EK * i_{EK} + FK * i_{FK})$ .
2. Die jährliche Grundsteuer errechnet sich aus der Multiplikation des Faktors Preis mit dem Grundsteuersatz  $w$ :  $P * w$ .
3. Instandhaltungskosten sind  $P * d$  mit  $d$  als Parameter der Instandhaltung.
4. Die Risikoprämie pro Geldeinheit ist  $\gamma$ , so dass sich die Gesamtrisikoprämie als  $P * \gamma$  ergibt.
5. In Abhängigkeit vom durchschnittlichen Steuersatzes ( $f$ ) werden Steuervorteile des Immobilieneigentums berücksichtigt. Dazu zählen zum Beispiel Absetzungsmöglichkeiten für Grundsteuer und Hypothekenzinsen:  $P * f * (i_{FK} + w)$ .
6. Der erwartete Wertzuwachs ist  $P * \Delta P$ .

Durch Verknüpfung ergibt sich:

$$R_t = P_t^* (EK^* i_{EK} + FK^* i_{FK}) + P_t w_t + P_t d_t + P_t \gamma_t + P_t f_t^* (i_{FK} + w_t) - P_t \Delta P_{t+1},$$

wobei  $R$  für die Miete und  $t$  für das jeweilige Jahr steht.

Ausklammern des Preises führt zu  $R_t = P_t u_t$

mit  $u_t = ((EK^* i_{EK} + FK^* i_{FK}) + w_t + d_t + \gamma_t + f_t^* (i_{FK} + w_t) - \Delta P_{t+1})$  als Kosten der Selbstnutzung. Nach Umstellung bekommt man auf der linken Seite das Preis-Miet-Verhältnis und auf der rechten die Selbstnutzerkosten, die abhängig von Zinssätzen, Steuersätzen, dem Instandhaltungsniveau sowie der Risikoprämie und dem erwarteten Wertzuwachs sind.

$$\frac{P_t}{R_t} = \frac{1}{u_t}$$

Anhand dieser Gleichung lässt sich überprüfen, ob das tatsächliche Preis-Miet-Verhältnis mit dem Fundamentalniveau gemäß der vorstehenden Relation im Zeitverlauf übereinstimmt (Voigtländer 2009). Eine Überbewertung, das heißt eine signifikante Veränderung zwischen tatsächlichem und fundamentalem Preisniveau, gilt dabei als Indikator für eine Immobilienblase – et vice versa (Brauers 2011).

Sinken die Kosten der Selbstnutzung  $u_t$ , dann steigt das Fundamentalniveau des Preises:  $u \downarrow \Rightarrow \frac{1}{u} \uparrow$ . Das heißt, reduzierte Kosten der Selbstnutzung einer Wohnimmobilie könnten die vorherig beschriebenen wachsenden Preis-Miet-Relationen rechtfertigen. Unter Berücksichtigung des Betrachtungszeitraumes von 2009–2014 haben sich die Parameter Instandhaltung und Grundsteuer nicht signifikant verändert, so dass sie für die Berechnung konstant gehalten werden können. Darüber hinaus liegt das hauptsächliche Ziel der Berechnung darin, die Wirkung der geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank auf die Immobilienpreise zu messen.

Folglich stellt sich die Frage, ob gesunkene Zinsen für Kredite und Sparanlagen eine Veränderung der Preis-Miet-Relation für Gesamtberlin von 15,5 Prozent begründen (Tabelle 2). Zur Beantwortung wurde anhand der ersten Komponente des Wohnungsnutzerkonzeptes – die Finanzierungsbedingungen  $P^* (EK^* i_{EK} + FK^* i_{FK})$  – mit den durchschnittlichen Immobilienpreisen für Eigentumswohnungen ins Verhältnis gesetzt.

Im Ergebnis berechnet sich eine Reduzierung der Selbstnutzerkosten von circa 18,86 Prozent (Ergebnisveränderung der Tabelle 3 von 63 hinzu 53)<sup>2</sup>. Dies würde im Umkehrschluss eine Er-

