

**PESSIMISMUS IST ANGESAGT – ZU RECHT?**

**Eine nüchterne Abwägung Zur Lage der Immobilienmärkte**

**Reiner Braun**

Mai 2004  
empirica paper Nr. 94  
<http://www.empirica-institut.de/kufa/empi094rb.pdf>

**Hintergrund**

Die Immobilienmärkte verhalten sich gegenwärtig nicht „nach Plan“. Es herrscht Krisenstimmung. Die Investoren achten weniger auf die künftige Entwicklung der Nachfrage und mehr auf stagnierende oder gar fallende Preise. Banken pochen auf Sicherheiten. Die Geschichte der Immobilienmärkte lehrt jedoch: die aktuelle Marktsituation - ob Krise oder Euphorie - wird oft unreflektiert in die Zukunft fortgeschrieben. Die Erwartungen sind nicht rational. Ausklingende Krisen sind deswegen häufig durch ein Übermaß an Zurückhaltung charakterisiert. Umgekehrt sind zyklische Exzesse wahrscheinlicher, wenn länger keine Krisen aufgetreten sind. Ursache für diese Schweinezyklen sind Marktunvollkommenheiten, sie werden verstärkt durch Politikeingriffe. Aber auch der typische Investor ist kein homo oeconomicus: oft erkennt er die wahren Knappheiten zu spät.

**Marktunvollkommenheiten: Bewertungs- und Informationsdefizite**

Die Marktteilnehmer orientieren sich an der vergangenen Preisentwicklung. Diese Statistik liefert jedoch falsche Signale. Denn es vergeht viel Zeit, bis aufkeimendes Wachstum nachfragewirksam wird und die Preise reagieren. Makler und Researcher benötigen weitere Wochen oder Monate zur Messung und Verkündung solcher Trendwenden. Preiserwartungen, die sich an der Vergangenheit orientieren, mindern aber die Investitionsfreude in einer ausklingenden Krise. Dieser Effekt wird verstärkt durch marktimmanente Informationsdefizite. Denn eine erfolgreiche Vermarktung hängt von der unbekanntem Menge und Qualität des zukünftigen Angebots an Konkurrenzobjekten ab.

Auch die Immobilienbewertungen der Banken orientieren sich an der vergangenen Preisentwicklung. Gleichzeitig drängt die Bankenaufsicht gerade gegen Ende der Krise auf Abschreibung von Immobilienvermögen und -krediten und steigen die Leerstände. In der Folge sind die Banken bei der Beleihung übervorsichtig. Durch diese Fehleinschätzung wird der Beginn eines Umschwungs weiter hinaus gezögert.

Verstärkt wird diese Labilität auch durch Herdenverhalten und der gemeinsamen Angst vor einer „neuen Welt stagnierender Märkte“. Solche Phänomene bremsen die Investoren selbst bei attraktiven Investitionsmöglichkeiten gegen Ende der Krise. Am Büromarkt steckt den Investoren noch in den Knochen, dass sich der Leerstand in den Metropolen schon erhöht hat als die Nachfrage noch kräftig stieg. Auf dem westdeutschen Wohnungsmarkt befürchtet man infolge der demographischen Verwerfungen eine Parallele zum „Leerstand Ost“.

### **Politikeingriffe als exogener Verstärker von Zyklen**

Die gegenwärtige Immobilienkrise wird auch wieder durch politische Eingriffe verstärkt. So schrecken der einseitige Ausbau des Kündigungsschutzes oder die (Debatten um eine) höhere Besteuerung vermieteter Wohnimmobilien potentielle Investoren ab. Erst wenn die Mieten ein höheres Referenzniveau erreicht haben und die marktüblichen Renditen wieder zu realisieren sind, wird das Angebot merklich reagieren. Im Ergebnis werden zukünftige Zyklen durch heutige Staatseingriffe verschärft.

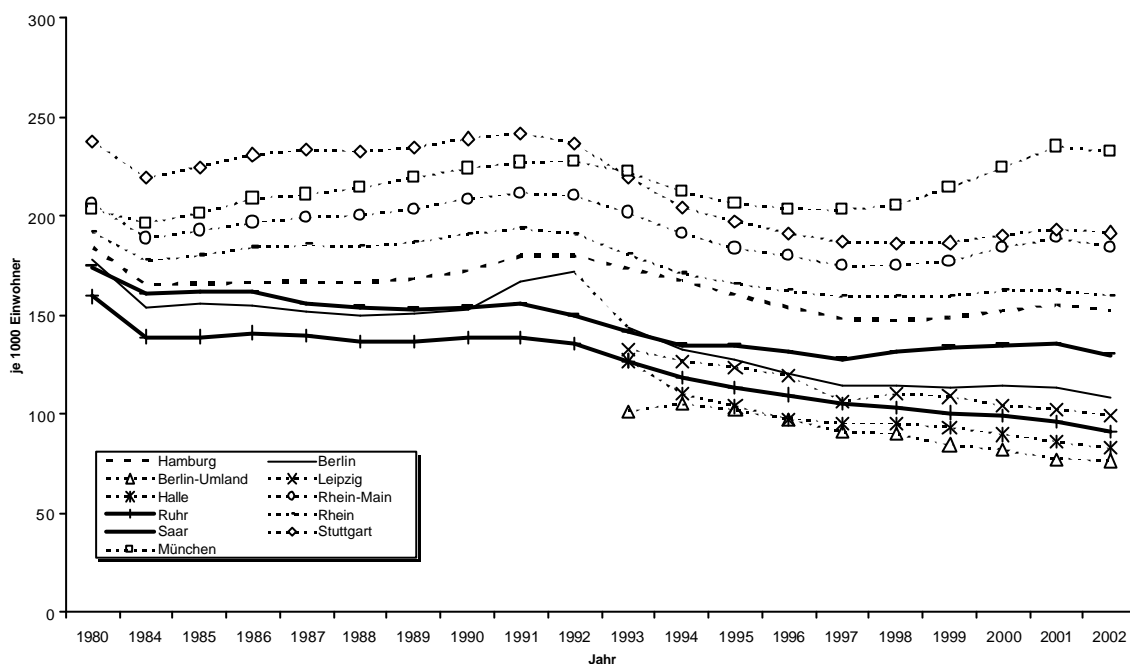
Auch der gewerbliche Immobiliensektor bleibt nicht unberührt von politischen Einflüssen. Insbesondere die neuen Basler Eigenkapitalrichtlinien (Basel II) sorgen für zusätzliche Zurückhaltung bei der Beleihung. Allerdings handelt es sich hierbei – im Unterschied zu den Staatseingriffen im Wohnungsmarkt – nicht um ein strukturelles Problem. Vielmehr wird Basel II schon in naher Zukunft die Markttransparenz erhöhen, weil flächendeckend Informationssysteme aufgebaut werden, die effizientere Preisprognosen ermöglichen. Darüber hinaus erfährt das bisherige Stiefkind der Forderungsverbriefung einen Pusch. Das ist gut, weil dadurch das Wachhund-Prinzip zum tragen kommt: eine bessere Handelbarkeit von Kreditforderungen ermöglicht eine kontinuierlichere Immobilienbewertung und eine effizientere Verarbeitung von Preissignalen.

