

Zeitenwende auf den deutschen Immobilienmärkten

Eine Analyse der Folgen für das deutsche Finanzsystem

Von Marcel Tyrell*

Zusammenfassung

Im Beitrag werden die Folgen der Zinswende vor dem Hintergrund der strukturellen Änderungen, die sich durch Coronavirus-Pandemie und Ukraine-Krieg ergeben haben, für die deutschen Immobilienmärkte, sprich den Wohnimmobilien- und den Gewerbeimmobilienmarkt skizziert. Dies geschieht auf Basis der Analyse struktureller Daten, wie sie insbesondere von der Bundesbank erhoben und publiziert werden. In der Analyse wird zwischen Wohn- und Gewerbeimmobilien unterschieden, um die Auswirkungen auf Nachfrage- und Angebotsbedingungen in den beiden Teilmärkten zu erfassen. Daran anschließend werden die Folgen für Stabilität und Resilienz des deutschen Finanzsystems auf Basis der Spezifika, die das deutsche Finanzsystem hinsichtlich der Finanzierung von Immobilien von den Finanzierungsstrukturen in anderen Ländern unterscheidet, untersucht. Es zeigt sich, dass insbesondere die Entwicklung auf dem Gewerbeimmobilienmarkt Risiken enthält, die die Resilienz des deutschen Finanzsystems beeinträchtigen und damit die Finanzstabilität gefährden können. Regulativ könnte es angebracht sein, höhere Transparenz der Finanzierungsstrukturen dieses Marktsegments zu gewährleisten, um die Resilienz zu stärken.

Summary

This article outlines the consequences of the interest rate turnaround for the German property markets, i. e. the residential and commercial property markets, against the backdrop of the structural changes resulting from the coronavirus pandemic and the war in Ukraine. This is done based on an analysis of structural data, as collected and published by the Bundesbank in particular. The analysis distinguishes between residential and commercial property in order to capture the effects on demand and supply conditions in the two submarkets. The consequences for the stability and resilience of the German financial system are analysed on the basis of the specific features that distinguish the German financial system from financing structures in other countries with regard to the financing

* Marcel Tyrell, Universität Witten/Herdecke, Lehrstuhl für Banking and Finance und ISIC – The PPE Institute for Social and Institutional Change, Alfred-Herrhausen-Str. 50, 58448 Witten, Deutschland, E-Mail: Marcel.Tyrell@uni-wh.de

Ich danke der/dem anonymen Gutachterin/Gutachter für äußerst substantielle Kommentare, die wesentlich zur Verbesserung des Artikels beigetragen haben. Zudem gilt mein Dank Maximilian Gill und Jona Stinner für wertvolle Hinweise und Anmerkungen.

of real estate. It is shown that the development on the commercial property market in particular contains risks that could impair the resilience of the German financial system and thus jeopardise financial stability. In regulatory terms, it may be appropriate to ensure greater transparency of the financing structures in this market segment in order to strengthen resilience.

JEL classification: R31, G21, G01, G51

Keywords: property markets, boom-bust-cycles, financial stability, spillover effects, mortgages

1. Einleitung und Fragestellung

Die deutschen Immobilienmärkte befinden sich in einer schwierigen Lage. Nach einer lang anhaltenden stetigen Aufschwungsphase, die auch getragen durch ein historisch niedriges Zinsniveau seit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/2008 zu beachtlichen Preissteigerungen sowohl im gewerblichen als auch im privaten Immobilienbereich bis zum Jahre 2022 geführt hatte, ist mit der Zinswende im Jahre 2022 ein massiver Preisverfall zu beobachten, der in der Stärke als historisch einmalig für die Bundesrepublik Deutschland bezeichnet werden muss. Dabei ist jedoch zu beachten, dass neben dem veränderten Zinsumfeld auch andere strukturelle Gründe für die Situation auf den Immobilienmärkten verantwortlich sind. Diese Faktoren werden im folgenden Beitrag in einem ersten Schritt kurz skizziert und auf ihre Dauerhaftigkeit analysiert. Es zeigt sich, dass es dazu sinnvoll ist, in der Analyse zwischen Gewerbe- und Wohnimmobilienmärkten zu differenzieren, denn es wirken zum Teil unterschiedliche preisbeeinflussende Faktoren auf diese Märkte ein.

Immobilienmärkten sind zudem eng mit Finanzmärkten verknüpft. Dies zeigt sich beispielsweise darin, dass gerade in industrialisierten Ländern Turbulenzen auf Immobilienmärkten oftmals Vorboten einer nachfolgenden, typischerweise tiefgreifenden Finanz- und Wirtschaftskrise waren.¹ Deshalb ist es hochrelevant, welche Auswirkungen der aktuelle Preisverfall bei Immobilien auf das deutsche Finanzsystem haben könnte. Dazu ist es wiederum sinnvoll, zwischen kurz- und langfristigen Effekten vor dem Hintergrund der Spezifika des deutschen Finanzsystems zu unterscheiden. Die Kernfrage in diesem Teil des Beitrages ist, ob der Preisverfall, zusammen mit den zugrundeliegenden strukturellen Faktoren, Risiken für den Finanz- und Bankensektor birgt, die nicht nur kurzfristiger Natur sind, sondern die grundlegende Resilienz des deutschen Finanzsystems beeinflussen könnten.

Falls Argumente in diese Richtung deuten sollten, stellt sich die Frage, ob dies Anpassungen im regulatorischen Umfeld des Finanzsektors erfordert, um deren

¹ Vgl. bspw. Sufi/Taylor (2022).

Resilienz zu stärken oder ob sich im Finanzsystem selbst eine Veränderungsdynamik ergibt, die zu einer erhöhten Widerstandsfähigkeit führt. Erste Überlegungen hierzu schließen den Beitrag ab.

2. Die Zeitenwende auf den deutschen Immobilienmärkten: Fakten und Faktoren

2.1 Preisentwicklungen und die Zinswende

Die Immobilienmärkte in Deutschland waren für lange Zeit ein Hort der Stabilität. Es gab zwar immer wieder in den letzten Jahrzehnten leichte Preischwankungen sowohl bei Gewerbeimmobilien als auch bei Wohnimmobilien, aber die typischen ausgeprägten Boom-Bust-Zyklen, die insbesondere eine Vielzahl von Industrieländern zum Beispiel nach dem Platzen der Immobilienblase 2006/2007 in den USA mitgemacht hatten, blieben in Deutschland aus.² Was man jedoch beobachten konnte, war eine massive stetige Immobilienpreissteigerung, die mit der Niedrigzinsphase in der Folge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2007/2008 einsetzte. Dies ergibt sich bspw. aus Schaubild 2.1.5. des Finanzstabilitätsbericht 2023 der deutschen Bundesbank. Dort ist zu erkennen, dass sowohl Wohnimmobilien als auch Gewerbeimmobilien von 2010 bis Mitte 2022 einen stetigen Aufwärtstrend zu verzeichnen hatten, wobei sich bei den Wohnimmobilien die Preise nahezu verdoppelten und bei den Gewerbeimmobilien sich ein Zuwachs von insgesamt 50 Prozent ergab. Dieser Anstieg wurde jedoch in der Hauptsache durch Büroimmobilien getrieben, während bei Einzelhandelsimmobilien schon seit 2018 ein Preisverfall festzustellen ist. Dass die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise im letzten Jahrzehnt auch in einer längerfristigen Betrachtung außergewöhnlich stark war, lässt sich anhand der Zahlen des German Real Estate Index (Greix) belegen.³ Die Zahlen zeigen, dass sowohl für Ein- und Mehrfamilienhäuser als auch für Eigentumswohnungen einerseits die Preissteigerungen seit 2010 das stärkste mehrjährige Trendwachstum seit den 1960er Jahren bedeuteten, andererseits aber auch der darauf folgende Preisverfall seit 2023 historisch einmalig war.⁴ So sind die Verkaufspreise 2023 bei Eigentumswohnungen um 8,9 Prozent, bei Einfamilienhäusern um 11,3 Prozent und bei Mehrfamilienhäusern um 20,1 Prozent gefallen. Dies

² Vgl. hierzu Figure 1 zur Wohnimmobilienpreisentwicklung in ausgewählten Industrieländern aus Molterer et al. (2023), die zeigt, dass außer in Deutschland nur in Japan Ende des 2000er Jahrzehnt kein massiver Preisverfall festzustellen war.

³ Vgl. www.greix.de. Der German Real Estate Index wird erstellt auf Basis tatsächlicher Transaktionsdaten der jeweiligen Gutachterausschüsse. Er ist ein Gemeinschaftsprojekt der Gutachterausschüsse, von ECONtribute und dem IfW Kiel und umfasst die Preisentwicklung von momentan 19 Städten für den Zeitraum seit den 1960er Jahren an.