2 Der Anstieg der Preis-Miet-Relation von 15,5 Prozent gilt für den Zeitraum von 2009–2014. Tabelle 3 berücksichtigt aufgrund der zeitlichen Datenverfügbarkeit des Beleihungsauslaufes nur den Zeitraum von 2010–2014. Der Beleihungsauslauf bezieht sich auf Deutschland. Dafür wurde pro Jahr der Mittelwert des monatlichen Trendindikators von Dr. Klein berechnet und zugrunde gelegt. Als Eigenkapitalanteil wurde zunächst die Differenz zwischen dem Beleihungsauslauf und 100 Prozent angenommen. Diese Annahme ist möglich, da sich der von Dr. Klein publizierte Beleihungsauslauf aus dem Verhältnis Darlehen zu Kaufpreis errechnet. Grundsätzlich ergibt sich der EK Anteil aus: 100 Prozent – Beleihungsauslauf + Nebenkosten. Zu dem ursprünglichen Eigenkapitalanteil werden daher die Nebenkostenpositionen Notar mit konstant 1,5 Prozent und die für Berlin gültige Grunderwerbssteuer addiert, die beide aus dem EK zu tragen sind. Die Summe wurde mit dem Durchschnittszinssatz zehnjähriger Bundesanleihen verzinst. Der Durchschnittszins wurde als Mittelwert aus dem Tageswert der neu emittierten zehnjährigen Bundesanleihen berechnet. Die Basis des Fremdkapitalzinssatzes bildet der zehnjährige DGZF-Einstandszins. Der DGZF-Einstandszins ist der Zinssatz für öffentliche Pfandbriefe der Deka Bank. Dafür wurde für jedes Jahr der Mittelwert des täglichen Einstandszinssatzes berechnet. Im zweiten Schritt wurde dieser Zins um jeweils 50 Basispunkte

Tabelle 3

**Erklärungsversuch der Preis-Miet-Relation anhand der *User Cost of Housing***

Kennzahl	2010	2011	2012	2013	2014
Preis (Eigentumswohnung) in Euro/m <sup>2</sup>	1 739	1 883	2 258	2 474	2 725
Beleihungsauslauf in Prozent	78,21	77,36	78,04	77,81	78,33
Nebenkosten in Prozent	6,00	6,00	6,50	6,50	7,50
Eigenkapitalanteil in Prozent	27,79	28,64	28,46	28,69	29,17
Eigenkapitalverzinsung in Prozent	2,77	2,65	1,57	1,63	1,24
Fremdkapitalverzinsung in Prozent	3,68	3,73	2,65	2,54	2,03
Ergebnis (gerundet) – Selbstnutzerkosten $u_t$	63	69	57	60	53

Quelle: CBRE, Deutsche Bundesbank 2016b, Dr. Klein, FMH, eigene Berechnungen.

höhung der Preis-Mieten-Relation um 18,86 Prozent rechtfertigen (Lehmann 2015). Untersucht wurde dabei lediglich der gerechtfertigte Preisanstieg aufgrund der veränderten Rahmenbedingungen ausgehend von der Europäischen Zentralbank. Demzufolge bleiben in der Berechnung die übrigen fünf Komponenten (Grundsteuer, Instandhaltungskosten, Risikoprämie, Steuervorteile und Wertzuwachs) unberücksichtigt. Insbesondere der erwartete Wertzuwachs der Immobilie kann die *User Cost of Housing* sinken lassen. Nach Stiglitz könnte ein erwarteter Wertzuwachs der Beginn einer klassischen Blasenbildung sein, da auf einen Wertzuwachs vertraut wird, ohne dass dieser fundamental nachweisbar ist (Stiglitz 1990).

Weiterhin wurde die Thematik der Risikoprämie  $\gamma$  unberücksichtigt gelassen. Gerade vor dem Hintergrund fehlender Alternativenanlagen aufgrund der mangelnden Verzinsung *könnte* sich das Risiko der Immobilienanlage in sicheren Immobilienmärkten mit ansteigender Wohnraumverknappung reduziert haben. Folglich wäre mit sinkenden Risikoprämien  $\gamma$  zu rechnen. Die Folge davon wäre ebenfalls eine Reduzierung der *User Cost of Housing*.

Selbst wenn die beiden subjektiv eingeschätzten Größen *Wertzuwachs* und *Risikoprämie* im Gesamtmodell vernachlässigt werden, kann unter den getroffenen Annahmen eine Erhöhung der Preis-Miet-Relation für Gesamtberlin von 18,86 Prozent gerechtfertigt werden. Dieser Befund zeigt zum einen die Wirkungen der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank auf eine prosperierende Alternativenanlage. Zum anderen bedeutet er, dass für den Untersuchungszeitraum keine Entkopplung zwischen Fundamental- und Marktniveau zu beobachten war (18,86 Prozent > 15,5 Prozent).

