

Preisblasen – Zusammenfassung zu Discussion Paper 12

Die regelmäßige, anhaltende und widersprüchliche Debatte über Preisblasen zeigt nicht nur, wie wichtig dieses Thema ist. Sie stellt vor allem dar, dass auch mit ausgefeilten statistischen Methoden nur schwer darzustellen ist, wann und unter welchen Voraussetzungen eine Immobilienblase vorliegt. Ob und wann eine Blase platzen wird, lässt sich daher nur schwer vorhersagen.

Auch hier gilt das alte Sprichwort „10 Forscher haben 20 Meinungen“.

Die vorliegende Studie leistet im Wesentlichen drei Beiträge zur aktuellen Debatte:

1. Zusammenfassung wissenschaftlicher Forschungsliteratur, um wichtige Kenngrößen für Immobilienblasen zu identifizieren
2. Allgemeine Beschreibung, um zu veranschaulichen, wie Preisentwicklungen und Blasen statistisch erfasst werden können
3. Entwicklung einer Kennzahl, um das Blasenrisiko in einem regionalen Markt anhand der verfügbaren Transaktionsdaten über Preise und Mengen erfassen zu können

In der wissenschaftlichen Forschungsliteratur werden seit Jahrzehnten Preisbewegungen in Märkten untersucht, auch auf Immobilienmärkten. Die Untersuchungen beziehen sich vor allem auf den angloamerikanischen Raum, da dieser datenmäßig viel besser erfasst ist als der deutsche Markt. Im Ergebnis zeigen die Untersuchungen eine kaum überblickbare Anzahl möglicher Einzelfaktoren, die Blasen auslösen und zum Platzen bringen können. Dies liegt an der Vielschichtigkeit der Märkte und der Vielzahl der Einflussgrößen, die die Marktteilnehmer zum An- oder Verkauf von Immobilien veranlassen.

Die mit Abstand meisten Arbeiten stellen die Finanzierung von Immobilien wie das Kreditangebot und die Höhe der Finanzierungszinsen in den Mittelpunkt ihrer Untersuchung. Dieser Aspekt gehört ganz sicher auch im deutschen Markt zu den wesentlichen Treibern der Preisentwicklung auf den regionalen Immobilienmärkten. Damit verbunden sind alle Faktoren, die sich auf das Zinsniveau auswirken. Daher werden in vielen Studien sämtliche Umstände betrachtet, die auf das internationale Zinsgefüge und auf den Kapitalverkehr von Investoren einwirken, von der Geldpolitik der Zentralbanken bis hin zu Wechselkursen. Hinzu kommen Stimmungsbarometer der Wirtschaft wie das allgemeine Geschäftsklima, Arbeitslosigkeit und Veränderungen der Baukosten, die durch Normenveränderungen ausgelöst werden.

Die genannten Faktoren haben aber eine zentrale Schwäche: Sie können Preisentwicklungen nur auf einer gesamtwirtschaftlichen Ebene erklären. Regionale Blasen lassen sich durch das allgemeine Zinsniveau nicht erklären. Sie lassen sich eher anhand der Entwicklung des Verhältnisses von Kaufpreisen zur Zahl der Angebote beschreiben und sind in Deutschland vor allem Auswirkung einer starken Binnenwanderung. Diese dürfte ihre Ursache in der demographischen und teilweise auch in einer kulturellen Veränderung haben.

Die wesentlichen Preistreiber sind also in den Finanzierungsbedingungen und in der vor allem durch demographische Veränderungen verursachten Binnenmigration zu sehen.

Blasen werden oft als Abweichungen von „normalen“ Werten bezeichnet. Diese lassen sich mit statistischen Mitteln messen und es können auch Grenzwerte festgelegt werden, bei deren Überschreiten ein Trend nicht mehr durch übliche Schwankungen erklärt werden kann, sondern eine systematische Veränderung darstellt. Diesem Aspekt widmet sich der zweite Teil der Arbeit.