⁴ Vgl. IfW Kiel, 08.02.2024.

stellt den stärksten Preisverfall seit 60 Jahren dar. Zwar hat sich der Preisverfall auf Basis des Greix zuletzt verlangsamt, aber es kann noch nicht prognostiziert werden, ob damit auch schon eine Bodenbildung erreicht ist.⁵ Bezuglich der Preisentwicklung bei Gewerbeimmobilien gibt es jedenfalls noch keine Anzeichen für eine Stabilisierung. So sind nach neuesten Berechnungen des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) die Preise für Gewerbeimmobilien im ersten Quartal 2024 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 9,6 Prozent zurückgegangen.⁶

Ein gemeinsamer Faktor, der den Preisverfall in beiden Marktsegmenten, Wohn- und Gewerbeimmobilien, maßgeblich mitverursacht hat, ist die Zinswende, welche von der EZB mit einer Erhöhung der Zinsen im Juli 2022 eingeleitet wurde. Die EZB hatte, wie weithin bekannt, in der Folge mit mehreren, rasch aufeinander folgenden Zinsschritten das allgemeine nominale Zinsniveau im Euroraum stark angehoben. Banken reagierten mit einer massiven Verteuerung ihrer Kreditvergabe und hoben die Kreditstandards an. Beides traf den Immobilienmarkt empfindlich. Der Wohnimmobilienmarkt, der in der Hauptsache durch Transaktionen von Privathaushalten getrieben wird, brach daraufhin ein. Die Privathaushalte reagierten auf die verschärften Kreditbedingungen mit Zurückhaltung in der Nachfrage, potentielle Verkäufer waren jedoch in der ersten Phase der Zinssteigerungen noch nicht bereit, mit Preisnachlässen auf die veränderten Rahmenbedingungen zu reagieren, so dass es kaum zu Preisbewegungen kam, aber die Transaktionen stark zurückgingen.

Auch im Markt für Gewerbeimmobilien machten sich die verschärften Finanzierungsbedingungen in Folge der Zinswende bemerkbar. In diesem Marktsegment, welches von Institutionellen und Professionals auf beiden Marktseiten dominiert wird, hatten sich im Anschluss an die Zinswende 2022 ebenfalls rapide sowohl Finanzierungskonditionen als auch Zugang zu Finanzmitteln verschlechtert. Nicht nur Banken verschärften die Finanzierungskonditionen, sondern auch Nichtbankfinanzintermediäre und Kapitalmärkte, auf denen entsprechende verbrieft und nicht verbrieft Ansprüche an Gewerbeimmobilien emittiert und gehandelt werden. Dies traf auf einen Einzelhandelsimmobilienmarkt, der schon ab 2018 mit einer Abwärtsdynamik durch ein verändertes Kaufverhalten hin zum Online-Handel zu kämpfen hatte und infolgedessen sich die Finanzierungsprobleme in diesem Teilsegment massiv verstärkten. Bei Büroimmobilien hatten sich jedoch zum Zeitpunkt der Zinswende noch keine Abwärtsspirale abgezeichnet. Nach einer langen und starken Wachstumsperiode hatten die Preise von 2019 bis 2022 eine Seitwärtsbewegung mit leichter Auf-

⁵ Vgl. IfW Kiel, 07.05.2024.

⁶ Vgl. Pressemitteilung vdp vom 08.05.2024: vdp-Immobilienpreisindex: Rückgang der Immobilienpreise dauert an.

wärtstendenz eingeschlagen.⁷ Die Auswirkungen der Zinsentwicklungen auf Haushalts- und Unternehmenssektor sowie das deutsche Finanzsystem im allgemeinen werden im Finanzstabilitätsbericht 2023 der Bundesbank genau skizziert.⁸ Ich möchte im Folgenden auf spezifische Faktoren eingehen, die zusätzlich bzw. in Verbindung mit der Zinswende Einfluss auf die Verfasstheit der beiden Immobilienmarktsegmente Wohnimmobilien und Gewerbeimmobilien genommen haben. Die Zeitenwende auf den Immobilienmärkten bezeichnet somit das Zusammenspiel all dieser Faktoren.

2.2 *Wohnimmobilien im Fokus*

Wohneigentum ist in Deutschland im Vergleich zu anderen europäischen Ländern unterentwickelt. So ist die Wohneigentumsquote der privaten Haushalte in Deutschland zwar seit den 1970er Jahren kontinuierlich von ungefähr 35 Prozent auf etwas über 42 Prozent im Jahre 2022 gestiegen, damit liegt sie jedoch weiterhin eindeutig unter der Wohneigentumsquote in anderen europäischen Ländern, die zwischen 60 und 85 Prozent liegt (Kohl, 2017). Nur die Schweiz hat eine niedrigere Eigentumsquote an Wohnungen. Auf der anderen Seite sind Immobilien langfristig betrachtet auch unter Renditegesichtspunkten eine interessante Wertanlage. So haben Jordà et al. (2019) in ihrer Langzeitstudie zu Rendite-Risiko-Strukturen alternativer Anlageformen im Zeitraum 1870 – 2015 in 16 industrialisierten Ländern herausgefunden, dass im Durchschnitt der Länder über den gesamten Anlagezeitraum „Housing“ eine nur mit der diversifizierten Aktienanlage vergleichbare jährliche Überschussrendite von real knapp 7 Prozent über der Rendite kurzlaufender Staatsanleihen aufwies. Bemerkenswerterweise war die Volatilität der „Housing“-Anlage dabei wesentlich geringer als die der Aktienanlage. Auch Deutschland fällt in dieser Untersuchung mit einer realen Rendite von etwas über 7 Prozent für Immobilien nicht aus dem Rahmen.⁹ Interessanterweise sind diese Ergebnisse zu Rendite-Strukturen nicht durch die Entwicklung der Preise und Mieten einzelner Großstädte in diesen Ländern getrieben. Amaral et al. (2023) konnten in einer weiteren Langzeitstudie nachweisen, dass die durchschnittlichen Gesamtrenditen für „Housing“ auf der entsprechenden nationalen Ebene sogar höher waren als die Durchschnittsrenditen in den jeweiligen „Superstar“-Städten.¹⁰

⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank (2024a): Indikatorensystem zum deutschen Gewerbeimmobilienmarkt: Preisindikatoren (veröffentlicht 07.06.2024).

⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank (2023): Finanzstabilitätsbericht 2023, Teil: Stabilitätslage im deutschen Finanzsystem, S. 32 – 82.

⁹ Vgl. Jordà et al. (2019), S. 1273.

¹⁰ Vgl. Amaral et al. (2023). Sie konnten zwar zeigen, dass im Durchschnitt die reinen Wertsteigerungen der Immobilien in den Megastädten höher war als in den stärker ländlich geprägten Regionen der jeweiligen Länder, aber die Mietrenditen, die natürlich

In Deutschland hat die Niedrigzinsphase vor dem Hintergrund dieser Sachverhalte zu interessanten gegenläufigen Effekten geführt.¹¹ Die Niedrigzinsphase hatte zur Folge, dass Privathaushalte eine höhere Nachfrage nach Wohnimmobilien auch aus Renditegesichtspunkten entfalteten. Dies zeigt sich an der Bestandsentwicklung der Wohnungsbaulkredite inländischer Banken, die seit 2011 kontinuierliche wachsende Veränderungsraten von 1 Prozent bis auf knapp 7 Prozent im Jahre 2021 aufwiesen, was zur Folge hatte, dass der Bestand an Wohnungsbaukrediten von 35 Prozent des BIP 2017 bis auf knapp 42 Prozent des BIP im Jahre 2021 stieg. Allerdings ging dies nicht einher mit einer wesentlichen Erhöhung der Wohneigentumsquote im Zeitraum seit 2011. Der Grund sind zum einen die massiv gestiegenen Preise für Wohnimmobilien, die dazu führten, dass das durchschnittliche Kaufpreis/Einkommensverhältnis¹² im Zeitraum von 2011 bis 2021 um 50 Prozent zugelegt hatte. Trotz nominal steigender Durchschnittseinkommen wurde also der Erwerb von Wohneigentum immer teurer. Zum zweiten haben sich im Boom der 2010er Jahre die Kreditstandards der Banken für Immobilienkredite nicht wesentlich gelockert und die Konkurrenzsituation im Immobilienmarkt führte auch nicht zu einer strukturellen Margenausweitung auf durchschnittliche bzw. risikoreichere Wohnungsbaukredite.¹³ Des Weiteren blieb die Anzahl der Baufertigstellungen weit hinter der Anzahl von Baugenehmigungen zurück. Die Baufertigstellungen erreichten im Höchststand nur knapp 300.000 Wohnungen im Jahre 2020. Vor dem Hintergrund der demographischen Bevölkerungsentwicklung und des daraus folgenden Bedarfes war diese Bauaktivität nicht in der Lage, den zusätzlichen aufgestauten Wohnungsbedarf, der laut Baldenius et al. (2020) im Jahre 2017 je nach Szenario zwischen 300.000 und 400.000 Wohnungen betrug, zu decken.

