

Drittmittelfinanzierte  
Expertisen



# IW-Gutachten

## Preiseffekte im Wohnungs- markt aufgrund der Covid-19 Pandemie

Christian Oberst / Michael Voigtländer

Auftraggeber: Deutsche Reihenhaus AG

Poller Kirchweg 99

51105 Köln

Köln, 19.04.2020

**Kontakt Daten Ansprechpartner**

Prof. Dr. Michael Voigtländer

+49 (0)221 / 4981 - 741

voigtlaender@iwkoeln.de

Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Postfach 10 19 42

50459 Köln

**Inhaltsverzeichnis**

<b>Zusammenfassung</b>	<b>4</b>
<b>1 Hintergrund</b>	<b>5</b>
<b>2 Bestimmungsgründe für Wohnungspreise</b>	<b>6</b>
<b>3 Gibt es im Wohnungsmarkt eine spekulative Blase?</b>	<b>7</b>
<b>4 Zum Zusammenhang von BIP und Mieten</b>	<b>9</b>
<b>5 Ein finanzmathematischer Ansatz zur Bestimmung der Preiseffekte</b>	<b>14</b>
<b>6 Schlussfolgerungen</b>	<b>20</b>
<b>Anhang</b>	<b>22</b>
<b>Literatur</b>	<b>23</b>
<b>Abstract</b>	<b>25</b>
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>26</b>

**JEL-Klassifikation:**

E66 - Allgemeine Wirtschaftslage und Perspektive

G12 - Preisbildung am Kapitalmarkt, Asset pricing

R31 - Wohnungsangebot und -markt

## Zusammenfassung

Die Covid-19 Pandemie hat gravierende Auswirkungen auf das gesellschaftliche Leben und die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland. In diesem Gutachten wird versucht, eine erste empirisch fundierte Einschätzung zu den Folgen für den Wohnimmobilienmarkt zu geben. Der Preis einer Immobilie entspricht den diskontierten Mieterträgen. Daher sind für die Bestimmung des Preises Erwartungen hinsichtlich der künftigen Mieten, der Risikoprämie und der Zinsen erforderlich. Im Falle von bereits vorher zu optimistischen Erwartungen (spekulative Blase) sollten die Preise nun angesichts des volkswirtschaftlichen Schocks einbrechen. Wie jedoch anhand der Indikatoren Bautätigkeit, Kreditvergabe und kalkulatorische Wohnnutzerkosten gezeigt wird, sind solche spekulativen Übertreibungen am deutschen Wohnungsmarkt bisher nicht zu erkennen. Die jetzt anstehende Wirtschaftskrise wirkt allerdings auf alle drei Einflussfaktoren. Eine relevante Reduktion des Mietniveaus erscheint jedoch unwahrscheinlich, wie etwa die Erfahrung der vergangenen Wirtschaftskrise gezeigt hat. Ausgehend von möglichen Insolvenzen und vermehrter Arbeitslosigkeit dürften aber die zukünftigen Mietpreiserwartungen vermindert werden, weil den Haushalten insgesamt weniger Einkommen zur Verfügung steht. Dies könnte sich tendenziell negativ auf die Wohnungspreise auswirken. Auch die Unsicherheit wächst, was die Risikoprämie steigen lässt und ebenfalls die Kaufpreise belastet. Als Benchmark für die Größenordnung des wirtschaftlichen Schocks werden die Auswirkungen der Finanzkrise gewählt. Jedoch ist es möglich, dass die langfristigen Zinsen noch weiter fallen. Schließlich erhöht die EZB ihre Anleihenkäufe deutlich, außerdem haben vergangene Pandemien zu einem Anstieg der Ersparnisbildung beigetragen. In der Kombination dieser Effekte ist für Deutschlands Wohnimmobilienmarkt mit leichten Preisreduktionen oder sogar einer Seitwärtsbewegung zurechnen.

## 1 Hintergrund

Die Covid-19 Pandemie hat gravierende Auswirkungen auf das gesellschaftliche Leben und die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland. Die Produktion steht an vielen Stellen still, Einzelhandelsgeschäfte und Tourismusbetriebe dürfen nicht öffnen und in der Gastronomie gibt es starke Einschränkungen. Auch viele Industrieanlagen stehen still. Nach Schätzungen des ifo Instituts könnte das BIP im Jahr 2020 um bis zu 20 Prozent sinken im Vergleich zum Vorjahr – je nachdem, wie lange Kontaktverbote und andere Einschränkungen gelten (vgl. Dorn et al., 2020).

Von dieser gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sind natürlich auch die Wohnungsmärkte betroffen. Sinkt die wirtschaftliche Leistung, gemessen in Bruttoinlandsprodukt (BIP), geht dies einher mit Einkommensverlusten, was sich negativ auf die Preise auswirken sollte. Die Unsicherheiten über weitere Verläufe der Pandemie, die Einschränkungen und deren wirtschaftliche Folgen sind noch sehr groß, dennoch wird im Folgenden versucht, die Auswirkungen auf die Preisentwicklung der Wohnungsmärkte abzuschätzen. Die Analyse ist nicht gemeint als Prognose, sondern es handelt sich vielmehr um einen empirisch gestützten Diskussionsbeitrag plausibler Auswirkungen.

Insgesamt ist davon auszugehen, dass der Wohnungsmarktsektor besser durch die Krise kommt als andere Vermögenswerte. Dafür sprechen unter anderem die kurz- und mittelfristige Stabilität der Mieten und die Zinsentwicklung.

Der Beitrag ist wie folgt aufgebaut. In einem ersten Schritt wird aus theoretischer Sicht analysiert, welche Faktoren auf Preise im Wohnungsmarkt wirken. Daran anschließend wird diskutiert, ob es im Wohnungsmarkt vor der Covid-19 Pandemie eine spekulative Blase gab – die Antwort auf diese Frage ist sehr wichtig im Hinblick auf die Abschätzung möglicher Preiseffekte. Im Anschluss wird der Zusammenhang zwischen dem BIP als Maß für wirtschaftliche Leistung und den regionalen Mieten ökonometrisch getestet. Darauf aufbauend wird dann auf Basis finanzmathematischer Überlegungen gezeigt, wie sich Preise ändern könnten. Der Beitrag endet mit einigen Schlussfolgerungen.

## 2 Bestimmungsgründe für Wohnungspreise

Aus Sicht eines Investors erwirbt man mit dem Kauf einer Immobilie einen Cashflow, also einen künftigen Zahlungsstrom. Vermieter erzielen Mieteinnahmen über die Laufzeit der Immobilie, hiervon müssen sie die Kosten der Bewirtschaftung abziehen. Da dieser Cashflow künftig anfällt, muss er auf den heutigen Tag abgezinst (diskontiert) werden, um den Gegenwartswert zu bestimmen. Somit entspricht die Summe der künftigen diskontierten Mieterträge dem heutigen Wert einer Immobilie (vgl. DiPasquale/Wheaton, 1996). Mathematisch sieht dies wie folgt aus:

$$\text{Immobilienwert} = \sum_0^n \frac{\text{Nettomiete} * (1 + m)^n}{(1 + r + p)^n}$$

mit m=Mietsteigerungsrate; r= sicherer Zins; p=Risikoprämie; n=Nutzungsdauer Immobilie

Der Diskontfaktor setzt sich dabei zusammen aus dem sicheren Zins und einer Risikoprämie, die die Volatilität der Erträge widerspiegelt. So steigt die Risikoprämie etwa mit einer höheren Leerstandswahrscheinlichkeit oder einer geringen Liquidität im Markt (Gefahr fehlender Käufer).

So stringent sich damit die Einflussfaktoren für den Immobilienpreis folgern lassen, so groß sind die Schwierigkeiten, diesen praktisch abzuleiten. Schließlich sind die meisten Werte zukünftig und damit unsicher, zum Beispiel die Mietsteigerungsrate, die sich je nach Marktsituation und demografischen Trends (Konzentrations- vs. Dekonzentrationsphasen) über die Zeit je nach Region deutlich verändern kann. Unsicher sind natürlich auch die langfristige Zinsentwicklung ebenso wie die langfristige Entwicklung der Risiken. Selbst die Nutzungsdauer unterliegt deutlichen Unsicherheiten. Wer also den Preis einer Immobilie bestimmen möchte, muss eine Vorstellung über die Entwicklung der Mieten und der Zinsen über einen Zeitraum von rund 40 Jahren und mehr haben – eine Überforderung für alle Akteure, inklusive professioneller Prognostiker.

