

Sonderbericht

## Corona-Krise: Droht nun ein Preisverfall am Immobilienmarkt?

Die Corona-Pandemie hat dazu geführt, dass die wirtschaftlichen Aktivitäten massiv heruntergefahren wurden. Viele Volkswirtschaften befinden sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt in der tiefsten Rezession der Nachkriegsgeschichte und an den Kapitalmärkten hat die Virus-Krise tiefe Spuren hinterlassen. Die Aktienmärkte haben sich zwar von den Tiefständen Mitte März erholt, notieren aber weiterhin deutlich unter den Ständen vor Ausbruch der Corona-Krise. Am Anleihenmarkt sind vor allem die weniger bonitätsstarken Papier unter Druck geraten. Der Immobilienmarkt ist typischerweise deutlich weniger volatil als andere Märkte. Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland haben den Trend der Pre-Corona-Zeit zuletzt fortgeführt, aber die Auswirkungen der Pandemie könnten den Immobilienmarkt auch zeitverzögert treffen. Im vorliegenden Bericht möchten wir der Frage nachgehen, ob die Corona-Pandemie einen Preisverfall am deutschen Wohnimmobilienmarkt bewirken wird.

Im ersten Teil blicken wir auf die Preisentwicklung am deutschen Markt für Wohnimmobilien während der vergangenen Jahre. Der zweite Teil behandelt die Frage einer möglichen Überbewertung am Immobilienmarkt, denn ein starker Preisverfall ist vor allem dann denkbar, wenn sich der Markt in einer Phase der Übertreibung befinden würde. Dafür gibt es allerdings momentan keine klaren Hinweise. Die Immobilienpreise sind zwar in den vergangenen Jahren stark gestiegen, eine Entkopplung von fundamentalen Faktoren ist jedoch im bundesdeutschen Durchschnitt nicht zu erkennen. Im dritten Teil versuchen wir abzuschätzen, inwieweit die Corona-Krise einen Rückgang der Preise für Wohnimmobilien bewirken könnte. Sollte sich die konjunkturelle Lage ab dem zweiten Halbjahr – wie von uns erwartet – bessern, dürften sich die coronabedingten Auswirkungen auf die Immobilienpreise in Grenzen halten. Lediglich bei einer anhaltenden Konjunkturschwäche, die zu einem starken Anstieg der Insolvenzen und der Arbeitslosigkeit führen würde, wäre ein Preisrückgang wahrscheinlich, da Haushalten weniger Einkommen zum Immobilienkauf zur Verfügung stehen würde.

2. Juni 2020

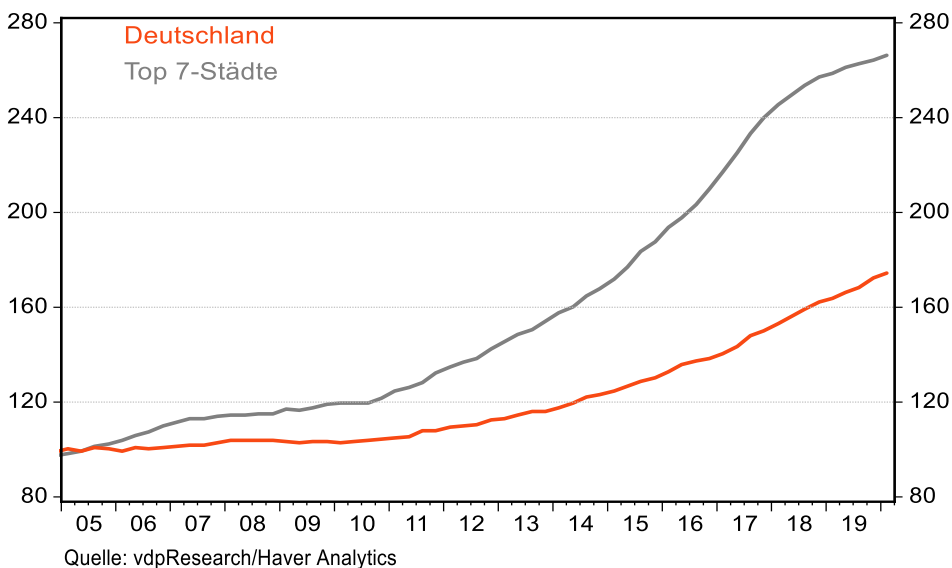
- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## 1. Entwicklung der Immobilienpreise in den vergangenen Jahren

Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland sind nach einer Phase der Stagnation in den Nullerjahren seit 2010 stark gestiegen. Gemäß Daten des Verbands deutscher Pfandbriefbanken (vdp) erhöhten sich die Preise zwischen Anfang 2005 und Ende 2019 im bundesdeutschen Durchschnitt um ca. 70% (siehe Schaubild 1). Besonders ausgeprägt war die Teuerung in den bevölkerungsreichsten Städten Deutschlands: In den Top 7-Städten (Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt am Main, Stuttgart, Düsseldorf) legten die Preise im selben Zeitraum um 160% zu. Das entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Zuwachsrate von 7,2%. Der Boom in den deutschen Großstädten verlor jedoch zuletzt an Dynamik. Während sich die Preise am Wohnimmobilienmarkt in den Jahren 2015-2017 noch mit zweistelligen Zuwachsraten gegenüber den jeweiligen Vorjahresperioden erhöhten, lag die Wachstumsrate im letzten Quartal des vergangenen Jahres nur noch bei 2,9%.

Starker Preisanstieg bei Wohnimmobilien in den letzten 10 Jahren...