ebenfalls entsprechend des Opportunitätskostenprinzips in selbstgenutzten Immobilien eingerechnet werden müssen, in den ländlichen Regionen signifikant höher waren und den Wertsteigerungseffekt überkompensierten. Als Gründe führen die Autoren die höheren Risiken auf dem Lande an. Gesamtrenditen in ländlichen Regionen weisen eine höhere Kovarianz mit Einkommenswachstum und Liquidität auf, Immobilienrenditen in Megastädten sind im Vergleich dazu sicherer im Zeitablauf. Amaral et al. (2024) können basierend auf diesen Risikoeffekt nachweisen, dass die Tendenz zu niedrigeren sicheren Realzinsen der letzten drei Dekaden zu einer zunehmenden Polarisierung von Häuserpreisen auf nationaler Ebene in den industrialisierten Ländern im Sinne von gestiegenen Häuserpreisen in Großstädten geführt hat.

¹¹ Vgl. zur Unterfütterung der folgenden Argumentationen insbesondere das Indikatoren-System zum deutschen Wohnimmobilienmarkt der Bundesbank in der Veröffentlichung vom 07.06.2024 (Deutsche Bundesbank (2024b)).

¹² Dies ist das Verhältnis von Kaufpreis zu nominal verfügbaren Einkommen pro Haushalt. Siehe Deutsche Bundesbank (2024b).

¹³ Siehe Deutsche Bundesbank (2024b): Indikatoren-System zum deutschen Wohnimmobilienmarkt: Veränderungen der Kreditstandards und der Zinsmargen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte in Deutschland.

Summa summarum führten die daraus resultierende gestiegene Nachfrage nach Wohnimmobilien und das weit dahinter zurückbleibende Angebot zu einem Anstieg der Preise für Wohneigentum nach dem Jahre 2010, der den Anstieg in den meisten anderen Ländern übertraf. Dies hatte erhebliche Auswirkungen auf die Vermögensverteilung, wie sowohl Baldenius et al. (2020) als auch die Bundesbank in ihrem Monatsbericht von Juli 2022 konstatieren.¹⁴ Da nur ein relativ kleiner Anteil der Privathaushalte in Deutschland über Immobilienvermögen im Jahre 2011 verfügten, konnten diese Privathaushalte inflationsbereinigt bis zum Jahre 2021 hohe Renditen erzielen. Da diese Haushalte typischerweise auch insgesamt vermögender sind, ist die Vermögensverteilung ungleicher geworden. Die daraus resultierenden Vermögensgewinne sind folglich nicht nur sozial und regional sehr ungleich verteilt, sie bergen durch ihre Konzentration auch Klumpenrisiken, die in Abschwungphasen des Immobilienmarktes zum Tragen kommen könnten.¹⁵

Welche weiteren Faktoren haben Einfluss auf die Verfasstheit des Wohnimmobilienmarktes genommen? Hierzu ist es hilfreich, Entwicklungen ins Blickfeld zu rücken, die durch die Krisen sowie die Krisendynamik der letzten Jahre hervorgerufen wurden. Da ist zum ersten die Coronavirus-Pandemie. Sie ging einher mit einem außerordentlichen Anstieg der Ersparnisbildung der privaten Haushalte, da wegen angeordneter Geschäftsschließungen und Reiseinschränkungen die Konsummöglichkeiten stark begrenzt waren. Aber auch die Sorge vor einer Ansteckung sowie in Teilen der Bevölkerung ein Vorsichtssparen im Anbetracht der möglichen Einkommensverluste trugen ihren Teil zur zusätzlichen Ersparnisbildung bei (Deutsche Bundesbank, 2022). Diese Ersparnis floss zu großen Teilen in liquide Anlageformen, um bei Bedarf kurzfristig verfügbar zu sein. Diese zusätzliche Ersparnisbildung, die ebenfalls eher ungleich verteilt war, führte jedoch nicht zu einer zusätzlichen Nachfrage nach Wohnimmobilien, sondern stärkte eher die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern. Die Coronavirus-Pandemie hatte jedoch zur Folge, dass Lieferketten zusammenbrachen und Produktionsprozesse gestört wurden. Das Angebot an Gütern und bestimmten Dienstleistungen ging zurück, Preiserhöhungen waren die Folge.

¹⁴ Vgl. Baldenius et al. (2020) und Deutsche Bundesbank (2022).

¹⁵ Diese Klumpenrisiken in einer Abschwungphase, welche in einem ersten Schritt zuerst einmal auch nur bestimmte Regionen treffen könnten, kommen bei den Finanzinstitutionen zum Tragen, die dort im großen Maße Wohnimmobilienkredite vergeben haben. Dies sind jedoch in Deutschland typischerweise Regionalinstitute aus dem Sparkassen- bzw. Genossenschaftsbankenverbund. Dadurch kann es zu Verwerfungen im gesamten Bankensektor kommen, insbesondere, wenn die Abschwungphase auf dem Wohnimmobilienmarkt mit einem Konjunkturteinbruch und höherer Arbeitslosigkeit einhergeht. Höhere Ausfälle bei Wohnimmobilienkrediten könnten die Folge sein. Deutsche Bundesbank und BaFin haben insofern die Meldepflichten für Kreditgeber erhöht und Maßnahmen angekündigt, um die makroprudanzielle Aufsicht in diesem Bereich zu verbessern (Deutsche Bundesbank (2023), S. 58).

Zudem veränderten sich coronabedingt fundamental die Arbeitsstrukturen. Homeoffice wurde für Berufs- und Tätigkeitsprofile, in denen es möglich war, zu einem wesentlichen Arbeitsort. Dadurch entstand ein zusätzlicher Bedarf an Wohnraum, der kurzfristig nicht befriedigt werden konnte, aber zu weiter steigenden Preisen für Wohnimmobilien in 2020/2021 führte.¹⁶ Auch nach der Pandemie hat sich die Homeoffice-Nutzung bei weitem nicht zur Gänze zurückentwickelt. Das zeitweise Arbeiten von zuhause ist für viele Mitarbeitende zum Regelfall geworden und ist damit eine strukturelle Entwicklung, die auf den Wohnimmobilienmarkt einwirkt. Auf der anderen Seite könnte dies aber auch Auswirkungen auf regionale Entwicklungstendenzen im Wohnimmobilienmarkt haben. Pendlerbewegungen hin zu Firmenstandorten, die oft in Agglomerationszentren liegen, reduzieren sich. Die arbeitsplatzbedingten Kosten eines Wohnsitzes weiter entfernt vom Sitz des Arbeitgebers werden geringer. Dies könnte zur Folge haben, dass sich die Nachfrage nach Wohnraum regional breiter verteilt, sofern die infrastrukturellen Voraussetzungen für digitales Arbeiten von zuhause aus gegeben sind.¹⁷

Die stärksten Auswirkungen auf die Verfasstheit der Wohnimmobilienmärkte hatten jedoch die Faktoren, die maßgeblich zur Inflationsdynamik der letzten 2 bis 3 Jahre beigetragen haben. Neben den, durch die Coronavirus-Pandemie hervorgerufenen, Lieferengpässen, die indirekt und direkt zu Preissteigerungen im Güter- und Dienstleistungsbereich für Zwischen- und Endprodukte geführt und damit das allgemeine Preisniveau beeinflusst haben, zählen hierzu insbesondere die Steigerung der Energiekosten. Diese wurden maßgeblich durch den von Russland entfachten Ukraine-Krieg mit seinen mittelbaren und unmittelbaren Folgen für die Energieversorgung verursacht. Zum einen hat dies massive Auswirkungen auf die Werthaltigkeit von einem Großteil der Bestandswohnimmobilien, die aus Gründen der Nachhaltigkeit und Energieeffizienz ertüchtigt werden müssen. Hier fallen Belastungen für Haushalte mit Wohnungseigentum an, die trotz aller Unterstützungsmaßnahmen des Staates in den nächsten Jahren wesentliche finanzielle Ressourcen der entsprechenden Privathaushalte binden müssen. Im Neubau sind zudem die Baukosten in den letzten 2–3 Jahren kräftig, um bis zu 30 Prozent, gestiegen, was die Bautätigkeit im Wohnimmobilienbereich stark beeinträchtigt. Dies hat zur Folge, dass auch in den nächsten Jahren nur ein vergleichsweise geringes zusätzliches Angebot an Wohnimmobilien zur Verfügung gestellt werden wird.