Letztlich hängt der Preis einer Immobilie damit von Erwartungen ab, ebenso wie der Preis einer Aktie. Anders als Aktien, bei denen im Zähler die Gewinne des jeweiligen Unternehmens stehen, stellen bei Immobilien die Mieten einen gewissen Anker dar, und die Mieten schwanken deutlich weniger als Gewinne. Doch auch Mietsteigerungsraten können regional und lokal sowie nach Gebäudetypen sehr unterschiedlich sein, weshalb die Mietpreisentwicklungen schwanken können. Hinzu kommt, dass außerdem Zinsen und Risikoprämien über die Zeit variieren können.

Die Abhängigkeit der Wertbestimmung von Erwartungen stellt schon in wirtschaftlich normalen Zeiten eine Herausforderung für die Ableitung der Zahlungsbereitschaft dar, im Fall von Krisen, aber auch im Fall von sehr überraschenden positiven Entwicklungen, ist eine rationale Preisermittlung noch schwieriger. Jegliche Art von Innovationen stellt eine besondere Herausforderung in Vermögenmärkten dar, und entsprechend kann es gerade kurzfristig zu Fehlbewertungen kommen (vgl. Shiller, 2015).

Vor diesem Hintergrund muss jeder Einschätzung der Preiseffekte der aktuellen Covid-19 Pandemie mit entsprechender Demut begegnet werden. Letztlich hängt der Preiseffekt von den Erwartungen der Marktteilnehmer ab, und diese Erwartungen können sich gerade in

Krisenzeiten schnell und deutlich verändern, wobei auch Überschießungsphänomene nicht selten sind (vgl. Zeira, 1999). Wichtig für die Frage der aktuellen Preiseffekte ist aber, ob die Erwartungen vor der Krise bereits als überzogen angesehen werden müssen, oder ob sie als angemessen bewertet werden können. Somit stellt sich die Frage, ob im Wohnungsmarkt bereits eine spekulative Blase vorgelegen hat, die jetzt platzen könnte.

### 3 Gibt es im Wohnungsmarkt eine spekulative Blase?

Die Diskussion um eine mögliche spekulative Blase im Wohnungsmarkt hat den Preisboom in Deutschland von Anfang an begleitet. Bereits im Jahr 2012 bezog das IW hierzu erstmals Stellung (Henger et al., 2012). Im Jahr 2017 verkündete Harald Simons, dass „die Party zu Ende ist“ (vgl. Kersting/Wiktorin, 2017). Im so genannten Frühjahrsgutachten des ZIA (Feld et al., 2017) wurde damals entsprechend eine scharfe Korrektur der Preise in Großstädten wie München oder Berlin vorhergesagt – der Preiseinbruch blieb aber bis heute aus. Auch die Bundesbank (Deutsche Bundesbank, 2020) verweist gerne auf potenzielle Überbewertungen im Wohnungsmarkt von 10 Prozent und mehr, ist aber bezüglich der Möglichkeit einer spekulativen Blase sehr viel defensiver.

Eine spekulative Blase ist nach Stiglitz (1990) wie folgt definiert: „If the reason that the price is high today is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow – when ‘fundamental’ factors do not seem to justify such a price – then a bubble exists.“ Eine spekulative Blase ist also dadurch gekennzeichnet, dass Menschen nur noch deswegen Immobilien kaufen, weil sie an weitere Preissteigerungen glauben, diese aber fundamental nicht gerechtfertigt sind. Eine spekulative Blase ist in diesem Sinne das Resultat eines überbordenden Optimismus, also von überzogenen Erwartungen (Shiller, 2007). Eine Krise wie die Covid-19 Pandemie würde diesen überzogenen Optimismus revidieren, und in der Konsequenz könnte eine scharfe Preiskorrektur drohen.

Einen solchen überbordenden Optimismus zu erkennen ist schwierig, aber es gibt einige typische Anzeichen für eine spekulative Blase.

Erstens steigt die Bautätigkeit rasant an und über den Bedarf hinaus. Angezogen von den starken Preiszuwächsen investieren mehr und mehr Investoren in den Neubau von Immobilien. Dadurch entsteht ein Überangebot, das letztlich zu einem Einbruch der Preise führt. Dies konnte etwa in Deutschland nach der Wiedervereinigung beobachtet werden, als allein 1994 rund 600.000 Wohnungen in Deutschland fertiggestellt wurden.

Zweitens wird eine spekulative Blase häufig durch eine exzessive Kreditvergabe begleitet. Wer von weiter steigenden Preisen ausgeht, möchte mehr investieren, braucht dazu aber zusätzliche Kredite. Darüber hinaus sind steigende Verschuldungsquoten (Fremdkapital in Relation zu Immobilienpreisen) zu beobachten, um mit dem verfügbaren Eigenkapital mehr Immobilien kaufen zu können und um vom Leverage-Effekt zu profitieren. Außerdem sinkt die Tilgungsquote, da Immobilien gerade nicht langfristig gehalten, sondern kurzfristig wiederverkauft werden



sollen. Eine expansive Kreditvergabe war etwa in Irland, aber auch den USA ein Auslöser für die Immobilienkrise 2007/08 (Kiff/Mills, 2007).

Drittens fallen die Kosten von Selbstnutzern und Mietern auseinander. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass sich die Kosten von Mietern und Selbstnutzern langfristig entsprechen, schließlich würden sich Menschen, die umziehen, tendenziell für die günstigere Nutzungsart entscheiden (Poterba, 1984). Liegen nun die Kosten der Selbstnutzer höher, ist mit einem Preisrutsch zu rechnen, bis sich die Nutzerkosten von Mietern und Selbstnutzern wieder entsprechen. Auf die gefährliche Differenz zwischen Selbstnutzerkosten und Mieterkosten in den USA haben etwa Mayer, Himmelberg etc. (2006) im Vorfeld der Finanzkrise hingewiesen.

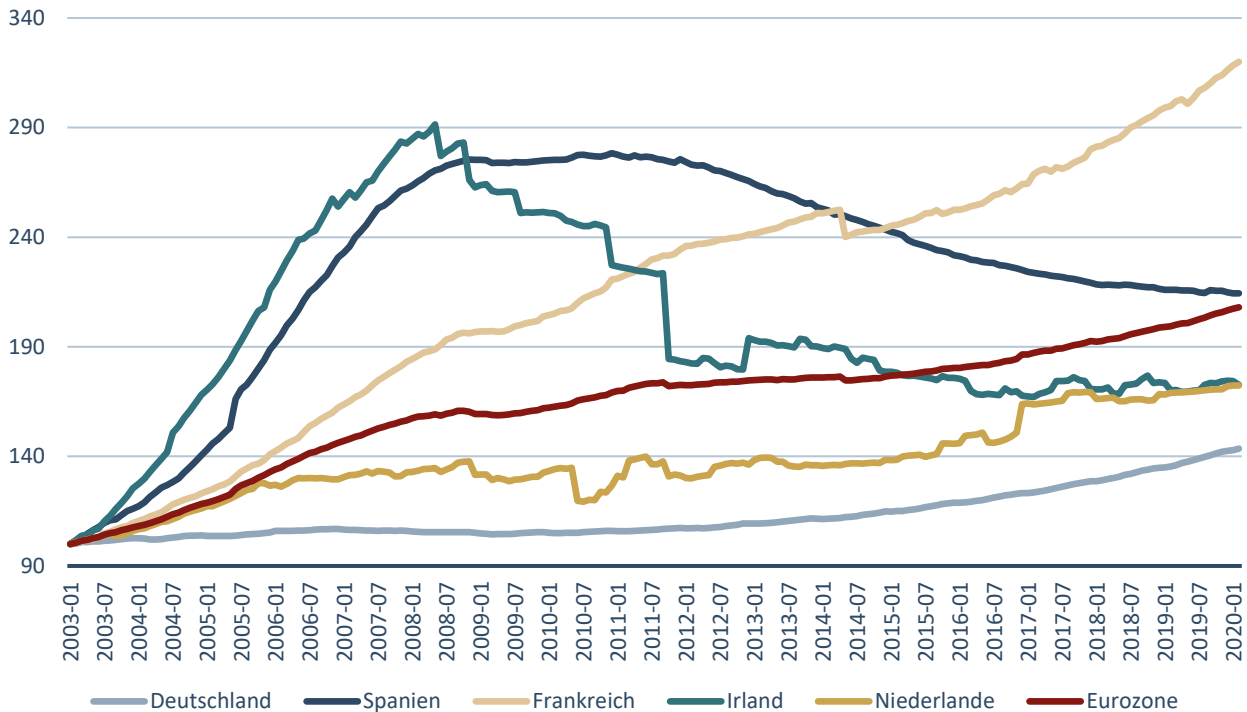
In Deutschland war keines dieser drei Anzeichen erkennbar. Henger und Voigtländer (2019) zeigten noch für das Jahr 2018, dass in Deutschland weniger gebaut wird als benötigt. Insgesamt wurden 2018 nur 80 Prozent der benötigten Wohnungen fertiggestellt, in den sieben größten Städten lag die Quote zwischen 46 Prozent (Köln) und 86 Prozent (Hamburg). Eine Überversorgung mit Wohnraum wie im Jahr 1994, als rund 600.000 Wohnungen gebaut wurden (2018: 285.000 Wohnungen) erscheint damit in weiter Ferne.