Grundsätzlich ist der Hinweis wichtig, dass sinkende Finanzierungskosten und mangelnde Alternativenanlagen nicht per se gesteigerte Immobilienpreise rechtfertigen und zur vermehrten Aufnahme von Fremdkapital verleiten sollten. Ebenfalls sollten gesunkene Monatsbelastungen, resultierend aus der verringerten Annuitätsbelastung, nicht der ausschlaggebende Grund der Immobilienanschaffung sein. Vielmehr sollte sich die vom Haushalt verkraftbare Finanzierungs-

erhöht. Inhaltlicher Sinn dabei ist die Berücksichtigung der Marge zwischen Refinanzierungszins und Kreditzinssatz der Kreditinstitute. Ergebnisbeispiel 2012:  $P * (EK * i_{EK} + FK * i_{FK}) = 2258 \text{ Euro/m}^2 * (28,46 \% * 1,57 \% + 78,04 \% * 2,56 \%) \approx 57$ .



belastung an historischen Durchschnittszinsen orientieren und deshalb mit gesteigerten Tilgungsleistungen aufgefüllt werden.

Auch das IW Köln hat in einer Analyse die Robustheit des deutschen Immobilienmarktes mittels des *User Cost of Housing Approach* analysiert. Selbst bei einer scharfen Zinswende wäre der Berliner Immobilienmarkt nicht vom Platzen einer Blase bedroht. Der Zins müsste in Berlin auf 4,4 Prozent steigen, bis die Selbstnutzerkosten  $u$  zehn Prozent über den Mietkosten liegen. Erst bei diesem Schwellenwert würde es zu Nachfrageverschiebungen vom Kaufen zum Mieten und demzufolge zu Rückgängen bei den Wohnungspreisen kommen (Schier und Voigtländer 2015).

## 8 Fazit

Im Rahmen des Artikels wurden zwei wesentliche Faktoren sichtbar, die den Berliner Immobilienmarkt und insbesondere die Preisdynamik signifikant beeinflussen. Dies sind

1. das Verhältnis zwischen Wohnraumangebot und Wohnraumnachfrage und
2. die Zinspolitik der Europäischen Zentralbank.

Bis dato ist der Zusammenhang zwischen Immobilienpreisanstieg und Zinsreduktion nachvollziehbar, und es ist daher keine Entkopplung zwischen Fundamental- und Marktniveau erkennbar. Als robust erweist sich der Wohnungsmarkt insbesondere aufgrund der deutschen Finanzierungssystematik und der Finanzierungsbedingungen für Nachfrager nach Immobilien. Dieses Ergebnis bedeutet jedoch *keine* Entwarnung für die Zukunft. Sollte die Zinslandschaft und die Nachfrage langfristig auf dem aktuellen Niveau verharren, ist die laufende Evaluation des Marktes mit Blick auf mögliche Überhitzungserscheinungen unausweichlich und ratsam.

## Literaturverzeichnis

- Amt für Statistik Berlin Brandenburg (2010/2011/2012/2013/2014/2015): Statistischer Bericht A I II– j/09 bis A I II – j/14.
- Amt für Statistik Berlin Brandenburg (2014): Statistischer Bericht A I 5 – hj2/14.
- BBU (2010/2011/2012/2013/2014/2015): Marktmonitore der Jahre 2010–2015.
- Belke, Ansgar und Ingo Bordon (2011): Geldtheorie und Geldpolitik. In: Neubäumer, Renate, Brigitte Hewel und Thomas Lenk (Hrsg.): Volkswirtschaftslehre, 485–638.
- Brauers, Maximilian (2011): Von der Immobilienblase zur Finanzkrise. Hamburg, Diplomica Verlag.
- CBRE GmbH (2010/2011/2012/2013/2014/2015): Wohnmarktreport Berlin der Jahre 2010–2015.
- Daxhammer, Rolf und Mate Facsar (2012): Behavioral Finance. Konstanz und München, UVK Verlagsgesellschaft.
- DeCoster, Gregory und William Strange (2012): Developers, Herding and Overbuilding. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*. 44, 7–35.