¹⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank (2023), S. 55 ff.

¹⁷ Vgl. Ahlfeldt (2023).

2.3 Gewerbeimmobilien im Fokus

Der Gewerbeimmobilienmarkt in Deutschland ist ebenfalls mit strukturellen Faktoren konfrontiert, die ihn fundamental verändern werden. Die verstärkte Homeoffice-Nutzung, welche mit der Coronavirus-Pandemie einsetzte, hat dauerhaft die Nachfrage nach Büroimmobilien reduziert. Der Online-Handel, der schon vor dem Ausbruch der Coronavirus-Pandemie zu einem Preisverfall bei Einzelhandelsimmobilien beigetragen hat, hat mit der Pandemie noch einen weiteren Schub bekommen. Der stärkste Preisrückgang bei Gewerbeimmobilien ist in Großstädten zu verzeichnen, die aber auch vom Preisauftrieb ab dem Jahre 2010 am meisten profitiert hatten.¹⁸ Zudem belasten ebenfalls die gestiegenen energetischen Anforderungen den Markt für Gewerbeimmobilien. Aufgenommene Hypothekarkredite auf Gewerbeimmobilien haben in den Jahren 2017 bis 2019 stark zugenommen, was sich in einem Anstieg der, mit Gewerbeimmobilienrisiken behafteten, Kredite von inländischen Kreditinstituten manifestiert.¹⁹ Nach dem Einbruch dieser beiden Indikatoren im Jahr 2020 und der darauffolgenden leichten Erholung im Jahre 2021, führte der Beginn des Ukraine-Krieges und die Zinswende aufgrund der gestiegenen Inflation wieder zu einem erneut massiven Einbruch. Baugenehmigungen und Baufertigstellungen von Gewerbeimmobilien haben nach einer ab 2011 bis 2021 einsetzenden stetigen Wachstumsphase, die maßgeblich durch die Zunahme an Büro- und Verwaltungsgebäuden getrieben wurde, in 2023 einen Tiefstand erreicht, der nur im Jahre 2010 in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise übertroffen wurde.²⁰ Transaktionsvolumina von Gewerbeimmobilien sind ebenfalls massiv eingebrochen und die Leerstandsquote für Büroimmobilien in Deutschland hat sich ab 2020 wieder erhöht, nachdem sie kontinuierlich von 2011 bis 2019 auf einen historischen Tiefstand gefallen war.²¹

Insgesamt betrachtet ist der Markt für Gewerbeimmobilien einerseits nach einer in 2011 einsetzenden Boom-Periode derzeit in einer klassischen zyklischen

¹⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank (2024a): Indikatoren-System zum deutschen Gewerbeimmobilienmarkt: Preise für Gewerbeimmobilien in Deutschland nach Städtegruppen (veröffentlicht 07.06.2024).

¹⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2024a): Indikatoren-System zum deutschen Gewerbeimmobilienmarkt: Hypothekarkredite auf gewerblich genutzte Objekte in Deutschland sowie mit Gewerbeimmobilienrisiken behaftete Kredite von inländischen Kreditinstituten (veröffentlicht 07.06.2024).

²⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank (2024a): Indikatoren-System zum deutschen Gewerbeimmobilienmarkt: Baugenehmigungen von Gewerbeimmobilien in Deutschland nach Objekttypen sowie Baugenehmigungen und Baufertigstellungen von Gewerbeimmobilien in Deutschland (veröffentlicht 07.06.2024).

²¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2024a): Indikatoren-System zum deutschen Gewerbeimmobilienmarkt: Transaktionsvolumen von Gewerbeimmobilien in Deutschland sowie Leerstandsquote für Büroimmobilien in Deutschland (veröffentlicht 07.06.2024).

Abschwungphase, die im Juli 2022 ausgelöst wurde durch eine Zinswende, welche in den stärksten kurzfristigen Zinsanstieg der letzten 25 Jahre mündete. Auf der anderen Seite überlagern strukturelle Faktoren die Verfasstheit des Gewerbeimmobilienmarktes, die dauerhafter Natur sind. Dazu gehören gestiegene energetische Anforderungen und Energiekosten, Veränderungen im Kauf- und Konsumverhalten der Bevölkerung und Veränderungen in der Arbeitsplatzstruktur. Während die Veränderungen im Kauf- und Konsumverhalten schon vor der Zinswende einsetzte und insbesondere das Teilsegment der Einzelhandelsimmobilien betraf, ist die gestiegene Homeoffice-Nutzung ein dauerhafter Trend, der die Nachfrage nach Büroimmobilien verringert.

3. Immobilienmärkte und Finanzmärkte: Wie resilient ist das deutsche Finanzsystem?

3.1 Immobilienmarktkrisen als Risikokomponente für Finanzsysteme

Immobilienmärkte und Finanzmärkte sind eng miteinander verwoben. Dies liegt zum einen daran, dass jegliche Form von Immobilientransaktion, sei es Erwerb, Verkauf, Bündelung, Umschichtung, Renovierung bzw. Ertüchtigung oder Neubauprojekte, typischerweise mit Finanzierungen einhergeht. Zum anderen sind Immobilienvermögen aggregiert betrachtet in fast allen industrialisierten Ländern die größte Komponente des Nettop gesamtvermögens der privaten Haushalte. Aus der Einkommens- und Verbrauchsstatistik (EVS) für Deutschland des statistischen Bundesamts wird ersichtlich, dass im Jahre 2018 das Immobilienvermögen je Haushalt durchschnittlich rund zwei Drittel des Nettop gesamtvermögens ausgemacht hat. Der geschätzte Verkehrswert des Haus- und Grundbesitzes und damit das Immobilienvermögen privater Haushalte ist zwischen 2013 und 2018 um knapp 31 Prozent gestiegen.²² Dass dieses Vermögen sehr ungleich verteilt ist, ergibt sich aus weiteren und zum Teil auch aktuelleren Studien²³, unbestritten ist zudem, dass ein flächendeckender massiver Verfall von Immobilienpreisen gerade im Wohnimmobiliensegment ein hohes Klumpenrisiko für eine Vielzahl von Privathaushalten bedeutet, die im mittleren und höheren Einkommenssegment angesiedelt sind und Wohneigentum haben. Ein starker Vermögensverlust dieser Privathaushalte würde zu veränderten Konsumverhalten führen, konjunkturelle Risiken verstärken und könnte mit zusätzlichen Risiken für den Finanzsektor einhergehen.²⁴

²² Vgl. Statistisches Bundesamt (2019): Einkommens- und Verbrauchsstichprobe. Geld- und Immobilienvermögen sowie Schulden privater Haushalte, Fachserie 15 Heft 2.

²³ Vgl. bspw. Baldenius et al. (2020), Deutsche Bundesbank (2022) und Albers et al. (2022).

²⁴ Siehe Fußnote 15 für die Skizzierung solcher Ansteckungs- und Verstärkungseffekte.

In Bezug auf Gewerbeimmobilien ist es so, dass dieses Marktsegment sehr viel stärker als die Wohnimmobilien durch institutionelle Strukturen auf Transaktionsebene geprägt ist. Hier sind die Marktakteure typischerweise oftmals größer, Risiken werden eher gebündelt und auf verschiedene Transaktionspartner verteilt. Dies führt zu Risikostrukturen, die anders gelagert sein könnten als im Wohnimmobilienmarkt. Ansteckungseffekte auf Finanzsysteme wären dann auch differenziert zu betrachten.

Insofern erstaunt es nicht, dass sich eine inzwischen doch recht umfangreiche Literatur mit den Verbindungsstrukturen von Immobilienmärkten und Finanzsystemstrukturen in Krisenzeiten beschäftigt hat.²⁵ Im Folgenden soll spezifisch auf ein viel rezipiertes Ergebnis aus der Literatur eingegangen werden, welches im vorliegenden Zusammenhang gerade auch für Deutschland relevant sein könnte. Jordà et al. (2016) analysieren auf Basis eines Datensatzes, der 17 Industrieländer und den Zeitraum von 1870 bis 2013 umfasst, ob sich im Vorfeld von Finanzkrisen, die sich in diesen Ländern in dem angegebenen Zeitraum ereignet haben, spezifische Strukturentwicklungen nachweisen lassen, die mit Krisen und ihrer Stärke in Zusammenhang gebracht werden können. Sie können aufzeigen, dass Immobilienkredite an Privathaushalte eine immer stärkere Rolle in der Kreditvergabe der Finanzinstitute spielen und dies mit einer Zunahme von Finanzstabilitätsrisiken verbunden ist. Insbesondere können sie nachweisen, dass das Ausmaß des Kreditvergabebooms gerade nach dem Zweiten Weltkrieg Vorhersagekraft für das Auftreten nachfolgender Finanzkrisen hat und vor allem der Bestand an vergebenen Immobilienkrediten zu einer höheren Vorhersagegenauigkeit beiträgt. Zudem zeigen die Autoren, dass eine höhere Immobilienkreditvergabe im Vorfeld einer Krise mit einer tieferen Rezession im Nachgang der Finanzkrise und einer langsameren Erholung einhergeht. Strukturelle Unterschiede in der Kreditvergabe spielen also eine wichtige Rolle für die Bedeutung von potentiellen Ansteckungseffekten zwischen dem Wohnimmobilienmarkt und Finanzmärkten.