Auch die Relation der Mieten und Selbstnutzerkosten deutet auf keine Überbewertung hin. Im Gegenteil, die Kosten der Selbstnutzer waren Ende 2018 rund 30 Prozent geringer als die Kosten der Mieter, dies impliziert eher weiter steigende Preise (Sagner und Voigtländer, 2019a). In rund 95 Prozent aller Kreise, darunter auch alle Ballungsräume, lagen die Selbstnutzerkosten unterhalb der Mieterkosten. Ursächlich hierfür war vor allem, dass die Zinsen deutlich schneller gefallen als die Preise gestiegen sind.

Abbildung 3-1 zeigt die Entwicklung der Kreditvolumina für den Wohnungskauf in verschiedenen Volkswirtschaften. Zwar hat sich die Kreditvergabe in den letzten Jahren dynamischer entwickelt, was angesichts der Preisentwicklung jedoch auch zu erwarten war, aber insgesamt ist die Entwicklung eher moderat, auch verglichen mit den Niederlanden oder Frankreich. Wie dramatisch die Kreditvergabe im Vorfeld einer spekulativen Blase anziehen kann, zeigt ein Blick auf Irland und Spanien zwischen 2003 und 2008. Binnen weniger Jahre hat sich das Kreditvolumen mehr als verdoppelt, anschließend musste das ausstehende Kreditvolumen mühsam zurückgeführt werden.

### Abbildung 3-1: Moderate Kreditvergabe für Wohnungskäufe in Deutschland

Entwicklung der Kreditvolumina für Wohnungskäufe, Index: 1/2003=100



Quelle: EZB

Nach den vorliegenden Daten war in Deutschland keine spekulative Blase im Wohnungsmarkt sichtbar. Damit kann insgesamt von einer nachvollziehbaren Bewertung der Wohnungspreise ausgegangen werden. Wie sich die Preise in Folge der aktuellen Covid-19 Pandemie entwickeln könnten, wird im Folgenden analysiert.

## 4 Zum Zusammenhang von BIP und Mieten

Die Covid-19 Pandemie wird zu einem Einbruch des BIP führen, dies wiederum ist gleichzusetzen mit einem Rückgang der Einkommen. Es droht vielen Menschen Arbeitslosigkeit, andere müssen aufgrund der Kurzarbeitergeldregeln mit Einkommenseinbußen rechnen, viele Selbständige aus dem Einzelhandel und der Gastronomie stehen vor Liquiditätsproblemen und ohne Hilfsmaßnahmen und Entgegenkommen von Gläubigern vor der Insolvenz. Diese Einkommenseinbußen wirken sich auf die Zahlungsbereitschaft für Wohnen aus und damit auch auf die Mieten. Hinzu kommt, dass die aktuelle Unsicherheit auch die Nachfrage nach Wohnraum mindert. Finanziell sehr essenzielle Entscheidungen wie der Kauf oder die Anmietung einer neuen Wohnung werden derzeit verschoben, auch das beeinträchtigt die Nachfrage. Dies lässt sich bereits an entsprechenden Suchanfragen zeigen.

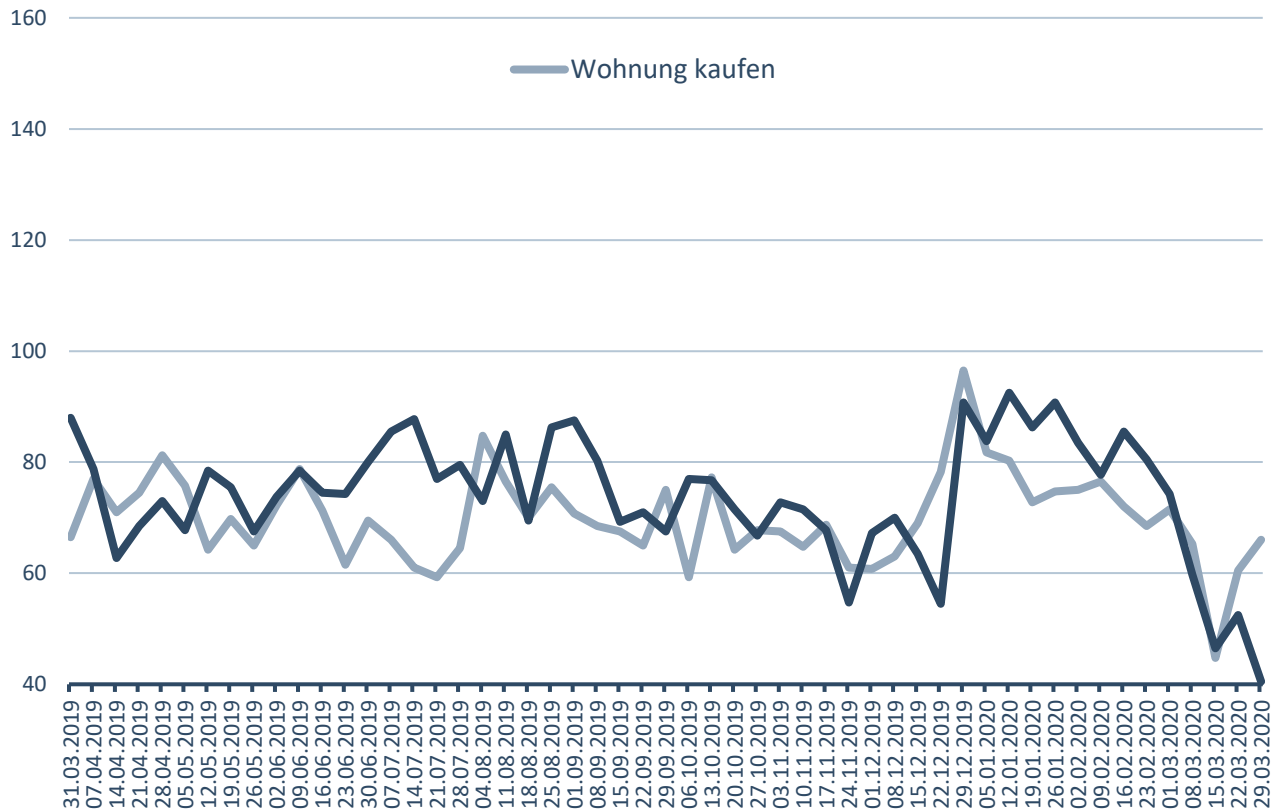
Über Google-Trends lässt sich ablesen, wie häufig nach bestimmten Begriffen gesucht wird. Damit kann etwa nachvollzogen werden, ob sich die Nachfrage stark in Richtung „Wohnung kaufen“ verschiebt, was ein weiterer Indikator für eine spekulative Blase sein kann (vgl. Hohenstatt

et al., 2011). Google nennt dabei keine Absolutwerte, sondern gibt für die höchste Zahl an Suchanfragen eine 100 an. Die Werte können somit als Prozentwerte am Maximum verstanden werden.

Insbesondere seit Anfang März ist die Suche nach Wohnungen, egal ob zur Miete oder zum Kaufen, in Deutschland deutlich gesunken. Noch Ende 2019 wurde jeweils fast der Maximalwert erreicht, mittlerweile liegt der Wert bei „Wohnung mieten“ bei nur noch 41. Bei „Wohnung kaufen“ ist der Wert allerdings schon wieder auf 66 geklettert – dies kann darauf hindeuten, dass einige Haushalte hoffen, dass es nun günstige Kaufmöglichkeiten gibt.