Schaubild 1: Preisentwicklung von Wohnimmobilien



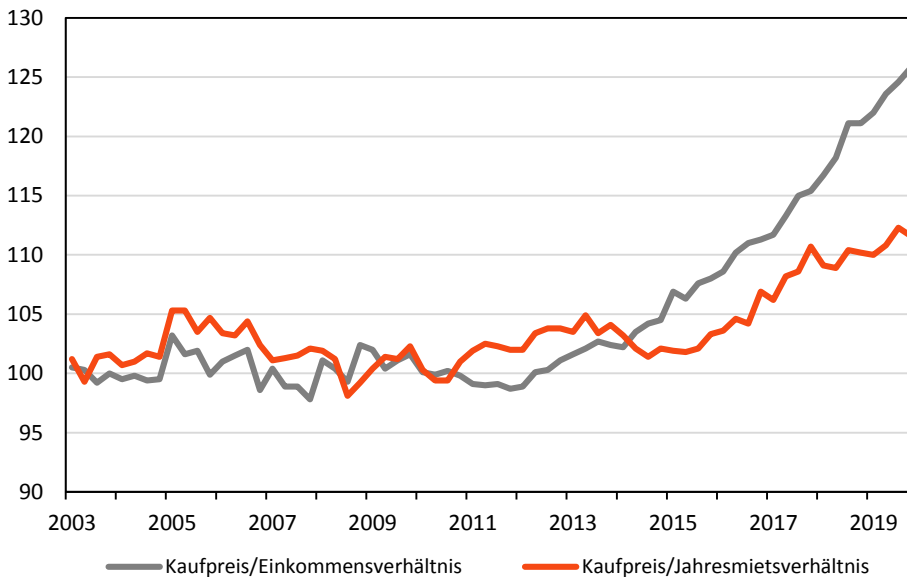
Die Daten zum deutschen Immobilienmarkt weisen je nach Datenquelle zwar eine gewisse Diskrepanz auf und das Statistische Bundesamt kommt für denselben Zeitraum auf eine geringere bundesdurchschnittliche Wachstumsrate von knapp 60%, dennoch ist der Zuwachs beeindruckend. Auch relativ zu anderen Wirtschaftskennzahlen haben sich die Immobilienpreise dynamisch entwickelt. Die allgemeinen Verbraucherpreise gemessen am Verbraucherpreisindex nahmen im Zeitraum von 2005 bis Ende 2019 lediglich um 22% zu und der Deflator für das Bruttoinlandsprodukt um 21%. Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in laufenden Preisen pro Kopf der Bevölkerung ist in diesem Zeitraum um 49% gestiegen und damit deutlich weniger als die Preise für Wohnimmobilien. Der Vergleich der Immobilienpreise mit dem nominalen BIP pro Kopf ist insofern sinnvoll, da sich in diesem Fall zwei nicht preisbereinigte Größen gegenüberstehen und außerdem dem Umstand Rechnung getragen wird, dass die Bevölkerung Deutschlands seit 2005 von 82,4 Mio. auf 83,2 Mio. angewachsen ist.

...auch im Vergleich zu anderen Wirtschaftskennzahlen.

Im Verhältnis zu den verfügbaren Einkommen wird die überdurchschnittliche Entwicklung der Immobilienpreise ebenfalls deutlich. Das Verhältnis des Kaufpreises und der verfügbaren Einkommen stieg zwar deutlich schwächer an als der Immobilienpreisindex, weist aber einen kräftigen Zuwachs auf. Die Erschwinglichkeit im Verhältnis zum Einkommen hat demnach in den vergangenen zehn Jahren stark abgenommen.

Sowohl die  
Erschwinglichkeit...

Schaubild 2: Verhältnis von Immobilienpreisen ggü. Einkommen bzw. Jahresmiete



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Darstellung

Im Verhältnis zu den Mieteinnahmen ist der Kaufpreis dagegen nur moderat um ca. 10% gestiegen. Laut dieser Kennzahl hat sich die Finanzierbarkeit vor allem in den vergangenen fünf Jahren verringert bzw. in die Länge gezogen, wobei selbstverständlich die im Vergleich zu früheren Jahren geringere Zinsbelastung nicht außer Acht gelassen werden darf. Gelitten hat die Finanzierbarkeit vor allem in den Top-7-Standorten, wo durchschnittlich inzwischen über 32 Jahresmieten für den Immobilienkauf fällig werden. Im Bundesdurchschnitt lag dieser Wert immerhin bei rund 27.

...als auch die  
Finanzierbarkeit hat  
durch die  
Preissteigerungen  
abgenommen.

**Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich die Immobilienpreise in den vergangenen Jahren sehr dynamisch entwickelt haben. Auch im Vergleich zu anderen volkswirtschaftlichen Kennzahlen wiesen die Immobilienpreise ein hohes Wachstum auf.**

## 2. Ist der deutsche Markt für Wohnimmobilien überbewertet?

Kennzeichen von spekulativer Übertreibung sind Preise, die nicht durch Fundamentaldaten erklärt werden können. Stattdessen entstehen sie durch das spekulative Verhalten von Marktteilnehmern, die mit einem anhaltenden Preisanstieg rechnen. Da das Preisniveau in dieser Situation von dem Vertrauen der Marktteilnehmer in dauerhaft steigende Preise abhängt, birgt eine spekulative