Müller und Verner (2024) schauen sich in einer komplementären Studie die Veränderung der Struktur der Kreditvergabe an Unternehmen auf Basis eines Datensatzes über 117 Länder im Zeitraum zwischen 1940 und 2014 an. Die Autoren zeigen auf, dass Unternehmenskreditbooms häufig getrieben sind von einer massiv steigenden Kreditvergabe an Unternehmen, die nicht-handelbare, jedoch wertbeständige Güter wie bspw. Immobilien bauen, veräußern oder im Bestand halten, also Kreditvergaben an die Bauindustrie und die Immobilienbranche. Eine massive Krediterhöhung an Unternehmen aus diesen Branchen, also letztlich zur Finanzierung von Gewerbeimmobilien und die vorgelagerte Fertigungsindustrie (Baubranche), ist, so ihre Analyse, ein guter Indikator zur

²⁵ Vgl. bspw. Jordà et al. (2016), Sufi/Taylor (2022), Müller/Verner (2024) und Muellbauer (2022).

Vorhersage nachfolgender Finanzkrisen und Rezessionen. Die Ergebnisse der Analyse ergänzen somit die Studie von Jordà et al. (2016) und verweisen auf einen ähnlichen Mechanismus, wenn ein Kreditvergabeboom im Gewerbeimmobiliensektor erfolgt.

Wie lassen sich diese Befunde erklären und wie erfolgt ggfs. der Übertragungsmechanismus? Es bietet sich folgendes theoriegeleitetes Erklärungsmuster an, welches auf sektoraler Heterogenität und Kreditfriktionen basiert.²⁶ Bankkredite für Wohnimmobilien und Gewerbeimmobilien sind typischerweise über verwertbare Sicherheiten in Form der Immobilie abgesichert, die seitens des Kreditnehmers, sei es ein Privathaushalt oder ein Unternehmen aus der Immobilienbranche, zur Verfügung gestellt werden. Wenn es zum Beispiel aufgrund eines dauerhaft niedrigen Zinsniveaus und damit geringer Opportunitätskosten zu einer sich verstärkenden Kreditvergabe in diesen Segmenten kommt, können Rückkopplungsmechanismen aus der Wertsteigerung der Sicherheiten entstehen. Voraussetzung dafür ist, dass der Bestand an Immobilien, der grundsätzlich erworben werden kann, weiter knapp bleibt. Er passt sich also nicht rasch an die zusätzliche Nachfrage an, was indes gerade für Immobilien eine plausible Annahme ist. Die Immobilien steigen daraufhin im Preis, was den Wert der Sicherheiten wiederum erhöht und eine weitere Kreditausweitung ermöglicht. Die Preise der Immobilien steigen weiter, der Rückkopplungsmechanismus hin zu einer weiteren Kreditausweitung bleibt intakt. Eine Boom-Szenario breitet sich aus, welches Immobilienpreise in neue Höhen treibt, aber die Kredite auch einem höheren Risiko aussetzt, sofern sich der Zyklus irgendwann in ein Bust-Szenario wandelt.

Potentielle Auslöser für diese Wende gibt es viele. Es könnte zum Beispiel ein neuer geldpolitischer Impuls sein, der zu einer Erwartungsänderung führt bzw. die Opportunitätskosten verändert. Die Preise entwickeln sich in die entgegengesetzte Richtung, der Wert der Sicherheiten sinkt, ein Rückkopplungsmechanismus, der die Abwärtsspirale verstärkt, setzt ein. Sukzessive werden Banken und Nichtbankfinanzintermediäre in der Kredit- und Mittelvergabe vorsichtiger, die Kreditstandards und Kreditkonditionen werden den verschärften Bedingungen angepasst. Trotzdem steigen die Risiken auf den Bestandskrediten. Ausfälle müssen verkraftet werden, wenn Kreditnehmer nicht mehr in der Lage sind, die Kredite zu bedienen oder eine Prolongation auslaufender Kredite unter den geänderten Bedingungen scheitert. Daraus kann sich dann eine systemische Bank- und Finanzkrise entwickeln, die schnell auch aggregiert die privaten Haushalte und die Unternehmen aus der Immobilienbranche trifft. In letzter Konsequenz sinkt das Nettoprofitvermögen der Privathaushalte mit den fallenden Immobilienpreisen, die privaten Haushalte konsumieren weniger, was

²⁶ Vgl. zu modelltheoretischen Analysen Kiyotaki/Moore (1997) und Schneider/Tornell (2004).

die aggregierte Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen reduziert und eine Rezession zur Folge hat. Unternehmen aus der Immobilienbranche sind durch die Abwärtsbewegungen der Preise und Sicherheiten ebenfalls direkt betroffen: Die Risiken ihrer Geschäftsmodelle steigen, Kredite seitens der Banken werden zurückgefahren und in den Bedingungen verschärft, was ihre Risiken wiederum erhöht und die rezessiven Tendenzen in der Branche verstärkt.

Ob ein solcher Boom-Bust-Zyklus, initiiert durch günstige Finanzierungsbedingungen und später forciert durch die im letzten Absatz skizzierten Sicherheiten-Rückkopplungsmechanismen, in Deutschland mit der Zeitenwende auf dem Immobilienmarkt zu erwarten ist, hängt von der Resilienz des deutschen Finanzsystems ab, der sich im nächsten Abschnitt zugewandt wird.²⁷

3.2 Resilienz und Stabilität von Finanzsystemen

Der Begriff der Resilienz ist spätestens mit dem von Markus Brunnermeier im Jahre 2021 veröffentlichten Buch „Die resiliente Gesellschaft“ einem breiteren Publikum bekannt gemacht worden.²⁸ Resilienz beschreibt dabei, die Fähigkeit, nach einem Schock wieder auf den ursprünglich angestrebten Pfad zurückzukehren.²⁹ Diese Zurückfedern erfordert eine rasche Anpassung an die neue Situation und eine Reaktionsfähigkeit, damit das Zurückfedern gelingt. Die Resilienz einer Gesellschaft hängt zudem von der Interaktion der einzelnen Mitglieder der Gesellschaft ab und davon, wie gut sie auf (unerwartete) Extremereignisse vorbereitet sind. Diese koordinierte Reaktionsweise ist extrem wichtig und erfordert von den entsprechenden Institutionen häufig, dass sie sich neu erfinden müssen, damit das Zurückfedern gelingt. Ein Beispiel für eine solche Resilienzfähigkeit ist der Umgang einer Gesellschaft mit einer unerwarteten Pandemie, also die Möglichkeit, dass die Mitglieder plötzlich von einer unbekannten Krankheit befallen werden können.

Bezogen auf ein Finanzsystem bedeutet Resilienz die Widerstandsfähigkeit gegenüber Ereignissen, die die Stabilität des Finanzsystems gefährden können.³⁰ Diese Ereignisse können unerwartet und unvorhersehbar sein, wie es bspw. die

²⁷ Natürlich ist die Resilienz des deutschen Finanzsystems gegenüber Immobilienpreisschocks stark von den strukturellen Usancen der Immobilienkreditvergabe abhängig, wie bspw. Beleihungsgrenzen und Art und Weise der Wertbestimmung. Es wird sich im folgenden Abschnitt auf die Faktoren konzentriert, die im Zusammenhang mit Immobilienpreisschocks Besonderheiten des deutschen Bankensystems darstellen.

²⁸ Die Originalausgabe erschien ebenfalls 2021 unter dem Titel „The Resilient Society“.

²⁹ Vgl. zum folgenden Brunnermeier (2021), S. 24 ff.

³⁰ Vgl. zu diesem Abschnitt auch in ähnlicher Weise Deutsche Bundesbank (2023), S. 4f.