### **Optimisten kennen die wahren Knappheiten**

Gegen den allgemeinen Zukunftspessimismus kann eine Gegenthese aufgestellt werden: Büros werden auch in der Zukunft noch gebraucht. Aber nicht überall. Die Nachfrage steigt nur dort, wo regionales Wachstum möglich ist. Nachhaltiges Wachstum erreicht man aber nicht durch mehr Friseure oder Metzger. Wachstum braucht handelbare Güter und Dienstleistungen. Erst die Produktion von Maschinen oder Software für überregionale Märkte kann zusätzliche Kaufkraft lokal binden. Untersuchungen

verschiedener westdeutscher Regionen von empirica offenbaren dabei enorme regionale Unterschiede. An der Spitze steht die Region München, der mit großem Abstand die Regionen Stuttgart, Rheinland, Rhein-Main und Hamburg folgen. Aber Vorsicht: es gilt, die unentdeckten Perlen zu finden. Die Attraktivität von München pfeifen die Spatzen von den Dächern. Interessanter sind Regionen, die sich von unten dem Mittelfeld nähern. Zu diesen unterschätzten Märkten gehört die Region Köln, aber auch das Saarland. Dort hat man es geschafft, sich von anderen Nachzüglern wie Berlin oder dem Ruhrgebiet abzusetzen.

**Abbildung 1: Beschäftigte im überregionalen Sektor, 1980-2002**  
ohne Gebietskörperschaften und Bildung



Berlin bis 1992 nur West-Teil

**Quelle:** eigene Berechnungen aus SVP-Beschäftigtenstatistik

Im übrigen werden attraktive Standorte auch nicht unter dem demographischen Wandel leiden. Dies gilt umso mehr, weil uns eben dieser Wandel zu längeren Lebensarbeitszeiten zwingt: Allein eine Erhöhung des mittleren Renteneintrittsalters um 2 Jahre würde die Zahl der Erwerbsfähigen kommender Jahrzehnte um über zwei Millionen erhöhen. Da fast die Hälfte aller Erwerbstätigen in Büros beschäftigt ist, verbirgt sich dahinter ein Potential von rund einer Million zusätzlicher Büroarbeitsplätze.

Was für den Büromarkt gilt, gilt nicht gleichermaßen für den Mietwohnungsmarkt. Weder steigt die Nachfrage nach Mietwohnungen automatisch mit dem Einkommen noch ist der Neubau von Mietwohnungen dort höher, wo mehr verdient wird. Denn der Trend zum Eigenheim ist ungebrochen. Der Neubau von Ein- und Zweifamilienhäusern hängt aber mehr vom Angebot im Bestand als von der Einkommenshöhe ab. So hält Mecklenburg-Vorpommern mit 2,9 Einfamilienhäusern pro Tausend Ein-

wohnern bundesweit den Neubaurekord. In Ostdeutschland kann man schon heute beobachten, dass trotz leer stehender Mietwohnungen fleißig Eigenheime produziert werden.

Trotz dieser düsteren Aussichten für den Mietwohnungsbau schimmert Hoffnung am Horizont: bereits heute liegt das Neubauniveau unter dem Trendwachstum der Flächennachfrage. Spätestens wenn die Konjunktur früher oder später wieder anspringt, wird die Mietwohnungsnachfrage vor allem in den dynamisch wachsenden Regionen kräftig und schlagartig ansteigen. Denn im Unterschied zum Büro- bau hat der Mietwohnungsbau auf die in München oder Köln offensichtlich zunehmenden Knappheiten noch nicht reagiert.

### **Fazit**

Der alte Leitspruch „Lage, Lage, Lage“ muss künftig um den Hinweis „Region, Region, Region“ ergänzt werden. Wohnungs- und Büromärkte werden sich immer weiter differenzieren: Neubau für anspruchsvolle und spezialisierte (altengerechte) Nachfrager wird auch in Jahrzehnten noch gefragt sein, einfache Bauweisen in schrumpfenden Regionen fallen dagegen aus dem Markt. Diese Auffächerung der Bauformen wird sich auch in den Mieten und damit in den Wertsteigerungen niederschlagen. Pessimistisch muss nur sein, wer die wahren Knappheiten nicht rechtzeitig erkennt. Die Rentabilität über- durchschnittlichen Wissens steigt.