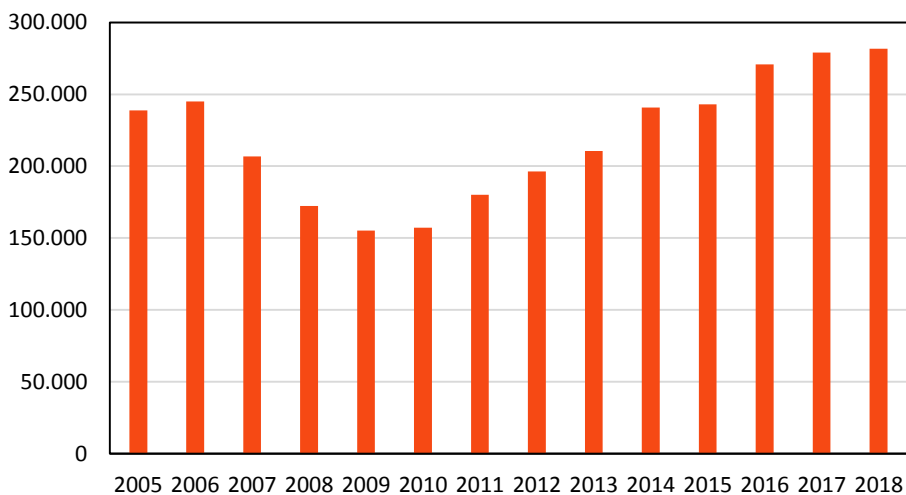
Überbewertung  
würde Gefahr eines  
abrupten und heftigen  
Preissturzes in sich  
bergen.

Übertreibung die Gefahr, dass bei einem Vertrauensverlust die Überbewertung innerhalb kurzer Zeit – beispielsweise ausgelöst durch einen externen Schock (wie eine Virus-Krise) – abgebaut wird und eine abrupte und heftige Preiskorrektur bewirkt. Die Gefahr eines plötzlichen Preissturzes wäre deutlich geringer, wäre die Entwicklung von Immobilienpreisen gedeckt durch Fundamentalfaktoren. Der fundamental gerechtfertigte Wert von Immobilien kann nicht beobachtet werden, was die Ermittlung einer Überbewertung schwierig macht. Es gibt jedoch Faktoren, die auf eine Übertreibung hinweisen können.

Ein Hinweis auf eine spekulative Übertreibung ist eine Ausweitung des Wohnraumangebots über die Nachfrage hinaus (getrieben durch die Erwartung anhaltend steigender Preise). Momentan ist von übertriebener Bauaktivität allerdings wenig zu spüren. Die Zahl der fertiggestellten Wohnungen ist zwar im vergangenen Jahrzehnt angestiegen, befinden sich aber nur moderat über dem Niveau von 2005 (siehe Schaubild 3). Der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am BIP lag zuletzt bei 6,7% und damit nur leicht über den 5,0% die das Statistische Bundesamt für das Jahr 2005 auswies.

Anzeichen für eine Überbewertung finden sich weder bei einem Vergleich des Wohnraumangebots...

Schaubild 3: Fertigstellungen von Wohnungen



Quelle: Statistisches Bundesamt, eigene Darstellung

Während das Angebot an Wohnraum moderat ausgeweitet wurde, ist die Nachfrage gestiegen. Maßgeblich beeinflusst wird die Nachfrage nach Wohnraum durch die Bevölkerungsentwicklung. Die Bevölkerung ist laut dem Statistischen Bundesamt zwischen dem Jahr 2000 und 2011 zunächst vom 82,26 Mio. auf 80,33 Mio. gesunken. Darauf folgte ein kontinuierlicher Bevölkerungszuwachs bis auf 83,2 Mio. im Jahr 2019. Zur eigentlichen Immobiliennachfrage gibt es leider nur wenige und sporadische Schätzungen. Das Bundesinstitut für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) veröffentlicht zwar Schätzungen zur Nachfrage, die letzte Schätzung liegt aber schon fünf Jahre zurück. In der BBSR-Wohnungsmarktprognose 2030 weist das Institut einen mittleren Neubaubedarf von 272.300 Wohnungen im Zeitraum 2015-2020 aus. Damit würde keine nennenswerte Lücke zwischen Wohnraumnachfrage und -bedarf bestehen. Allerdings stieg die Bevölkerung Deutschlands, vor allem aufgrund von Migrationsströmen, die das BBSR in seinen Schätzung nicht berücksichtigt hat, im selben Zeitraum um über eine Millionen an. Legt man das Ziel der

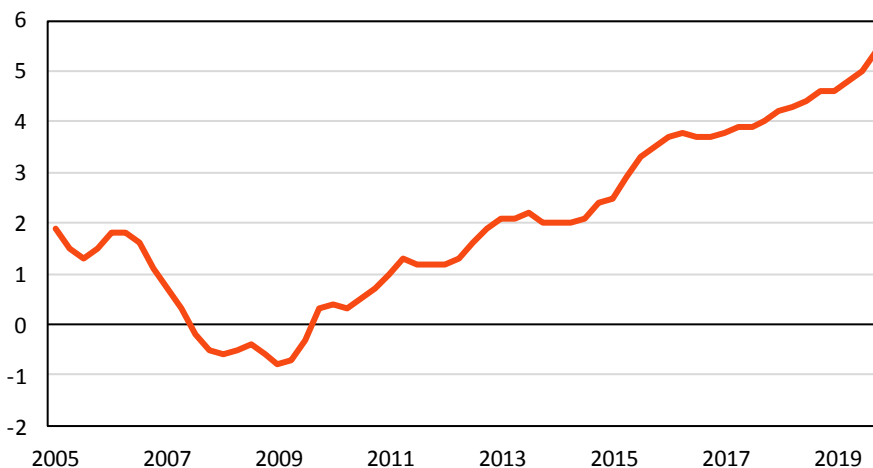
...mit der Nachfrage...