Coronavirus-Pandemie war, die große Teile des gesellschaftlichen Lebens und der wirtschaftlichen Aktivität plötzlich lahmlegte und somit in der Folge auch das Finanzsystem hätte gefährden können. Zudem gibt es „normale“ zyklische Bewegungen in der Wirtschaft, die Auf- und Abschwungphasen hervorrufen. Hier sollte ein Finanzsystem stabilisierend wirken, also den Zyklus nicht verursachen und nicht übermäßig verstärken. Es muss in der Lage sein, Verluste und Risiken abfedern zu können. Dies erfordert die Isolierung und Verteilung der Risiken und Verluste in einer Art und Weise, dass Ansteckungs- und Rückkopplungseffekte im Finanzsektor verringert und somit systemische Risiken des Finanzsystems reduziert werden. Wenn dies gewährleistet ist, dann ist ein Finanzsystem widerstandsfähig und damit resilient. Schocks werden verarbeitet, indem eine Anpassungsfähigkeit gegeben ist und die Schockwirkung abgefedert werden kann.

Die Zeitenwende auf den deutschen Immobilienmärkten ist zweifellos eine Belastung für das deutsche Finanzsystem und testet deren Resilienz. Meines Erachtens überlagern sich auf diesen Märkten zwei Effekte. Zum einen war bei nahezu allen Beteiligten die Erwartung vorherrschend, dass der lange anhaltende, übermäßig starke Anstieg der Immobilienpreise in naher Zukunft zu Ende gehen würde. Es war jedoch unklar, wann genau der Zeitpunkt kommen und wie der Zyklus enden würde, ob es also nur zu einem niedrigeren Trendwachstum kommen oder die Preise massiv einbrechen würden. Insofern entspricht dies einer zyklischen Komponente der deutschen Immobilienmärkte, die historisch betrachtet für die Bundesrepublik Deutschland jedoch im Vergleich zu anderen Ländern nicht sehr stark ausgeprägt war, so dass mit einem eher verhaltenen Abschwung vielerorts gerechnet wurde.³¹ Letztlich war den meisten Marktteilnehmern bewusst, dass eine Veränderung des lange vorherrschenden Niedrigzinsumfeldes diesen übermäßig starken Aufwärtstrend der Immobilienpreise brechen wird. Überlagert wird diese zyklische Komponente aber von Faktoren, die auf unerwartete und unvorhersehbare Ereignisse zurückzuführen sind, nämlich die Coronavirus-Pandemie und der Ukraine-Krieg mit ihren spezifischen Folgen, die sich zudem gegenseitig verstärkend auf das Wirtschaftsgeschehen und die Inflationsdynamik ausgewirkt hatten. Dies hatte zum einen eine Zinswende zur Folge, die in ihrem Ausmaß ebenfalls unerwartet und unvorhersehbar war. Zum anderen hatten, wie weiter oben skizziert, Coronavirus-Pandemie und Ukraine-Krieg unerwartete strukturelle Veränderungen in der Verfasstheit der Immobilienmärkte ausgelöst, die einem Schock-Szenario gleichkamen. Das genau ist die Zeitenwende im Immobilienmarkt. Insofern wird die Resilienz des deutschen Finanzsystems sicher auf die Probe gestellt.

Die Resilienz eines Finanzsystems ist untrennbar mit ihrer Funktionslogik verbunden. Das deutsche Finanzsystem gilt weiterhin als bankendominiert und

³¹ Vgl. dazu auch Molterer et al. (2023).

ist somit strukturell anders verfasst als bspw. die stärker einer Kapitalmarktlogik verhafteten anglosächsischen Finanzsysteme.³² Ohne auf diese unterschiedlichen Funktionslogiken im Folgenden näher einzugehen, sollte jedoch einleuchten, dass Funktionslogik und Funktionsfähigkeit zusammenhängen. Wie die unterschiedlichen Elemente eines Finanzsystems zusammenpassen und interagieren, hat einen großen Einfluss auf die Resilienz eines Systems. Vor diesem Hintergrund müssen die Auswirkungen der Zeitenwende auf dem Immobilienmarkt für den Bank- und Finanzsektor und seine Resilienz betrachtet werden.

3.3 Zeitenwende auf den Immobilienmärkten und Resilienz des deutschen Finanzsystems

Der Wohnimmobilienmarkt und der Gewerbeimmobilienmarkt werden im Folgenden separat voneinander hinsichtlich der Auswirkungen auf das Finanzsystem untersucht, da die Markakteure, wie oben schon beschrieben, sich zum Teil sehr unterschiedlichen Herausforderungen, sowohl kurz- als auch langfristig gegenübersehen.

Die Preise für Bestand und Neubauten auf dem Wohnimmobilienmarkt hatten, wie schon geschildert, kontinuierlich überdurchschnittlich stark seit 2010 zugelegt, wobei sich gerade für Bestandsimmobilien noch ein zusätzlicher Preisschub in 2020/2021 ergeben hat, so dass in der Gesamtschau deren Preise stärker gestiegen sind als die Preise für neu geschaffene Wohnimmobilien. Auch der Preisrückgang seit 2022 war bei den Immobilien im Bestand wesentlich höher als bei den Neubauten. Trotz dieser Unterschiede kann für beide Preisentwicklungen konstatiert werden, dass in den letzten Jahren wenig Kontinuität und große Preissprünge nach oben wie nach unten vorherrschten. Dies ist vor dem Hintergrund einer längeren Zeitreihe zu Wohnimmobilienpreisen, die von Scatigna et al. (2014) für den Zeitraum ab 1970 auf Basis von Daten der BIS für 14 industrialisierte Länder aufbereitet wurde, erstaunlich. Aus deren Analyse ist ersichtlich, dass bis 2014 die realen Hauspreise in Deutschland über den gesamten Zeitraum von 1970 bis 2014 die geringsten, äußerst niedrigen Schwankungen im Vergleich zu allen anderen Ländern aufwiesen. Die Frage stellt sich deshalb, warum diese Stabilität in der Zeit ab 2010 verloren ging und welche ggf. endogenen Stabilisierungselemente des deutschen Finanzsystems wenig Wirkungskraft entfalten konnten.

Ein besonderes Merkmal des deutschen Finanzsystems, das entscheidend zur Finanzierung von Wohnimmobilien für Privathaushalte beiträgt, sind die auf Wohnimmobilien spezialisierten Finanzinstitute, insbesondere die Bausparkassen. Diese Institutionen spielen eine zentrale Rolle im Rahmen der Wohnraum-

³² Vgl. hierzu bspw. Allen/Gale (2000, 2004), Schmidt et al. (2022) und Schmidt/Tyrell (2004).

finanzierung und unterstreichen die Besonderheiten des deutschen Marktes.³³ Wie in einem kürzlich vom Autor mitverfassten Aufsatz dargelegt und empirisch analysiert, ist das Vertragskonstrukt Bausparvertrag in seinem Design so angelegt, dass es Immobilienpreiszyklen nicht verstärkt, sondern kontrazyklisch wirkt.³⁴ Dies hatte in der Vergangenheit gut funktioniert, ist jedoch aufgrund der historisch einzigartig langen Dauer der Niedrigzinsperiode an ihre Grenzen gestoßen. Bausparkassen konnten ihre Vertragsversprechen aus dem Bausparvertrag nicht mehr zur Gänze einhalten und hatten mit fortschreitender Niedrigzinsphase zunehmend das Geschäft auf „normale“ Zwischen- und Vorfinanzierungen von Immobilien verlagert, um ihre Position als Finanzier von Wohnimmobilien nicht grundlegend zu gefährden. Somit war dieser Stabilisierungsmechanismus, der in früheren Zeiten wirkte, außer Kraft gesetzt.³⁵

Allerdings haben andere Aspekte dazu beigetragen, dass die Resilienz des Finanzsystems gegenüber Risiken aus dem Wohnimmobilienmarkt auch in der aktuell schwierigen Lage meines Erachtens weiter gewährleistet ist. Ein wichtiger Faktor ist zum einen, dass die Risiken aus Immobilienkrediten an Privathaushalte von den Finanzinstitutionen, die diese vergeben, selber getragen werden müssen. Es gibt kaum Verbriefungen von Wohnimmobilienkrediten in Deutschland und auch ein individueller Weiterverkauf ist kaum zu beobachten. Dies führte dazu, dass auch in der Phase stark steigender Immobilienpreise und zunehmender Kreditvolumina seitens der Kreditinstitute wenig Abstriche an der Eigenkapitalunterlegung gemacht wurden. Die Darlehensvolumen-Immobilienwert-Relation stieg zwar mit Beginn der Boomphase 2011 von 75 Prozent auf etwas über

³³ Vgl. zur Bedeutung von Bausparkassen in Finanzierungslösungen für den Erwerb von Wohneigentum Molterer et al. (2023) und die dort zitierten Quellen zur Bedeutung dieser spezifischen Form von Realkreditinstituten.