### Abbildung 4-1: Suchanfragen zu Wohnungskäufen und Anmietungen gehen deutlich zurück

Suchanfragen bei Google zu den Themen Wohnung kaufen und Wohnung mieten für Deutschland, Index: 100 = jeweiliger Höchstwert



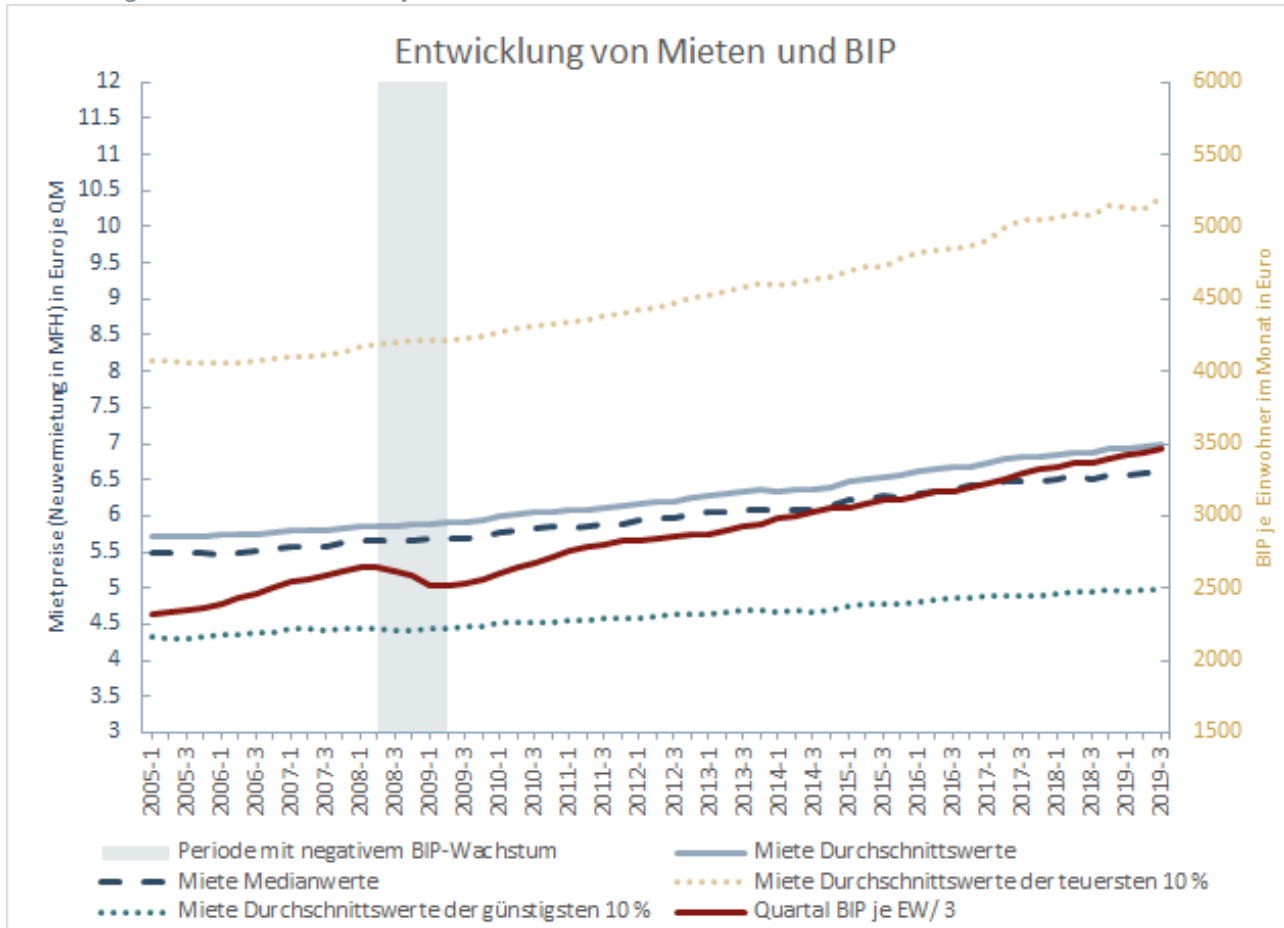
Quelle: Google Trends

Eine rückläufige Nachfrage muss aber nicht mit sinkenden Mieten einhergehen, wie Abbildung 4-2 zeigt. Dargestellt ist hier in blau die Entwicklung der Mieten in Deutschland und zwar in durchgezogenen Linien die Durchschnittswerte über 401 Kreise insgesamt, Medianwerte gestrichelt sowie in gepunkteten Linien die Durchschnittswerte der teuersten und günstigsten 10 Prozent der Kreise (also je 40 Kreise) sowie die Entwicklung des BIP je Einwohner. Generell weisen die Mieten und das BIP eine sehr hohe Korrelation auf, gerade in den Großstädten wirkt sich eine Erhöhung des BIP überproportional auf die Mieten aus. Allerdings ist diese Reaktion asymmetrisch, das heißt, in der Phase der letzten Wirtschaftskrise, als das BIP um etwa 5 Prozent

sank, stagnierten die Mieten. Tatsächlich kann davon ausgegangen werden, dass Mieten nach unten unflexibel sind und Vermieter im Zweifel kurz- bis mittelfristig eher Leerstand akzeptieren als eine Reduktion der Mieten – zumal eine Reduktion der Miete auch einen dauerhaften Effekt hat. Diese Starrheit der Mieten konnten auch Maennig und Dust (2008) nachweisen.

### Abbildung 4-2: Keine Reaktion der Mieten auf die Wirtschaftskrise 2008/09

Entwicklung der Mieten und des BIP je Einwohner



Quellen: Statistisches Bundesamt, F+B, IW

Der Zusammenhang zwischen den Mieten und dem BIP wurde auch ökonometrisch getestet, die detaillierten Ergebnisse finden sich im Anhang. Im Ausgangsmodell wird die quartalsweise Mietpreisentwicklung durch die Wachstumsraten des BIP je Einwohner im gleichen Quartal und den vier vorherigen Quartalen erklärt. In diesem (undifferenzierten) Grundmodell zeigt sich der grundsätzlich positive Zusammenhang von wirtschaftlicher Entwicklung und Mietpreisentwicklung, wobei die Koeffizienten für das BIP-Wachstum im gleichen Quartal ( $t_0$ ), im Vorjahresquartal ( $t-4$ ) und im Vorquartal ( $t-1$ ) signifikant positiv waren mit der stärksten Wirkung im gleichen Quartal ( $t_0$ ). Im erweiterten Modell, das die Effekte der fünf BIP-Wachstumsraten ( $t_0$  bis  $t-4$ ) jeweils nach positiven ( $\geq 0$ ) oder negativen Werten ( $< 0$ , Krise) sowie nach A7 Großstadtstandort oder anderer Kreis differenziert, zeigt sich jedoch, dass dieser positive Zusammenhang von BIP-Entwicklung und Mietpreisentwicklung wohl nur in normalen Konjunkturphasen gilt und das im untersuchten Zeitraum der direkte ( $t_0$ ) und Vorjahrsjahres- ( $t-4$ ) Zusammenhang bis zu dreimal stärker bei den A7 Standorten ausgeprägt war. In den anderen Kreisen ist lediglich der