Bundesregierung von 1,5 Mio. neuen Wohnung bis zum Ende der laufenden Legislaturperiode 2021 zugrunde, müssten etwa 375.000 Wohnung pro Jahr neu erreicht werden. Das Bundesministerium des Inneren, für Bau und Heimat schätzte die Nachfrage für das Jahr 2018 auf 350.000. Tatsächlich wurden nur 280.000 Wohnungen fertiggestellt (siehe Schaubild 3). Auf Basis dieser Schätzungen blieb die Bautätigkeit in den vergangenen Jahren deutlich hinter der Nachfrage nach Wohnraumangebot zurück und es findet sich kein Anzeichen eines Angebotsüberschusses, der einen plötzlichen Preisverfall begünstigen könnte.

Preisübertreibung gehen häufig mit einer deutlichen Ausweitung der Kreditvergabe einher. In der Überzeugung anhaltend steigender Immobilienpreise sind Kreditnehmer bereit, eine hohe Verschuldungsquote in Kauf zu nehmen und Kreditinstitute akzeptieren geringe Eigenmittel bei der Immobilienfinanzierung. Eine Preiskorrektur kann dann leichter zu einer Unsicherung von Darlehen führen, sodass Kreditnehmer entweder größere Beträge tilgen oder zusätzliche Sicherheiten stellen müssten. Ist dies nicht möglich, dann bleibt Banken als letztes Mittel nur die Zwangsversteigerung, was weiteren Druck auf die Preise ausüben könnte.

...noch auf der Finanzierungsseite.

Schaubild 4: Wachstum Wohnungsbaukredite (in % ggü. Vorjahr)

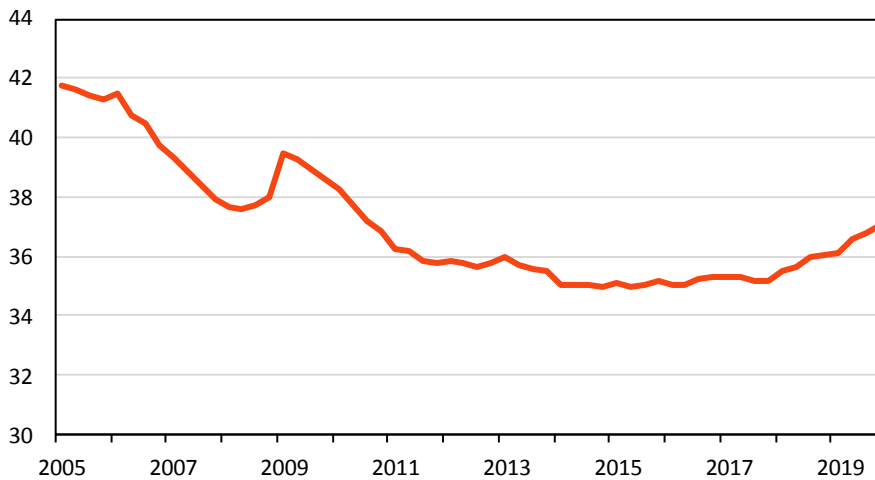


Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Darstellung

Das Volumen von Wohnungsbaukrediten inländischer Banken an inländische Privathaushalte stieg in den vergangenen Jahren tatsächlich zunehmend dynamisch an. In der zweiten Jahreshälfte 2019 stiegen die Kredite um über 5%, während das Kreditwachstum vor einer Dekade nur bei 0,3% lag (jeweils verglichen mit der Vorjahresperiode). Allerdings war eine Ausweitung des Kreditvolumens angesichts der Preissteigerungen bei Immobilien zu erwarten.

Das Kreditvolumen stieg zwar zunehmend dynamisch an,...

Schaubild 5: Bestand an Wohnungsbaukrediten (inländischer Banken an inländische Privathaushalte) in % des BIP

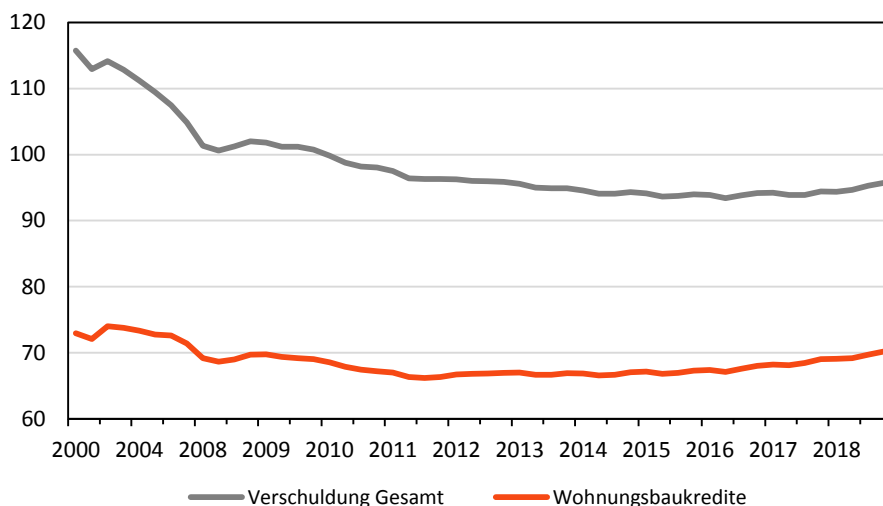


Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Darstellung

Betrachtet man den Bestand an Wohnungsbaukrediten im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt (Schaubild 5) stellt man ein im langjährigen Vergleich eher niedriges Niveau und nur eine leichte Kreditausweitung in den letzten drei Jahren fest. Die Kreditausweitung scheint sich also nicht vom BIP-Wachstum entkoppelt zu haben, sodass es keinen Hinweis auf eine exzessive Kreditvergabe gibt.

...im Verhältnis zum BIP zeigt sich aber keine exzessive Kreditvergabe.