³⁴ Vgl. Molterer et al. (2023). Der Bausparvertrag mit seinen im Vorhinein festgelegten Konditionen führt zum Beispiel dazu, dass Verträge, die in einer Hochzinsphase abgeschlossen und angespart wurden, in einer darauffolgenden Niedrigzinsphase tendenziell weiter als Sparvehikel und nicht zur Baufinanzierung genutzt werden. Dadurch werden die prozyklischen Effekte des Zinsumfeldes auf Immobilienkredite abgeschwächt. Dies klappt jedoch nur, wenn die Niedrigzinsphase nicht zu lange andauert, also wesentlich kürzer ist als die typische Anspaphase eines Bausparvertrages. In Molterer et al. (2023) konnte gezeigt werden, dass dies in Deutschland in den Zinszyklen vor der Zinsphase nach 2009/2010 der Fall war und sich damals eine entsprechende antizyklische Wirkung entfalten konnte. Die Vermutung ist, dass die Niedrigzinsphase nach 2010 in Relation zu den Bausparvertragslaufzeiten zu lange andauerte, so dass sich eine stabilisierende Wirkung nicht mehr entfalten konnte. Dies ist aber noch nicht mit einer wissenschaftlichen Untersuchung belegt.

³⁵ Weitere, komplementär dazu sich verhaltende, Argumentationen und Analysen, die ebenfalls die stabilisierende Rolle von Bausparkassen in Bezug auf Immobilienmarktzzyklen betonen, finden sich in Kirsch/Burghof (2018) und Braun et al. (2022). Insbesondere die letztere Studie verweist auf die wichtige Bedeutung des spezifischen Mix an Finanzinstitutionen, die gerade in Deutschland in der Immobilienfinanzierung aktiv sind.

82 Prozent an, aber dieser Höchstwert wurde schon im Jahre 2019 erreicht. Schon ab dem Jahr 2020 sank die Relation wieder, was bedeutet, dass Haushalte schon ab diesem Zeitpunkt wieder mehr Eigenkapital zum Wohnimmobilien-erwerb einsetzen mussten.³⁶ Die Schuldendienst-Einkommen-Relation verschlech-terte sich zwar mit Beginn des Preisverfalls aufgrund der gestiegenen Zinsen, stabilisierte sich aber dann auf einem Niveau, welches 2009 vorherrschte, also vor Beginn der Boomphase.³⁷ Dies ist ein Beleg für Resilienz, denn dieser wichtige Indikator scheint auf seinen ursprünglichen Pfad vor Beginn des Zyklus zurückzufedern. Auch die langen Zinsbindungsfristen führen dazu, dass die meis-ten Kreditprolongationen nach Berechnung der Bundesbank erst ab 2028 zur Refinanzierung anstehen.³⁸ Zudem wurden die Vergabestandards bei neuen Wohnimmobilienfinanzierungen ab Mitte 2022 spürbar verschärft.³⁹

Institutionell sind die gestiegenen Risiken der Wohnimmobilienfinanzierung ebenfalls gut abgedeckt worden. Dies liegt zum einen daran, dass die Finanzie-rungsgeber im Wohnimmobilienmarkt neben den Spezialkreditinstitutionen in der Hauptsache lokale und regionale Sparkassen und Kreditgenossenschaften sind. Die aggregierten Risiken und Verluste werden also nicht bei einzelnen we-nigen Instituten kumuliert, sondern sind auf viele Schultern verteilt. Zudem sind in den Verbundsystemen des Sparkassensektors und des Kreditgenossen-schaftssektors Mechanismen angelegt, die Risiken isolieren können und helfen, Ansteckungseffekte zu vermeiden.⁴⁰ Durch die mit der Zinswende massiv ange-stiegene Zinsspanne haben die regionalen Institute zudem zuletzt ihre Ertrags-situation stabilisieren und verbessern können. Dies hat ebenfalls dazu beigetra-gen, dass Risiken und Verluste abgedeckt werden konnten.

Die Zeitenwende im Wohnimmobilienmarkt hat meines Erachtens somit die Stabilität des deutschen Finanzsystems bisher nicht gefährdet. Das System hat sich als resilient erwiesen, obwohl bestimmte Stabilisierungsmechanismen nicht mehr wirkmächtig waren. Wie sieht es jedoch hinsichtlich des Gewerbeimmobi-lienmarktes aus?

Hierzu ist es sinnvoll, zuerst einmal in der Preisentwicklung zwischen Büro- und Einzelhandelsimmobilien zu unterscheiden. Wie im vorigen Kapitel skiz-ziert, haben die Preise für Einzelhandelsimmobilien schon ab 2019 nach einer relativ kurzen, aber massiven Aufschwungphase, die erst im Jahre 2013 einsetzte,

³⁶ Vgl. Bundesbank (2023), S. 57.

³⁷ Vgl. Bundesbank (2023), S. 57.

³⁸ Vgl. Bundesbank (2023), S. 51.

³⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank (2024b): Indikatoren-System zum deutschen Wohnim-mobilienmarkt: Veränderungen der Kreditstandards und der Zinsmargen für Woh-nungsbaukredite an private Haushalte in Deutschland (veröffentlicht 07.06.2024).

⁴⁰ Vgl. zu einer Analyse der Verbundstrukturen im deutschen Bankensystem Bülbül et al. (2013).

deutlich nachgelassen. Deshalb ist die gesamte Preiskorrektur bis dato auf dem Einzelhandelsimmobilienmarkt inzwischen so stark, dass die Preise inzwischen um 15 Prozent unterhalb des Basisjahres 2010 liegen. Zwar sind die Faktoren, die zu diesen Preisrückgängen geführt haben, weiterhin relevant, jedoch könnte sich für dieses Teilsegment in naher Zukunft ein Boden bilden, denn Neuvertragsmieten und Renditen haben für diesen Markt inzwischen Bestmarken erreicht.⁴¹

Anders sieht es bei den Büroimmobilienpreisen aus. Hier setzte der Preisabschwung erst Mitte 2022 ein und der Preisrückgang führte dazu, dass die Preise im ersten Quartal 2024 noch 55 Basispunkte oberhalb des Referenzwertes aus dem Basisjahr 2010 lagen.⁴² Zudem sind die strukturellen Faktoren des Preisrückgangs, wie gestiegene Homeoffice-Nutzung, Stellenkürzungen im Verwaltungsbereich aufgrund zunehmender Digitalisierung und Nutzung von KI, abnehmende Attraktivität von Bestandsbüroimmobilien in den Agglomerationszentren, Energiekosten und energetische Ertüchtigungsnotwendigkeiten bei den Immobilien, nicht verschwunden, sondern werden auch in den nächsten Jahren weiterhin hochrelevant sein. Deshalb ist in Bezug auf dieses Marktsegment noch keine kurzfristige Bodenbildung erreicht und es werden weitere Preisrückgänge erwartet.⁴³

Insgesamt sind somit die Risiken, die von den Gewerbeimmobilienmärkten ausgehen, massiv gestiegen. Das ist auch der Tenor des Finanzstabilitätsberichts 2023 der Deutschen Bundesbank. Die Klumpenrisiken sind beträchtlich, denn der Sektor Grundstücks- und Wohnungswesen macht laut einer Berechnung der Bundesbank inzwischen etwa 30 Prozent der gesamten Unternehmenskreditvergabe deutscher Banken aus.⁴⁴ Besonders beunruhigend ist die Zinsdeckungsquote der Gewerbeimmobilienunternehmen, also die Relation von EBIT + Finanzergebnis zu den Zinsaufwendungen, welche auf Basis von Zahlen aus 2020 im Median mit knapp 2 Prozent sehr niedrig ist.⁴⁵ Da rund ein Drittel der Gewerbeimmobilienkredite in den nächsten 3 Jahren aufgrund von auslaufenden Zinsbindungsfristen u.ä. vor Anpassungen stehen, stellt eine solche Zinsdeckungsquote vor dem Hintergrund der gestiegenen Gewerbeimmobilienrisiken ein beträchtliches Risiko dar. Kreditausfälle und Kreditverluste im beträchtlichen Ausmaß drohen. Höhere Risikoaufschläge für Gewerbeimmobilienkredite sind schon jetzt zu beobachten.⁴⁶

⁴¹ Vgl. Verband Deutscher Pfandbriefbanken (2024): vdp-Immobilien Q1 2024, S. 11.

⁴² Vgl. Verband Deutscher Pfandbriefbanken (2024): vdp-Immobilien Q1 2024, S. 10.

⁴³ Vgl. Pressemitteilung vdp vom 08.05.2024: vdp-Immobilienpreisindex: Rückgang der Immobilienpreise dauert an.