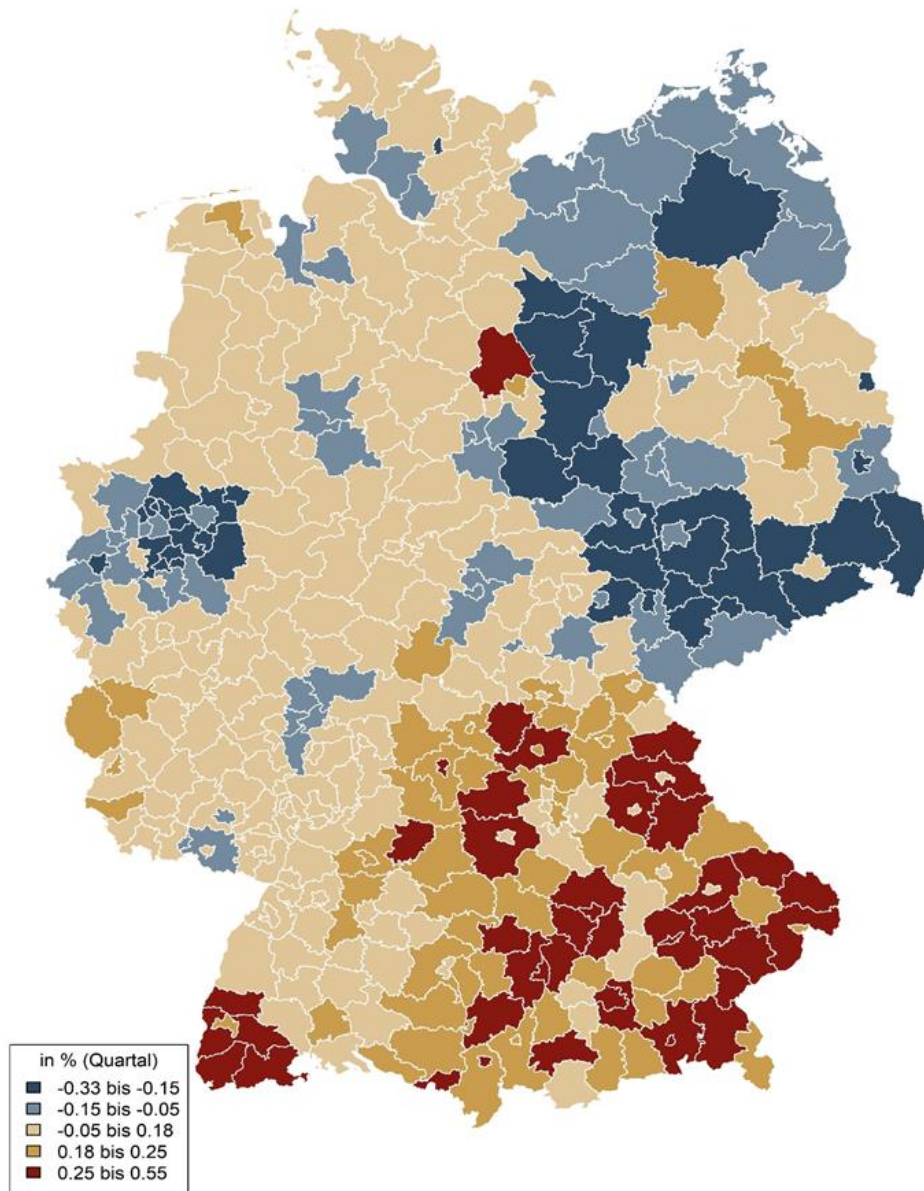
zeitverzögerte Zusammenhang des Vorquartaleffekts ( $t-1$ ) des BIP stärker ausgeprägt als bei den A7 Standorten. Des Weiteren wurde im erweiterten Modell für die Mietsteigerung im Vorquartal sowie der Wachstumsrate der Wohnfläche je Einwohner und Veränderung des Mehrfamilienhäuseranteils kontrolliert. In der Regression wurden jeweils Wachstumsraten betrachtet, um das Problem der Trends (Nicht-Stationarität) von Miete und BIP zu adressieren.

In der folgenden Abbildung 4-3 sind die regionalen Residuendurchschnitte der Regression des erweiterten Modells abgebildet. In Rot und Orange sind diejenigen Kreise eingefärbt, bei denen die Mietpreisentwicklung im relativ einfachen Regressionsmodell tendenziell unterschätzt wurde, das heißt, die beobachteten Mietsteigerungen waren dort um 0,18 bis 0,55 Prozentpunkte höher. Das sind vor allem München und viele bayrische Landkreise sowie der Südwesten Baden-Württembergs. In Blau sind die Kreise eingefärbt, bei denen die Mietpreisentwicklung in der Regression tendenziell überschätzt wurde, das heißt, die beobachteten Mieten in blauen Regionen sind um -0,33 bis -0,15 Prozentpunkte weniger stark gestiegen als vorhergesagt. Das sind vor allem Regionen in Ostdeutschland (ohne Brandenburg und Dresden) und das Ruhrgebiet. Wichtig, an gelungener Wohnungsbaupolitik sollte es nicht liegen, da für diese über die Entwicklung der Wohnfläche je Einwohner kontrolliert wurde. Ein Grund sind hier vermutlich problematische demografische und wirtschaftliche Entwicklungen dieser Teilräume. Allerdings ist die Karte weitgehend deckungsgleich mit einer Analyse von Sagner und Voigtländer (2019a), in der die Entwicklung der Mieten und Löhne gegenübergestellt wurden. Demnach sind vor allem in Ostdeutschland die Löhne schneller gestiegen als die Mieten, in Süddeutschland war es tendenziell umgekehrt. Mit Blick auf die Mietpreiserwartungen könnte dies bedeuten, dass die Effekte der aktuellen Wirtschaftskrise in Süddeutschland tendenziell höher sind, in Ostdeutschland dagegen geringer. Anders gewendet: In Süddeutschland könnte es länger dauern, bis sich die Mieten real wieder an die Einkommen anpassen, in Ostdeutschland könnten Mieten dagegen trotz der Krise schneller wieder steigen.

### Abbildung 4-3: Rückschlagpotenziale in Ostdeutschland tendenziell geringer

Residuumdurchschnitte eines ökonometrischen Modells zur Erklärung der Mieten

Residuumdurchschnitt 2006/Q1-2019/Q3



401 kreisfreie Städte und Landkreise

Quelle: IW

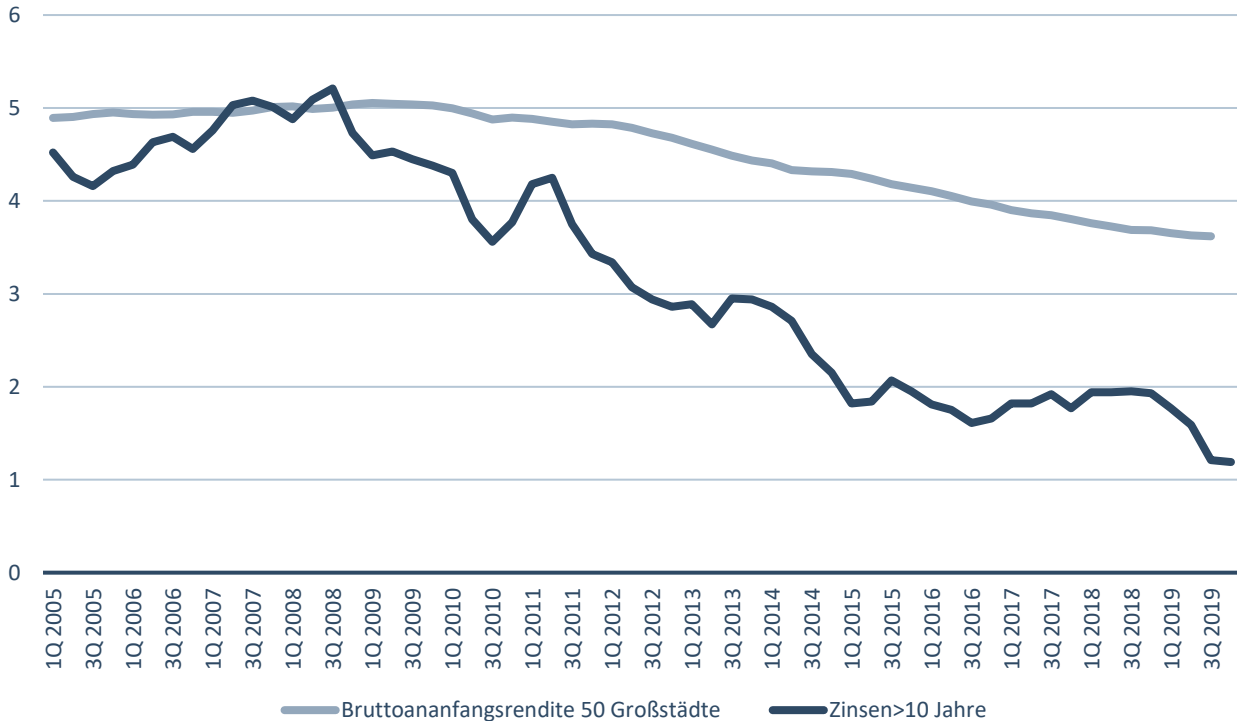
## 5 Ein finanzmathematischer Ansatz zur Bestimmung der Preiseffekte