Eine Blase, die nicht platzt, ist keine Blase, sondern spricht für eine steigende Preisentwicklung. Die Frage, nach dem Vorliegen einer Blase, ist daher letztlich die Frage, ob und wann sie platzen wird. Im Anschluss muss geprüft werden, welche Wirkungen sich daraus für die unterschiedlichen Marktteilnehmer ergeben. Denn nicht alle werden in gleicher Weise davon betroffen sein.

Voraussetzung dafür, dass das Preisniveau eine Blase darstellt und diese platzt, ist, dass einer der Gründe, die für das Ansteigen der Preise verantwortlich sind, plötzlich wegfällt und die Marktteilnehmer darauf entsprechend reagieren.

Soweit die Immobilienpreise aufgrund des Zuzugs von Menschen gestiegen sind, muss gefragt werden, ob dieser Zuzug anhalten, abebben oder vielleicht abrupt enden wird. Insofern muss man zwischen den verschiedenen Arten und Ursachen der Zuwanderung unterscheiden. Es gibt ereignisgetriebene Migration wie bei Kriegen, die mit dem Ende eines Krieges durch eine Rückkehr der Menschen gekennzeichnet ist. Eine solche Zuwanderung wird die Nachfrage nach Immobilien nur über einen kurzfristigen Zeitraum beeinflussen und kann leichter in Modellen erfasst werden. Die zweite Art der Migration, wie sie vor allem Universitätsstädte erleben, ist ein Zustrom von Personen, die nach Perspektiven und einem Umfeld suchen, das ihrem Lebensgefühl entspricht. Diese Menschen werden dann ggf. in den Städten wohnen bleiben, so dass eine dauerhafte Steigerung der Nachfrage stattfindet. Auch wenn jüngst in den Medien diskutiert wird, ob diese Zuwanderung in Hamburg, München und Berlin weiterhin stattfindet, stellt sich die Frage, ob dadurch die Nachfrage nach Wohnungen abrupt sinkt.

Eine Blase platzt dann, wenn sich abrupt etwas ändert. Dazu müsste also der Zustrom von heute auf morgen aufhören. Auch wenn die Doppelabiturjahrgänge hinter uns liegen und nun geburtenschwächere Jahrgänge bevorstehen, wird die Wanderung nicht auf Null sinken oder sich von heute auf morgen umkehren. Eine kontinuierliche Abnahme des Zustroms in die Ballungsgebiete dürfte eher zu einem Abflachen der Preisentwicklung führen.

Auch eine Veränderung des Zinsniveaus könnte zu dem Platzen einer Blase allenfalls dann führen, wenn sie abrupt und erheblich ist. Denn der Erwerber einer Immobilie würde nur den Preis bezahlen, der ihm bei dem höheren Zinssatz eine auskömmliche Rendite ermöglicht. Damit ist aber noch nicht gesagt, dass auch derjenige, der eine Immobilie zu einem höheren Preis gekauft hat, diese bei einer Veränderung des Zinssatzes sofort verkaufen würde. Insbesondere bei selbstgenutzten Immobilien erscheint dies ausgeschlossen. Aber auch ein Vermieter dürfte zögern, den entstandenen Wertverlust sofort zu realisieren.

Schwer prognostizierbar sind aber Herdentrieb und andere Überreaktionen auf dem Markt. Gerade jüngere Untersuchungen aus amerikanischen Immobilienmärkten beschäftigen sich mit

der Wirkung von Marktsentiment. Dabei geht es um die Frage, wie stark der Markt auf Meldungen reagiert und ob man eine Blase weg- oder herbeireden kann. Denn im überhitzten Markt kann es auch durchaus vorkommen, dass bei einem Abflachen der Preisentwicklung Panik entsteht, in der niemand mehr kaufen möchte, bis sich die Situation wieder beruhigt hat. In diesem Falle wäre ein Rückfall der Preise erklärbar, aber nur schwer voraus zu sehen. Denn auch der andere Fall ist denkbar. Wenn die Preise stagnieren, werden manche Marktteilnehmer eine Chance wittern, um einzusteigen. Es gibt aber in beiden Marktsituationen noch eine genau umgekehrte Strategie: „Kasse machen“ solange es noch geht bzw. bevor die Entwicklung zu flach wird und Attentismus bei stagnierenden Preisen.