- Demary, Markus und Judith Niehues (2015): Die Auswirkungen von Niedrigzinsen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf die Vermögensverteilung. IW Köln policy paper 15/2015.
- Deutsche Bundesbank (2010): Ausgedehnter Investitionszyklus bei stabilen Preisen: Angebot und Nachfrage am deutschen Wohnungsmarkt in langfristiger Perspektive. Monatsbericht Juni 2010, 49–62.
- Deutsche Bundesbank (2016a): EZB Zinssätze. [www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Geld\\_Und\\_Kapitalmaerkte/Zinssaetze\\_Renditen/S11BTTEZ-BZINS.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Geld_Und_Kapitalmaerkte/Zinssaetze_Renditen/S11BTTEZ-BZINS.pdf?__blob=publicationFile) (abgerufen am 22.2.2016).
- Deutsche Bundesbank (2016b): Zeitreihe BBK01.WT1010: Rendite der jeweils jüngsten Bundesanleihe mit einer vereinbarten Laufzeit von 10 Jahren. [www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen\\_Datenbanken/Makrooekonomische\\_Zeitreihen/its\\_details\\_value\\_node.html?nsc=true&listId=www\\_s14o\\_ito2f&tsId=BBK01.WT1010](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_details_value_node.html?nsc=true&listId=www_s14o_ito2f&tsId=BBK01.WT1010) (abgerufen am 6.4.2016).
- Deutsche Bundesbank (2016c): Zeitreihe BBK01.SUD231: Neugesäftsvolumina Banken DE / Wohnungsbaukredite an private Haushalte. [www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen\\_Datenbanken/Makrooekonomische\\_Zeitreihen/its\\_details\\_value\\_node.html?tsId=BBK01.SUD231](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.SUD231) (abgerufen am: 6.4.2016).
- Dombret, Andreas (2015a): Der deutsche Immobilienmarkt – ein Grund zur Sorge? [www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2015/2015\\_01\\_28\\_dombret.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2015/2015_01_28_dombret.html) (abgerufen am 22.2.2016).
- Dr. Klein: Trendindikator Baufinanzierung. [www.drklein.de/dtb-archiv-baufinanzierung.html](http://www.drklein.de/dtb-archiv-baufinanzierung.html) (abgerufen am: 22.2.2016).
- Eekhoff, Johann (2002): Wohnungspolitik. Tübingen.
- FMH Finanzberatung (2016): Detaillierte Darstellung von Zinsverläufen bis zu 20 oder 30 Jahre. <https://index.fmh.de/fmh-index/zinsentwicklung/detailversion/default.aspx> (abgerufen am: 22.2.2016).
- Henger, Ralph, Tobias Just und Michael Voigtländer (2011): Tobins q und die Bautätigkeit im deutschen Immobiliensektor. IW Köln Trends 3/2011.
- Henger, Ralph, Michael Schier und Michael Voigtländer (2014): Wohnungsleerstand. IW Köln Positionen Nr. 62.
- Henger, Ralph und Michael Voigtländer (2011): Immobilienfinanzierung nach der Finanzmarktkrise. IW Köln Analysen Nr. 73.
- Hiller, Norbert (2014): Zinspolitik ade! Wie man Immobilienpreisblasen dennoch überstehen kann. Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 94 (10), 748–755.
- Holm, Andrej (2014): Mietenwahnsinn. München, Droemer Knaur Verlag.
- Holzmann, Christoph (2007): Entwicklung eines Real Estate Confidence Indicator zur kurzfristigen Konjunkturprognose auf Immobilienmärkten. Dissertation. Bd. 40. European Business School.
- Huether, Michael, Michael Voigtländer, Heide Haas und Philipp Deschermeier (2015): Die Bedeutung der Langfristfinanzierung durch Banken. IW Köln Analysen Nr. 101.
- Irle, Martin (2010): Preisblasen in Wohnimmobilienmärkten. Dissertation. Technische Universität Darmstadt.
- Jowsey, Ernie (2011): Real Estate Economics. New York.
- Just, Tobias (2012): Demografische Trends als Bestimmungsfaktor für die Immobiliennachfrage. In: Nico Rottke und Michael Voigtländer (Hrsg.): Immobilienwirtschaftslehre. Bd. 2. Ökonomie. Köln, 871–901.
- Just, Tobias (2014): Keine Blase, das Problem sitzt tiefer! IREBS Standpunkt Nr. 25.