Die ökonometrische Analyse zeigt, dass mit einem Einbruch der Mieten, trotz einer Rezession, nicht zu rechnen ist. Dies ist bereits ein wichtiges Ergebnis mit Blick auf die Preiseffekte der aktuellen Pandemie. Nichtsdestotrotz können aber Preise sinken, wenn etwa die Risikoprämie steigt oder wenn sich die Erwartungen an die weiteren Mietpreiserwartungen eintrüben. Daher wird im Folgenden noch einmal Bezug genommen auf die in Abschnitt 2 abgeleitete Formel für die Bestimmung des Wertes einer Immobilie. Danach bestimmt sich der Wert einer Immobilie durch die künftigen diskontierten Mieterträge. Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass die einzelne Bestimmung der Mietpreissteigerungserwartungen und der Risikoprämie kaum möglich ist. Allerdings kann zumindest der Gesamteffekt beider Komponenten bestimmt werden, denn er zeigt sich an dem so genannten Spread. Der Spread ergibt sich aus der Differenz der Bruttoanfangsrendite der Immobilien (Aktuelle Jahresmiete / Kaufpreis) abzüglich des sicheren Zinses. Als sicherer Zins wird typischerweise der Zins für langfristige Staatspapiere angesetzt, doch dieser Zins unterliegt im Nachgang der europäischen Staatsschuldenkrise und der Diskussionen um den Ausstieg verschiedener Länder aus der Eurozone besonderen Schwankungen (vgl. Borio et al, 2019). Daher wird im Folgenden als sicherer Zins der Zins für Hypothekendarlehen mit einer Zinsbindung von mehr als zehn Jahren unterstellt. Ein steigender Spread ist damit Ausdruck steigender Risiken (Mietausfälle, Leerstände oder Volatilität des Marktes) und/oder sinkender Mietpreiserwartungen.

Abbildung 5-1 zeigt die Entwicklung der Zinsen für Hypothekendarlehen mit mehr als zehn Jahren Zinsbindung sowie den Mittelwert der Bruttoanfangsrendite für die 50 größten deutschen Städte.



**Abbildung 5-1: Mittelwert der Bruttoanfangsrendite von 50 Großstädten und der Zins für Hypothekendarlehen mit mehr als 10 Jahren Zinsbindung**



Quellen: F+B, Bundesbank, IW

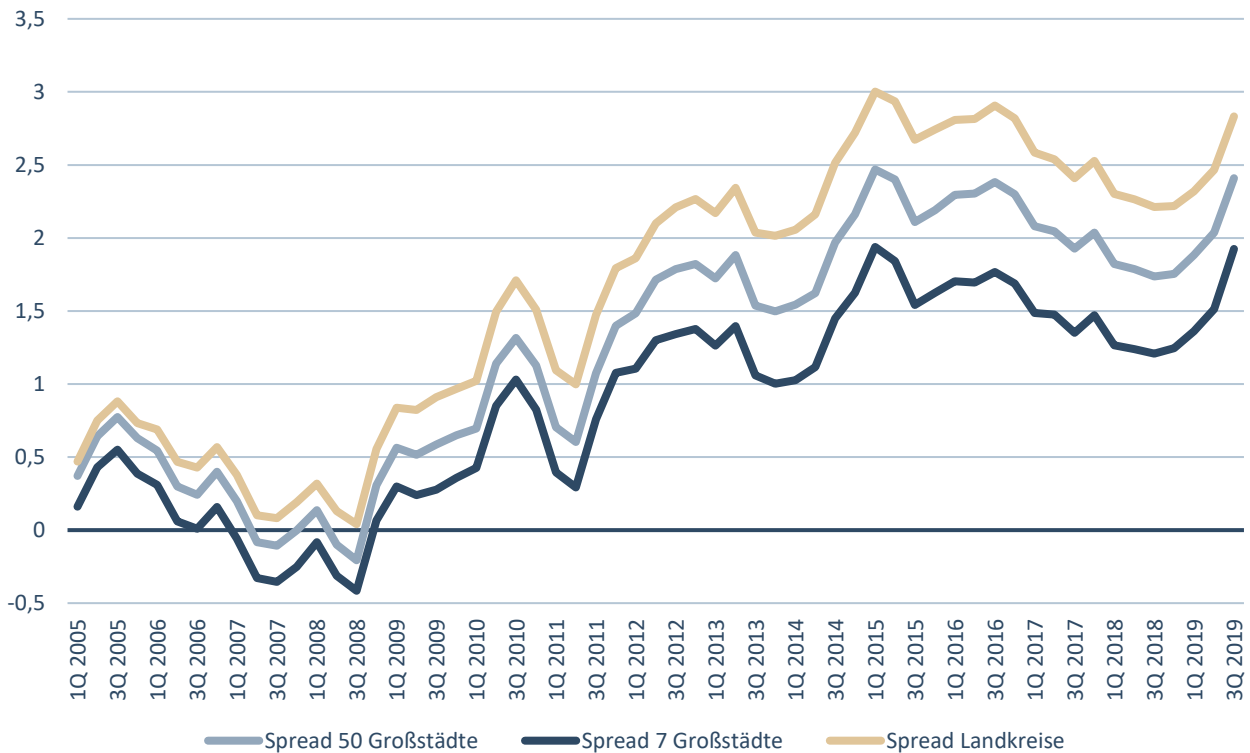
Wie sich zeigt, sind die Bruttoanfangsrenditen im Wohnungsmarkt seit 2010 rückläufig, aber sie sind dabei weniger stark gefallen als die Zinsen. Der Spread ist also insgesamt größer geworden. Dies bestätigt die Studie auf Basis des Wohnkostenansatzes (Sagner/Voigtländer, 2019a) und spricht ebenfalls gegen eine spekulative Übertreibung im Wohnungsmarkt. Schließlich deutet ein steigender Spread gerade nicht auf einen übermäßigen Optimismus hin, sondern steht für eine zunehmende Unsicherheit oder Eintrübung der Erwartungen. Außerdem ist feststellbar, dass gerade die jüngste Zinsentwicklung noch nicht im Wohnungsmarkt umgesetzt wurde, sprich man hätte auf Basis der Zinsentwicklung mit weiter fallenden Renditen und damit einem Preisanstieg rechnen können. Zwar kann man argumentieren, dass die Marktteilnehmer den aktuellen Zins nicht für nachhaltig ansehen, aber aufgrund der langen Zinsbindung wäre zumindest ein stärkerer Effekt plausibel.

Abbildung 5-2 zeigt die Spreads für die sieben größten deutschen Städte, für die 50 größten Städte und für alle Landkreise. Die Spreads sind unterschiedlich, was aufgrund der verschiedenen Leerstände und der unterschiedlichen Mietdynamiken verständlich ist. Gerade in den sieben größten deutschen Städten ist das Leerstandsrisiko kaum mehr existent, während es in vielen Landkreisen nach wie oder zum Teil sogar zunehmende Leerstände gibt. Außerdem sind die Mieten in den Großstädten deutlich stärker gestiegen als in den Landkreisen. Insgesamt entwickeln sich die Spreads aber weitestgehend synchron, jedoch hat sich der Abstand zwischen den gewählten Gruppen über die Zeit zunächst vergrößert. Im 1. Quartal 2005 lag der Abstand zwischen dem Spread der sieben größten Städte und den Landkreisen noch bei 30 Basispunkten,



im 3. Quartal 2019 waren es dagegen 90 Basispunkte. Der Unterschied zwischen dem 1. Quartal 2014 und dem 3. Quartal 2018 betrug allerdings jeweils mehr als 100 Basispunkte, in der Spitze sogar 130 Basispunkte. Der Abstand verringert sich somit wieder.