Schaubild 6: Verschuldung der Privathaushalte in % des verfügbaren Einkommens (bis 2008 jährliche Daten, ab 2009 quartärlische Daten)



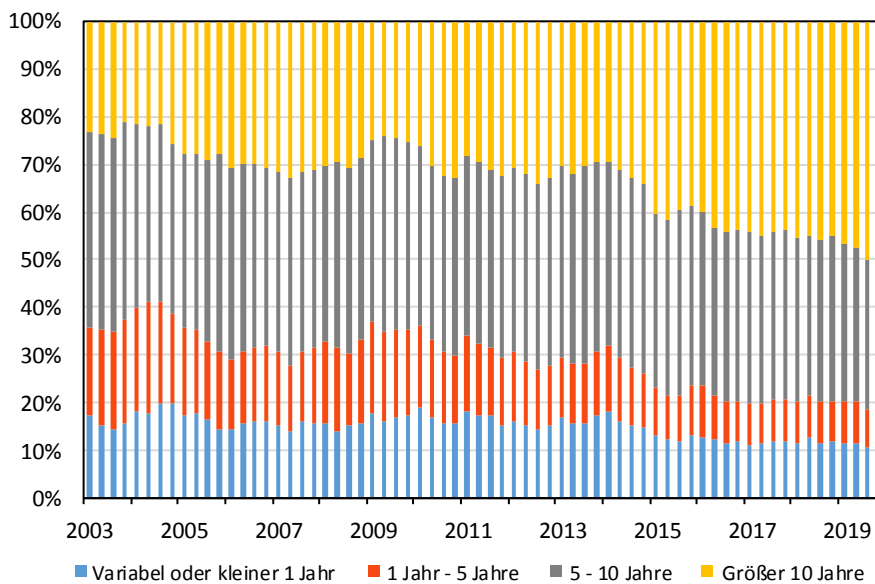
Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Darstellung

Zudem scheinen die deutschen Haushalte nicht über ihre Verhältnisse Kredite aufgenommen zu haben. Die Summe der vergebenen Kredite gemessen am verfügbaren Einkommen bewegt sich seit mehreren Jahren recht konstant um einen Wert von 65% bis knapp über 70% und die Gesamtverschuldung der Privathaushalte liegt seit langem zwischen 90% und 100% des BIP. In Statistiken

Die Privathaushalte haben nicht über ihre Verhältnisse Kredite aufgenommen...

der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) kommt Deutschland im internationalen Vergleich damit in eine Gruppe der Länder mit geringen Verschuldungsraten. In Ländern, in den Immobilienblasen platzten, war die Verschuldung vor der Krise stark angestiegen. In den USA stieg die private Verschuldung als Anteil der verfügbaren Einkommen von 104% im Jahr 2000 auf 143% im Jahr 2007. Seit der Subprime-Krise auf dem dortigen Immobilienmarkt haben die Vereinigten Staaten wieder einen Wert von ca. 110% erreicht. In Spanien legte die Verschuldung von 84% im Jahr 2000 auf 154% im Jahr 2007 zu und fiel bis zuletzt wieder auf ca. 120% zurück.

Schaubild 7: Zinsbindungsfristen für Wohnungsbaukredite an Privathaushalte



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Darstellung

Die Privathaushalte achten zudem auf eine lange Zinsbindungsdauer und sind damit weniger anfällig für Zinserhöhungen. Seit 2003 hat sich diese Kennzahl zunehmend in längere Laufzeiten verschoben, was den Vorteile mit sich bringt, dass sich Zinsänderungen tendenziell langsamer auf die Belastung der Kreditnehmer auswirken sollten als noch vor einigen Jahren. Variabel verzinsten Kredite oder Kredite mit sehr kurzer Laufzeit sind in Deutschland nicht verbreitet und befinden sich auf dem Rückzug. Im Jahr 2019 machten sie lediglich ca. 10% des Kreditvolumens aus. Privathaushalte lassen sich scheinbar trotz niedriger Immobilienkredite nicht dazu verleiten, günstige kurzlaufende Kredite abzuschließen und auf eine möglicherweise noch günstigere Anschlussfinanzierung zu hoffen. Stattdessen scheinen die Verbraucher geneigt zu sein, sich die auch im längeren Laufzeitenbereich niedrigen Kreditzinsen einzuloggen.

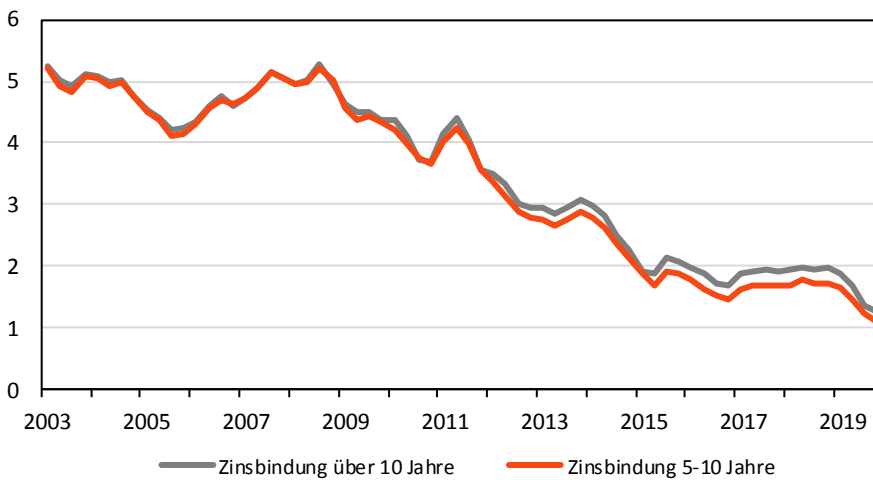
...und wählen eine lange Zinsbindungsdauer.