In dem dritten Teil der Studie wird ein rechnerisches Modell für die Prüfung des Preisniveaus entwickelt, indem ein in der Finanzmarktforschung etabliertes Maß auf Immobilienmärkte übertragen wird. Denn im Finanzmarkt hat sich gezeigt, dass sich Preisübertreibungen dadurch feststellen lassen, dass die Höhe der Kaufpreise mit der Liquidität, also der Anzahl der verfügbaren Handelspartner im Markt, verglichen wird. Auf Immobilien übertragen, heißt dies: Werden Preissprünge mit der Anzahl gehandelter Immobilien verglichen, lässt sich ableiten, wie stark Knappheitseffekte für die Höhe der Kaufpreise verantwortlich waren. Wird nämlich die Knappheit aufgelöst, kommt es zu einer deutlichen Preiskorrektur (=Platzen der Blase).

Die vorgestellte Kennzahl nutzt Preise und Angebotsmengen auf Immobilienmärkten, um eine Aussage über die Auswirkung von Knappheit auf diesen Märkten zu treffen. Hierzu wird der Anstieg der Immobilienpreise innerhalb eines bestimmten Zeitraums zu der Anzahl der in diesem Zeitraum verkauften Objekte ins Verhältnis gesetzt. Die Daten stammen aus der IMV-Marktdatenbank und sind auf monatlicher Basis erfasst. Die Berechnungen der Kennzahlen fassen immer ein halbes Jahr an Transaktionsfenstern zusammen. Die Berechnungsmethode ist zur Veranschaulichung auf Freiburg und Hamburg seit 2009 angewendet worden.

Die Berechnung zeigt eine Entwicklung, die sich auch zeitlich darstellen lässt. Sichtbar wird ein Anstieg des Blasenrisikos in Hamburg Ende 2010 und in Freiburg Ende 2012. In beiden Städten sind die Werte aber wieder kontinuierlich zurückgegangen und auf dem Niveau von Mitte 2009 angekommen. Weiterhin gilt auch hier, dass eine Blase nur bei unvorhergesehenen schnellen Änderungen platzen wird. Viele Marktteilnehmer werden bei einem nur leichten Auslaufen eines Preistrends ohne Herdentrieb weit weniger getroffen, als die allgemeine „Panikmache“ gerne vermitteln möchte.

Die Berechnung misst letztlich, inwieweit der Preisanstieg durch die Knappheit verursacht ist. Dementsprechend würde das „Platzen“ des Preisniveaus voraussetzen, dass eine abrupte und erhebliche Ausweitung des Angebots oder ein entsprechender Rückgang der Nachfrage eintritt. Beides ist vorerst in derartiger Härte nicht zu erwarten. Durch den Neubau von Wohnungen lässt sich das Angebot nicht abrupt erhöhen. Das Angebot vermieteter Wohnungen könnte daher nur dann kurzfristig erheblich ausgeweitet werden, wenn viele Eigentümer sich innerhalb kurzer Zeit zum Verkauf entschließen würden. Allerdings könnte die Nachfrage nach vermieteten Objekten sinken, wenn der Erwerb einer vermieteten Immobilie sich nicht mehr lohnt und andere rentablere und mindestens gleich sichere Anlagemöglichkeiten zur Verfügung stehen. Die Nachfrage nach Wohnungen könnte vor allem dann sinken, wenn eine Abwanderung stattfindet.