- Kholodilin, Konstantin (2013): Kommt die deutsche Immobilienblase? [www.b-republik.de/archiv/kommt-die-deutsche-immobilienblase](http://www.b-republik.de/archiv/kommt-die-deutsche-immobilienblase) (abgerufen am 22.2.2016).
- Kholodilin, Konstantin und Andreas Mense (2012): Forecasting the Price and Rents for Flats in Large German Cities. DIW Discussion Papers 1207.
- Kholodilin, Konstantin und Boriss Silverstovs (2013): Wohnimmobilien in Großstädten: Kaufpreise steigen auch 2014 schneller als Mieten. DIW Wochenbericht Nr. 49/2013.
- Kimmel, Christoph (2007): Vermögenspreisinflation als wirtschaftspolitische Herausforderung. Berlin.
- Kofner, Stefan (2014): The german housing system: fundamentally resilient? *Journal of Housing and the Built Environment*. 29, 255–275.
- Langenbach, Marc und Stephan Bönning (2011): Identifikation von Investmentstrategien im Immobilienmarktzyklus. In: Christoph Schumacher, Tobias Pfeffer und Hubertus Bäumler (Hrsg.): *Praxishandbuch Immobilien-Fondsmanagement und -investment*. Köln, Immobilienmanager Verlag, 395–409.
- Lehmann, Thomas (2015): House price bubble time? Analyse des Berliner Wohnimmobilienmarktes auf Bezirksebene.
- Lehmann, Thomas (2016): Renaissance der Wohnungspolitik in angespannten Marktphasen. *vhw Forum Wohnen und Stadtentwicklung*. Heft 2/16, 100–103.
- Lerbs, Oliver (2012): House Prices, Housing Development Costs and the Supply of New Single-Family Housing in German Counties and Cities. CAWM Discussion Paper No. 57.
- Möbert, Jochen (2015): Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr. Deutsche Bank Reserach. Standpunkt Deutschland vom 28.5.2015.
- Nastansky, Andreas (2012): Geldpolitik und Immobilienpreise. In: Nico Rottke und Michael Voigtländer (Hrsg.): *Immobilienwirtschaftslehre*. Bd. 2. Ökonomie. Köln, 163–214.
- Poterba, James (1991): House Price Dynamics: The Role of Tax Policy and Demography. MIT.
- Pyhrr, Stephen, Stephen Roulac und Waldo Born (1999): Real Estate Cycles and their Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy. *Journal of Real Estate Research*, 18, 7–68.
- Rehkugler, Heinz und Tobias Rombach (2011): Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten. In: Hans-Hermann Francke und Heinz Rehkugler (Hrsg.): *Immobilienmärkte und Immobilienbewertung*. München, Vahlen Verlag, 159–202.
- Rombach, Tobias (2011): Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten. Dissertation. Albert-Ludwigs-Universität Freiburg im Breisgau.
- Rottke, Nico (2012a): Ökonomie: Interdisziplinärer Bestandteil der Immobilienwirtschaftslehre. In: Nico Rottke und Michael Voigtländer (Hrsg.): *Immobilienwirtschaftslehre*. Bd. 2. Ökonomie. Köln, 29–82.
- Rottke, Nico (2012b): Immobilienzyklen und spekulative Blasen. In: Rottke, Nico und Michael Voigtländer (Hrsg.): Bd. 2. Ökonomie. Köln, 249–298.
- Sachverständigenrat (2013): Immobilienmarkt: Kein Grund für Aktionismus. *Jahresgutachten 2013/2014*, 440–477.
- Schier, Michael und Michael Voigtländer (2015): Immobilienpreise: Ist die Entwicklung am deutschen Wohnungsmarkt fundamental noch gerechtfertigt? *IW Köln Trends* 1/2015.
- Schmoll gen. Eisenwerth, Fritz (2015a): Immobilieninvestition und Immobilienfinanzierung. In: Fritz Schmoll gen. Eisenwerth (Hrsg.): *Basiswissen Immobilienwirtschaft*. Berlin, Vahlen Verlag, 691–848.

- Schmoll gen. Eisenwerth, Fritz (2015b): Markt und Staat – die volkswirtschaftliche Perspektive. In: Fritz Schmoll gen. Eisenwerth (Hrsg.): Basiswissen Immobilienwirtschaft. Berlin, Vahlen Verlag, 1335–1456.
- Stiglitz, Joseph (1990): Synopsis on Bubbles. *The Journal of Economic Perspectives*, 4 (2), 13–18.
- Tobin, James (1969): A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1), 15–29.
- Voigtländer, Michael (2009): Volkswirtschaftliches Basiswissen Immobilien. Berlin, Verband Deutscher Pfandbriefbanken.
- Voigtländer, Michael (2014a): Keine Anzeichen für eine deutsche Wohnimmobilienblase. *dieBank*. Ausgabe 12.2014, 8–12.
- Voigtländer, Michael (2014b): Die Stabilität des deutschen Wohnungsmarktes. In: Michael Voigtländer und Michael Deppenheuer (Hrsg.): *Wohneigentum*. Bibliothek des Eigentums, 43–63.
- Voigtländer, Michael (2015): Optionen für bezahlbaren Wohnraum. *IW Köln policy paper* 14/2015.
- Vornholz, Günter (2014): *VWL für die Immobilienwirtschaft*. Berlin, De Gruyter Verlag Oldenburg.
- Vornholz, Günter (2015): *Internationale Immobilienökonomie*. Berlin, De Gruyter Verlag Oldenburg.
- Wernecke, Martin (2004): *Büroimmobilienzyklen*. Dissertation. European Business School. Bd. 31.