Ein Hinweis auf eine markante Überbewertung am Wohnimmobilienmarkt liefert ebensowenig der Vergleich von Mietkosten und den Kosten, die Eigentümer aufbringen müssen. Berechnungen des Instituts des deutschen Wirtschaft (IW) zufolge waren die Kosten von Selbstnutzern Ende 2018 17%-40% geringer als die Kosten von Mietern. Laut einer regionale Auswertung des IW war in 94% der deutschen Kreise und kreisfreien Städte Wohnen im Eigentum günstiger als

Niedrige Selbstnutzerkosten deuten ebenfalls nicht auf eine Überbewertung hin.

Mieten. Dies würde für einen anhaltenden Anstieg der Immobilienpreise sprechen. Wesentlicher Grund für die Vorteilhaftigkeit für Wohneigentum sind die sehr niedrigen Kreditzinsen. Während der europäischen Staatsschulden-Krise hat die Europäische Zentralbank zur Stützung der Konjunktur die Leitzinsen auf einen historischen Tiefstand gesenkt. Obwohl die europäischen Volkswirtschaften in den vergangenen Jahren mehrheitlich robuste Wachstumsraten verzeichneten, hat die EZB den Hauptrefinanzierungssatz seitdem auf null Prozent belassen. Die Effektivzinsen für Wohnungsbaukredite sind in diesem Zuge von über 5% in den Jahren 2007 und 2008 auf knapp über 1% gesunken.

Schaubild 8: Effektivzinssätze für Wohnungsbaukredite an Privathaushalte (in %)



Quelle: Deutsche Bundesbank, eigene Darstellung

**Hinweise auf eine signifikante Überbewertung oder spekulative Blase auf dem Markt für deutsche Wohnimmobilien liefern weder das Verhältnis von Angebot und Nachfrage, noch die Finanzierungssituation, noch der Vergleich von Mietkosten und Selbstnutzungskosten. Stattdessen scheinen vor allem fundamentale Faktoren wie gesunkene Zinsen, geringe Bautätigkeit im Verhältnis zur Bevölkerungsentwicklung, die gesunde Wirtschaftsentwicklung und höhere Einkommen für die Preissteigerungen verantwortlich zu sein. Allerdings könnten die in dem Kapitel betrachteten aggregierten Daten für Deutschland Überbewertungen in einzelnen Regionen oder Städten verdecken.**

### 3. Wie wird sich die Corona-Pandemie auf den Immobilienmarkt auswirken?

Das Coronavirus und die zu dessen Bekämpfung ergriffenen Maßnahmen hatten gravierende gesellschaftliche Auswirkungen und haben zu enormen wirtschaftlichen Schäden geführt. Deutschland (und viele andere Staaten) befinden sich mitten in der schwersten Rezession der Nachkriegsgeschichte. Die Immobilienwirtschaft wurde von den Kontaktbeschränkungen unmittelbar betroffen, da Ämter und Notariate geschlossen und Besichtigungstermine nur noch schwer umsetzbar waren. Daher dürften die Immobilientransaktionen für

Corona-Krise hat zu einem Wirtschaftseinbruch geführt.



mehrere Wochen praktisch zum Erliegen gekommen sein. Die Immobiliendaten zum ersten Quartal 2020 spiegeln dies jedoch kaum wider, auch da die Quarantänemaßnahmen erst im Laufe des März implementiert wurden. Die Preise setzten in den ersten drei Monaten des Jahres die Entwicklung der vergangenen Jahre fort. Allerdings reagiert der Immobilienmarkt typischerweise träge auf sich ändernde Rahmenbedingungen (vor allem verglichen mit dem Anleihe- oder Aktienmarkt). Zwischen Besichtigung einer Immobilie, dem Verhandlungsprozess und dem abschließenden Kauf kann ein Zeitraum von mehreren Wochen liegen.

Die Auswirkungen der Corona-Krise auf den Immobilienmarkt hängen stark mit dem weiteren Pandemieverlauf zusammen. Erhebliche Unsicherheit besteht nicht nur in Bezug auf den Infektionsverlauf (mögliche weitere Infektionswellen), sondern auch in Bezug auf die wirtschaftlichen Folgen des Shutdowns. Wir halten es jedoch für wahrscheinlich, dass das zweite Quartal den negativen Höhepunkt der Virus-Krise dargestellt hat. In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich die Wirtschaft erholen und dank Nachholeffekten dürfte das BIP dann überdurchschnittlich stark zulegen. Dennoch wird die deutsche Wirtschaftsleistung 2020 deutlich unter dem noch zum Jahresanfang prognostizierten Niveau zurückbleiben. Die Europäische Kommission rechnet beispielsweise für das Gesamtjahr mit einem Einbruch der Wirtschaftsleistung um 6,5%.

Kurzfristig belastet die Unsicherheit zur weiteren Entwicklung der Volkswirtschaft, zur Arbeitsplatzsicherheit und zu den Einkommen die Nachfrage nach Wohneigentum und könnte einen temporären Preisrückgang bewirken. Haushalte dürften inmitten einer schweren Wirtschaftskrise größere Anschaffung wie den Kauf einer Immobilie zurückstellen. Mittelfristig könnten die Erfahrungen während der Krise – wie beispielsweise die hohen Schwankungen am Aktien- und Anleihemarkt – die Attraktivität von wertbeständigen Kapitalanlagen aber sogar steigern. Zumindest haben andere Safe Haven-Anlagen wie Gold und der Schweizer Franken seit Ausbruch der Krise starke Zuflüsse erfahren. Die Feinunze Gold verteuerte sich seit Jahresbeginn von 1.522 US-Dollar auf über 1.700 US-Dollar Mitte Mai, der Schweizer Franken wertete von 1,085 Franken je Euro Anfang Januar auf 1,052 Franken Mitte Mai auf.