⁴⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank (2023).

⁴⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank (2023), S. 63.

⁴⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank (2023), S. 64.

Ob diese Risiken und Verluste abgedeckt werden können, hängt entscheidend davon ab, ob die Marktteilnehmer, hier insbesondere die Kapitalgeber, in der Lage sind, potentielle Verluste zu tragen bzw. Risiken und Verluste so isoliert werden, dass Ansteckungs- und Rückkopplungseffekte vermieden werden können. Hierzu ist es notwendig, die institutionelle Struktur der Kreditgeberseite näher zu betrachten. Diese umfasst neben Banken, Spezialkreditinstituten auch eine Vielzahl von Nichtbankfinanzintermediären wie Fonds und Versicherungen, die sowohl nationaler als auch internationaler Herkunft sein können.⁴⁷ Das bedeutet, es ergibt sich letztlich eine schwierig zu erfassende Verteilung von potentiellen Risiken und Verlusten, die aus der Abwärtsbewegung der Preise schon entstanden sind und für die Zukunft drohen, da die Vernetzung der einzelnen Marktteilnehmer undurchsichtig und komplex ist. Die Folgen für die Widerstandsfähigkeit des deutschen Finanzsystems gegenüber diesen Risiken sind äußerst schwierig abzuschätzen, aber potentielle Gefahren für die Stabilität des Bank- und Finanzsektor sind meiner Einschätzung nach aus dieser Gemengelage im Gewerbeimmobilienmarkt in erheblich höherem Maße gegeben als im Wohnimmobilienmarkt. Die Entwicklungen auf dem Gewerbeimmobilienmarkt stellen das deutsche Finanzsystem vor ernsthafte Herausforderungen.

4. Schlussbemerkung und Implikationen

Die Zeitenwende auf den Immobilienmärkten ist eine Belastungsprobe für das deutsche Finanzsystem. Die in diesem Beitrag vorgelegte Analyse impliziert, dass Risiken für die Stabilität des deutschen Finanzsystems sich weniger aus den Entwicklungen auf dem Wohnimmobilienmarkt ergeben. Die Konstellation auf dem Gewerbeimmobilienmarkt birgt hingegen weit größere Gefahren in sich. Resilienz impliziert nicht, dass Risiken möglichst vollständig vermieden werden sollten. Vielmehr bedeutet es, dass das System institutionell in der Lage sein muss, Schocks, die zu Risiken führen, einzudämmen. Für ein Finanzsystem heißt dies, eine Anpassung an die durch Schocks ausgelöste Situation der gestaltet, dass die Risiken effektiv abgedeckt werden können. Zentral ist hierfür, dass durch einen Schock keine, die ursprünglichen Auswirkungen verstärkenden, Ansteckungs- und Rückkopplungseffekte aus dem Finanzsystem in die Realwirtschaft induziert werden.

Genau dieser letzte Aspekt kann meines Erachtens jedoch für den Gewerbeimmobilienmarkt kritisch hinterfragt werden. Die undurchsichtigen Finanzierungsstrukturen auf diesem Markt müssen zumindest transparenter gemacht werden. Hier sollte als erstes eine Regulierung ansetzen, damit Risiken schneller erkannt werden können. Das Finanzsystem in Deutschland würde damit auch an Resilienz gewinnen, denn Marktteilnehmer könnten sich dann auf einer bes-

⁴⁷ Vgl. European Central Bank (2022): Financial Stability Review, May 2022.

seren Informationsgrundlage koordinieren und das System würde widerstandsfähiger werden.

Literaturverzeichnis

- Ahlfeldt, G. (2023): Was gegen hohe Immobilienpreise hilft. FAZ 24.03.2023.
- Albers, T., Bartels, C. und Schularick, M. (2022): Wealth and its Distribution in Germany. CEPR Discussion Paper No. 17269.
- Allen, F. und Gale, D. (2000): Comparing Financial Systems. Cambridge (MA): MIT Press.
- Allen, F. und Gale, D. (2004): Comparative Financial Systems: A Discussion, in: Boot, A., Bhattacharya, S. und Thakor, A. (Hrsg.): Credit, Intermediation, and the Macroeconomy: Models and Perspectives. New York: Oxford University Press, 699 – 770.
- Amaral, F., Dohmen, M., Kohl, S. und Schularick, M. (2023): Superstar Returns? Spatial Heterogeneity in Returns to Housing, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 999, Revised January 2023.
- Amaral, F., Dohmen, M., Kohl, S. und Schularick, M. (2024): Interest Rates and the Spatial Polarization of Housing Markets, American Economic Review: Insights 6(1), 89 – 104.
- Baldenius, T., Kohl, S. und Schularick, M. (2020): Die neue Wohnungsfrage. Gewinner und Verlierer des deutschen Immobilienbooms, Leviathan 48(2), 195 – 236.
- Braun, J., Burghof, H.-P., Langer, J. und Sommervoll, D. E. (2022): The Volatility of Housing Prices: Do Different Types of Financial Intermediaries Affect Housing Markets Cycles Differently?, Journal of Real Estate Finance and Economics, veröffentlicht online am 11.06.2022.
- Brunnermeier, M. (2021): Die resiliente Gesellschaft. Berlin: Aufbau Verlag.
- Bülbül, D., Schmidt, R. H. und Schüwer, U. (2013): Savings Banks and Cooperative Banks in Europe, SAFE White Paper Series No. 5.
- Deutsche Bundesbank (2022): Eine verteilungsbasierte Vermögensbilanz der privaten Haushalte in Deutschland – Ergebnisse und Anwendungen. Monatsbericht Juli 2022, 15 – 40.
- Deutsche Bundesbank (2023): Finanzstabilitätsbericht 2023.
- Deutsche Bundesbank (2024a): Indikatorenstystem zum deutschen Gewerbeimmobilienmarkt. Veröffentlicht am 07.06.2024.
- Deutsche Bundesbank (2024b): Indikatorenstystem zum deutschen Wohnimmobilienmarkt. Veröffentlicht am 07.06.2024.
- European Central Bank (2022): Financial Stability Review, May 2022.
- Jordà, O., Knoll, K., Kuvshinov, D., Schularick, M. und Taylor, A. (2019): The Return on Everything, 1870 – 2015, Quarterly Journal of Economics 134, 1225 – 1298.
- Jordà, O., Schularick, M. und Taylor, A. (2016): The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles, Economic Policy 85, 107 – 152.

- Kirsch, S. und Burghof, H.-P. (2018): The efficiency of savings-linked relationship lending for housing finance, *Journal of Housing Economics* 42, 55 – 68.
- Kiyotaki, N. und Moore, J. (1997): Credit Cycles. *Journal of Political Economy* 105(2), 211 – 248.
- Kohl, S. (2017): Homeownership, Renting and Society: Historical and Comparative Perspectives. London: Routledge.
- Molterer, M., Amon, J. und Tyrell, M. (2023): Specialized Financial Intermediaries and the Impact of Savings and Loan Contracts on Real Estate Finance, *Credit and Capital Markets* 56(2), 145 – 196.
- Muellbauer, J. (2022): Real Estate Booms and Busts: Implications for Monetary and Macropredprudential Policy in Europe, *Arbeitspapier ECB Forum on Central Banking* 2022.
- Müller, K. und Verner, E. (2024): Credit Allocation and Macroeconomic Fluctuations, *The Review of Economic Studies*, im Erscheinen.
- Scatigna, M., Szemere, R. und Tsatsaronis, K. (2014): Residential property price statistics across the globe, *BIS Quarterly Review* September 2014, 61 – 76.
- Schmidt, R. H. und Tyrell, M. (2004): What Constitutes a Financial System in General and the German Financial System in Particular?, in: Krahnen, J. P. und Schmidt, R. H. (Hrsg.): *The German Financial System*. Oxford: Oxford University Press, 19 – 67.
- Schmidt, R. H., Hackethal, A. und Tyrell, M. (2002): The Convergence of Financial Systems in Europe, *Schmalenbach Business Review* Special Issue 1(2), 7 – 53.
- Schneider, M. und Tornell, A. (2004): Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises, *The Review of Economic Studies* 71 (4), 883 – 913.
- Statistisches Bundesamt (2019): Einkommens- und Verbrauchsstichprobe. Geld- und Immobilienvermögen sowie Schulden privater Haushalte, *Fachserie 15 Heft 2*.
- Sufi, A. und Taylor, A. (2022): Financial crises: A survey, in: Gopinath, G., Rogoff, K. und Helpman, E. (Hrsg.): *Handbook of International Economics* Vol. 6. Amsterdam: North Holland, 291 – 340.
- Verband deutscher Pfandbriefbanken (2024): vdp Index Q1 2024.