Neben den Präferenzen in Bezug auf die Wertbeständigkeit von Anlageklassen hängt die Nachfrage nach Immobilien (und damit die Preisentwicklung) vor allem von der Entwicklung der verfügbaren Einkommen, der Zinsen und der Bevölkerungsentwicklung ab. Die verfügbaren Einkommen dürften unter dem Rückgang der Wirtschaftsleistung leiden. Bedingt durch Kurzarbeit, Arbeitslosigkeit und Insolvenzen (vor allem in der Gastronomie sowie im Einzelhandel) gehen die Einkommen zurück und stellen ein Hemmnis für den Immobilienkauf dar. Ein Vergleich mit der Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 legt jedoch nahe, dass die verfügbaren Einkommen deutlich weniger stark zurückgehen werden als die Wirtschaftsleistung. Das nominale BIP ist während der damaligen Krise um 5,5% abgesackt, während das verfügbare Einkommen der Haushalte lediglich um etwas weniger als 2% zurückging (siehe Schaubild 9). Die Rezession ist nun zwar deutlich stärker ausgeprägt als vor elf Jahren, aber die wirtschaftliche Erholung dürfte unterstützt durch die Geld- und Fiskalpolitik rascher einsetzen. Insbesondere das in der Finanzkrise bewährte und von der Politik nun erneut eingesetzte Instrument der Kurzarbeit dürfte eine Entlassungswelle verhindern. Die Einkommensverluste sollten sich daher in der Corona-Krise in Grenzen halten und weder größer ausfallen noch länger anhalten

Wir rechnen mit einer wirtschaftlichen Erholung im zweiten Halbjahr.

Kurzfristig belastet die Unsicherheit die Immobiliennachfrage.

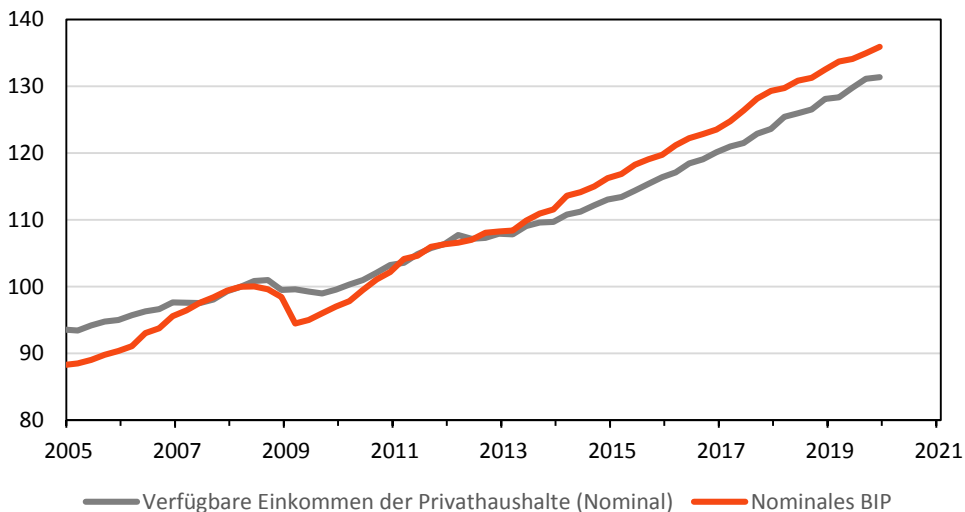
Mittelfristig könnten Immobilien als Safe Haven-Anlagen profitieren.

Verfügbare Einkommen sollten weniger stark fallen als BIP...

...sodass der Einfluss auf die Immobilien-nachfrage und -preise überschaubar bleiben sollte.

als in der letzten Krise, sodass der Einfluss auf die Immobiliennachfrage und -preise überschaubar sein sollte.

Schaubild 9: Entwicklung der verfügbaren Einkommen und des BIPs (Indexiert)



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Während von den verfügbaren Einkommen ein dämpfender aber überschaubarer Einfluss auf die Nachfrage nach Wohneigentum ausgehen dürfte, wird diese durch anhaltend niedrige Zinsen unterstützt. Die von der EZB getroffenen Maßnahmen zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie werden u.E. zur einer Verfestigung der Niedrigzinsumfeld führen. Selbst wenn sich die Notenbankpolitik allmählich aus dem Krisenmodus verabschiedet, werden zuerst die Anleihekäufe eingestellt und erst in einem weiteren Schritt werden die Leitzinsen angehoben. Diese Vorgehensweise hat die EZB zumindest in Aussicht gestellt. Die europäische Geldpolitik hängt (in Nicht-Krisen-Zeiten) maßgeblich von der Entwicklung der Inflationsrate ab und angesichts nicht vollständig ausgelasteter Produktionskapazitäten ist ein Anziehen der Inflation in Richtung des Inflationsziel der EZB von knapp unter zwei Prozent momentan sehr unwahrscheinlich. Mit einer Normalisierung der Geldpolitik und wieder höheren Zinsen ist daher auf absehbare Zeit nicht zu rechnen, was sowohl die Finanzierbarkeit von Immobilieninvestments als auch deren Attraktivität gegenüber festverzinslichen Anleihen unterstützt.

Anhaltend niedrige Zinsen...

Ein wichtiger Faktor für die Wohnraumnachfrage ist die Bevölkerungsentwicklung, die mittelfristig vor allem durch den Wanderungssaldo mit dem Ausland beeinflusst wird. Die natürliche Bevölkerungsentwicklung ist seit Jahrzehnten negativ. 2018 überstieg die Zahl der Gestorbenen die Zahl der Geborenen um 167.000. Die Nettozuwanderung lag dagegen bei etwa 400.000 und kompensierte die negative natürliche Bevölkerungsentwicklung. Grenzsicherungen auf dem Höhepunkt der Infektionswelle haben dazu geführt, dass die Wanderungsbewegungen temporär unterbunden wurden. Mit einer Öffnung der Grenzen dürfte allerdings auch die Zuwanderung wieder zunehmen und die Wohnraumnachfrage stützen. Es zeichnet sich ab, dass Deutschland verglichen mit europäischen Nachbarländern gut durch die Krise gekommen ist, sodass sich

...Zuwanderung...

das Arbeitsmarktumfeld als Zuwanderungsmagnet erweisen könnte. Zumindest die Erfahrung aus der Eurokrise deutet auf einen Anstieg der Zuwanderung hin.

Die Angebotsseite wird in erster Linie durch die Bautätigkeit bestimmt, die vor allem kurzfristig unter der Corona-Pandemie leidet. Geschlossene Grenzen führen zu Engpässen bei Baumaterialien, Ersatzteilen für Maschinen sowie ausländischem Personal, sodass die Zahl der fertiggestellten Wohnungen in diesem Jahr erheblich unter den ca. 285.000 des Jahres 2018 liegen wird. Aufgrund des hohen Auslastungsgrads des Bausektors ist es unwahrscheinlich, dass der Rückgang der Fertigstellungen in den kommenden Jahren vollständig nachgeholt wird. Die daraus resultierende geringere Zahl von Fertigstellungen stützt neben den anhaltend niedrigen Zinsen und einer vermutlich anhaltenden Zuwanderung mittelfristig die Immobilienpreise.

...und gehemmte  
Bautätigkeit deuten  
auf mittelfristig  
steigende  
Immobilienpreise hin.

**Die Unsicherheiten in Bezug auf den weiteren Verlauf der Corona-Pandemie und deren wirtschaftlichen Folgen sind groß. Zum jetzigen Zeitpunkt halten wir eine konjunkturelle Erholung ab dem zweiten Halbjahr für wahrscheinlich, sodass ein massenhafter Anstieg der Arbeitslosigkeit vermieden werden kann und die verfügbaren Einkommen der Privathaushalte nicht dauerhaft nennenswert sinken werden. Ein Preisrückgang bei Wohnimmobilien ist angesichts der hohen Verunsicherung während eines historischen Wirtschaftseinbruchs und angesichts der starken Preissteigerungen der vergangenen Jahre vor allem in den Großstädten temporär möglich. Der coronabedingte mittelfristige Einfluss auf die Immobilienpreise sollte sich aber in Grenzen halten. Stützend wirken vor allem anhaltend niedrigen Zinsen, die in der Tendenz eher steigende Bevölkerung und eine verhaltende Bautätigkeit.**

In einem negativen Szenario besteht allerdings die Gefahr, dass die deutsche Wirtschaft allen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen zum Trotz nicht so schnell wieder anspringt und sich die Arbeitsmarktbedingungen stark verschlechtern. Eine höhere Arbeitslosenquote und schlechtere Einkommensaussichten könnten Privatpersonen davon abbringen Immobilien zu kaufen. Andere Haushalte könnten gezwungen sein, ihre Immobilie zu verkaufen, da sie Kredite nicht bedienen könnten. Einen länger andauernden und signifikanten Rückgang der nominalen Immobilienpreise hat es zwar in Deutschland in den vergangenen fünf Jahrzehnten nicht gegeben, wäre aber bei einer schwerschwiegenden und anhaltenden Konjunkturschwäche wahrscheinlich.

## 4. Fazit

Seit einem Jahrzehnt boomt der deutsche Immobilienmarkt und hatte dynamische Preissteigerungen vor allem in den deutschen Großstädten zur Folge. Die Corona-Pandemie könnte dem Boom unterbrechen und temporär einen Preisrückgang vor allem in den Großstädten bewirken. Ein flächendeckender Preissturz ist jedoch unwahrscheinlich, da sich die Immobilienpreise nicht von den fundamentalen Faktoren abgekoppelt haben. Hinweise auf eine signifikante Überbewertung oder spekulative Blase liefern weder das Verhältnis von Angebot und Nachfrage, noch die Finanzierungssituation, noch der Vergleich von Mietkosten und Selbstnutzungskosten. Mittelfristig rechnen wir nicht mit einem

nennenswerten Einfluss der Corona-Pandemie auf die Preise, da sich die positiven Faktoren (niedrige Zinsen, Flucht in Sicherheit, Bevölkerungszuwachs) und die negativen Faktoren (schwächeres Wirtschaftswachstum, etwas niedrigere Einkommen) größtenteils gegenseitig aufheben. Allerdings gehen wir in unserem konjunkturellen Hauptszenario nicht von einer lange anhaltenden Wirtschaftsschwäche mit hoher Arbeitslosigkeit und Einkommenseinbußen aus. Stattdessen erwarten wir eine Erholung in den kommenden Quartalen. Je stärker die negativen Konsequenzen auf den Arbeitsmarkt ausfallen, desto negativer wäre die Entwicklung der Preise.

Von diesem erwarteten bundesdeutschen Trend kann die Entwicklung einzelner Regionen oder Städte abweichen. So könnten strukturellen Veränderungen, die durch die Corona-Krise verstärkt werden, in einzelnen Regionen zu erhöhter Arbeitslosigkeit und sinkender Kaufkraft führen und sich nachteilig auf die Immobilienpreise auswirken. Die Gefahr von Preisrückgängen ist dabei in den Top 7-Städten höher, da sich die Preise dort in den vergangenen Jahren besonders dynamisch entwickelt haben.