**Abbildung 5-2: Entwicklung der Spreads für die 7 bzw. 50 größten deutschen Städte und alle Landkreise**



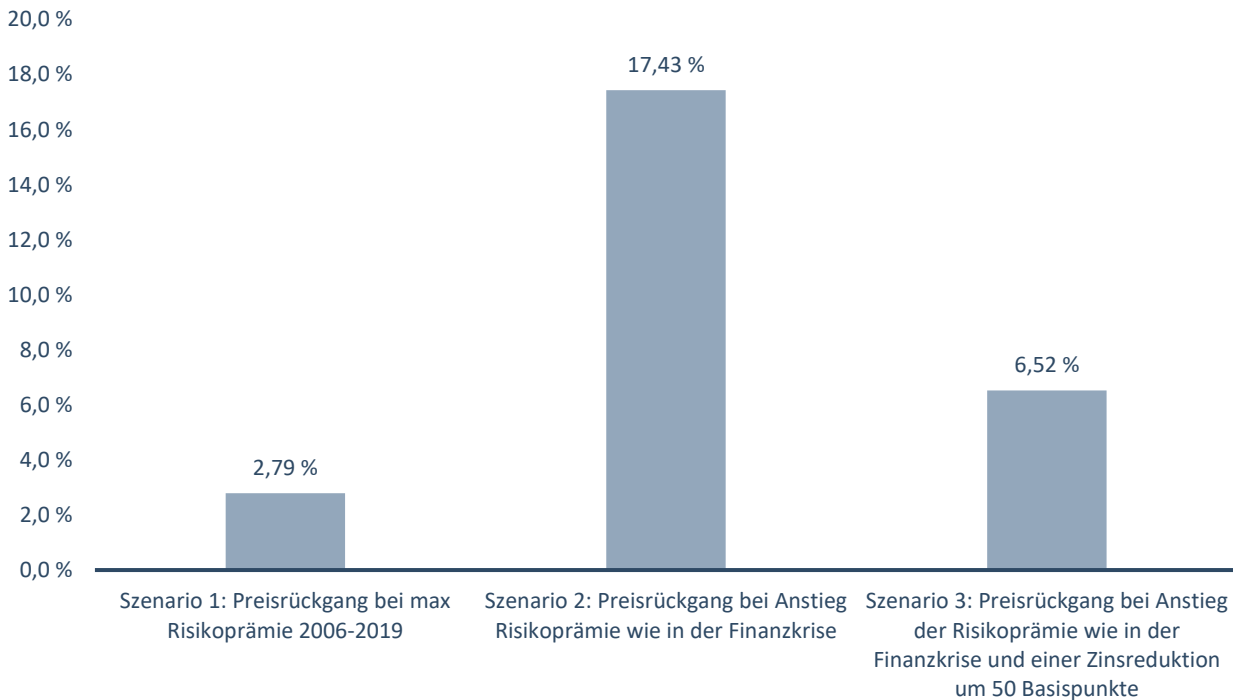
Quelle: IW

Sowohl der generelle Trend der Spreads als auch der wieder geringer werdende Abstand zwischen den Großstädten und den Landkreisen ist für die Interpretation der Preiseffekte bedeutsam. Die insgesamt ansteigenden Spreads verdeutlichen zum einen, dass der Effekt fallender Zinsen noch nicht vollständig eingepreist worden ist, beziehungsweise dass die Bewertung der Immobilien eher vorsichtig war. Zum zweiten könnten die sich wieder annähernden Spreads zwischen den Großstädten und den Landkreisen darauf hindeuten, dass die Mietsteigerungspotenziale in den Großstädten bereits wieder vorsichtiger eingeschätzt wurden – wahrscheinlich eine Folge zunehmender Regulierungen, wie etwa der Mietpreisbremse.

Welche Auswirkungen wird nun die Covid-19 Pandemie haben? Die Beantwortung dieser Fragen bleibt natürlich schwierig, da ganz entscheidend die Erwartungen der Marktteilnehmer sind. Auf Basis der vorangegangenen Überlegungen lassen sich aber mögliche Reaktionen ableiten. Hierzu werden drei Szenarien dargestellt. Im ersten Szenario wird angenommen, dass der Spread auf den maximalen Wert im Zeitraum 2006 bis 2019 steigt. Dieser maximale Spread ist in den meisten Kreisen Ende 2014 erreicht worden, in manchen Kreisen aber auch am aktuellen Rand. In einem zweiten Szenario wird unterstellt, der Spread steigt ebenso stark wie in der

Finanzkrise 2008/2009. Damals stieg der Spread um 77 Basispunkte zwischen dem 3. Quartal 2008 und dem 1. Quartal 2009. In einem dritten Szenario wird unterstellt, dass der Spread wiederum wie in der Finanzkrise steigt, diesmal aber gleichzeitig der langfristige Zins um 50 Basispunkte sinkt. Die Ergebnisse sind in Abbildung 5-3 dargestellt.

**Abbildung 5-3: Mögliche durchschnittliche Preiseffekte in den 50 größten deutschen Städten in Folge einer Wirtschaftskrise**



Quelle: IW

Der Preisrückgang im 1. Szenario wäre sehr moderat. Durchschnittlich würde der Preis um rund 3 Prozent zurückgehen. Der Effekt wäre vor allem deswegen moderat, weil die Spreads bereits heute sehr hoch sind, ganz anders als im Vorfeld der Finanzkrise. Im zweiten Szenario würden die Spreads, ausgehend vom heutigen Niveau, so stark ansteigen wie im Zuge der Finanzkrise. Dann wären die Preisreduktionen erheblich, im Durchschnitt der betrachteten 50 Städte wären es 17,4 Prozent. Im dritten Szenario wird der gleiche Anstieg der Spreads angenommen, aber nun gleichzeitig unterstellt, dass die langfristigen Zinsen um 50 Basispunkte fallen. In diesem Fall würden die Preise in den 50 größten deutschen Städten um etwa 6,5 Prozent fallen.

Den Szenarien werden bewusst keine Wahrscheinlichkeiten zugeordnet, sie dienen mehr der Illustration verschiedener Faktoren.

Grundsätzlich kann jedoch mit einem Anstieg der Spreads gerechnet werden. Schließlich trüben sich die Mietpreiserwartungen ein, daneben wächst die Unsicherheit. Allerdings waren die Mietpreiserwartungen auch bereits durch Regulierungen gedämpft. Außerdem ist eben zu berücksichtigen, dass die Spreads heute schon deutlich höher sind als im Vorfeld der Finanzkrise, die wirtschaftliche Situation vor der Covid-19 Pandemie aber deutlich besser gewesen ist als es

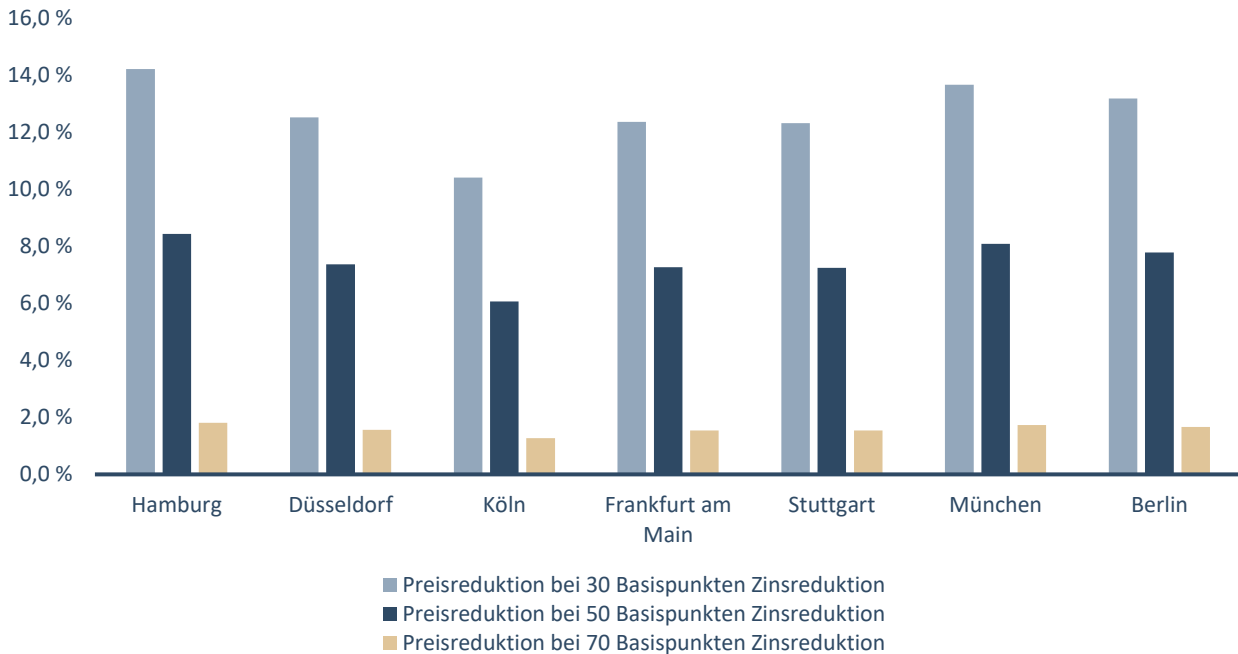
2008 war. Ein Anstieg der Spreads um 77 Basispunkte wie in der Finanzkrise kann daher als Worst-Case-Szenario angesehen werden. Gleichzeitig ist es aber sehr plausibel anzunehmen, dass die Zinsen sinken. Amtliche Daten der Bundesbank liegen noch nicht vor, aber Daten des Anbieters interhyp zeigen bereits, dass der Zins für langfristige Hypothekendarlehen mit 15 Jahren Zinsbindung zwischen dem 1. Dezember 2019 und dem 1. April 2020 bereits um 17 Basispunkte gefallen sind. Aus mindestens drei Gründen dürften die Zinsen weiter fallen:

1. Aus demografischen Gründen fallen die realen Zinsen schon seit Jahrzehnten. Schließlich steigt die Lebenserwartung konsequent an, das Renteneintrittsalter bleibt aber weitestgehend konstant. In der Konsequenz steigt die Ersparnisbildung an. Da gleichzeitig die Erwerbsbevölkerung kleiner wird (aufgrund geringer Geburtenrate), wachsen Investitionen nicht im gleichen Maße an, teilweise sind sogar die Investitionen rückläufig. Das wachsende Ungleichgewicht zwischen Ersparnissen und Investitionen drückt die Zinsen weiter nach unten, in vielen Volkswirtschaften muss daher langfristig mit negativen realen Renditen gerechnet werden (Demary/Voigtländer, 2018).
2. Die EZB hat umfangreiche Maßnahmen zur Stabilisierung der Märkte angekündigt. Die Anleihenkäufe werden um 750 Milliarden Euro bis Ende 2020 erhöht, das Gesamtvolumen der Käufe steigt damit auf 1,1 Billionen Euro. Aus den Erfahrungen mit der Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise ist bekannt, dass derartige Interventionen die Zinsen mit kurzer aber auch mit langer Zinsbindung drücken. Auch hier hängt der genaue Effekt aber wieder von den Erwartungen der Marktteilnehmer ab
3. Jorda et al. (2020) haben die langfristigen makroökonomischen Effekte von Pandemien untersucht. Ein wichtiges Ergebnis dabei: Die Realzinsen sinken in Folge von Pandemien. Anders als im Fall von Kriegen, bei denen es im Nachgang zu erheblichen Anstiegen der Investitionen kommt, ist im Fall von Pandemien der Kapitalstock weiterhin vorhanden, die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen in Folge der Einkommenseinbußen aber beschränkt. Hinzu kommt, dass mehr Menschen aufgrund von Vorsichtseffekten sparen, die Liquiditätshaltung also zunimmt.

Es stellt sich damit nicht die Frage, ob die Zinsen sinken, sondern eher in welchem Umfang. Daher wird im Folgenden mit Blick auf die sieben größten deutschen Städte geprüft, wie sich ein Anstieg des Spreads im Zuge der Finanzkrise bei einer gleichzeitigen Reduktion der langfristigen Zinsen um 30, 50 und 70 Basispunkte auf die Preise auswirken würde.

Bei einer sehr geringen Zinsreduktion von 30 Basispunkten würden die Preise in den größten sieben deutschen Städten um 10 Prozent (Köln) bis 14 Prozent (Hamburg) fallen. Fallen die Zinsen dagegen um 70 Basispunkte, würden die Preise nur um 1 bis 2 Prozent sinken. Die Effekte variieren zwischen den Standorten in Abhängigkeit von dem Spread vor der Krise. Da überall ein gleicher Schock angenommen wird, ist der Spread vor der Krise entscheidend. Da aber der Schock und die wirtschaftliche Anfälligkeit der Folgewirkung unterschiedlich ausfallen kann (etwa überdurchschnittlicher Erwerbstätigenanteil besonders betroffener Branchen wie Luftfahrtindustrie oder Tourismus), sollten die Unterschiede zwischen den Standorten nicht überinterpretiert werden.

**Abbildung 5-4: Preiseffekte bei einem Anstieg der Spreads wie in der Finanzkrise und einer gleichzeitigen Reduktion der langfristigen Zinsen**



Quelle: IW

Insgesamt erscheinen die Effekte moderat. Dabei muss noch einmal betont werden, dass ein Anstieg der Spreads um 77 Basispunkte wie in der Finanzkrise sehr hoch wäre angesichts der derzeit bereits hohen Spreads. Hinzu kommt eben auch, dass eine signifikante Zinssenkung nicht unplausibel erscheint. Es ist daher auch denkbar, dass der Zinseffekt den Spread überkompensiert, dann könnten die Preise sogar steigen. Am wahrscheinlichsten erscheinen aber eine Seitwärtsbewegung oder leichte Preisrückgänge im Jahr 2020. Eine Ausnahme stellt nur Berlin dar, wie der folgende Exkurs verdeutlicht.

### Exkurs: Sonderfall Berlin

Im Berliner Wohnungsmarkt wirkt in diesem Jahr nicht nur die Covid-19 Pandemie, sondern auch der Mietendeckel. Nach dem Mietendeckel werden Mieten für alle Wohnungen, die vor 2014 gebaut wurden, für fünf Jahre eingefroren. Darüber hinaus können Mieten aber auch abgesenkt werden. Liegt die aktuelle Miete 20 Prozent über der ortsüblichen Vergleichsmiete von 2013, muss die Miete auf den Referenzwert gesenkt werden. Außerdem darf bei einem Mieterwechsel maximal die Miete dem Wert der ortsüblichen Vergleichsmiete von 2013 entsprechen, allerdings, ohne dass Lagezuschläge berücksichtigt werden. Gerade bei Wohnungen in guten Lagen muss mit erheblichen Mietpreisreduktionen gerechnet werden. Durchschnittlich muss bei 2019 inserierten Wohnungen in 70 Prozent der Fälle davon ausgegangen werden, dass bei einer Wiedervermietung die Mieten um rund 25 Prozent sinken würden. Dies könnte rechnerisch zu Preisreduktionen um 40 Prozent führen (vgl. Sagner/Voigtländer, 2019b). Dieser Effekt ergibt sich aus der Kombination von Mietpreisreduktionen und dem Mietenstopp über 5 Jahre.

Wie stark der Effekt tatsächlich ausfällt, hängt aber entscheidend von den Reaktionen der Eigentümer ab. Maennig (2020) zeigt etwa, dass kaum mehr Wohnungen vermietet werden, sondern viele Eigentümer versuchen, Wohnungen an Selbstnutzer zu verkaufen. Selbstnutzer orientieren sich bei ihrer Zahlungsbereitschaft an den Knappheiten, weshalb sie einen höheren Preis zahlen, als es dem Barwert der regulierten Mieten entspricht. Allerdings wird die Nachfrage von Selbstnutzern infolge der höheren Einkommensunsicherheiten erstmal abnehmen, hinzukommt, dass auch das höhere Angebot für Selbstnutzer die Preise drücken kann. In einigen Fällen ist aber kein Verkauf an Selbstnutzer möglich, etwa weil es in Erhaltungsschutzgebieten Umwandlungsverbote gibt (Henger et al., 2019). Aufgrund der vielfältigen Reaktionen und Unsicherheiten ist es schwierig, die Preisentwicklung von Wohnungen vor dem Baujahr 2014 zu schätzen, insgesamt ist aber mit einem deutlich stärkeren Rückgang der Mieten als in anderen Städten zu rechnen. Für Wohnungen ab dem Baujahr 2014 erscheinen dagegen Preisreaktionen wie in anderen Großstädten realistisch, wobei aber die Spaltung des Marktes auch für diesen Teil des Marktes einen etwas stärkeren Preisrückgang rechtfertigen könnte.

## 6 Schlussfolgerungen

Die Chancen stehen gut, dass der Wohnimmobilienmarkt relativ gut durch die aktuelle Krise kommt. Zwar steigt die Unsicherheit an, was den Markt ebenso belastet wie ausbleibende Mietsteigerungen, aber weiter fallende langfristige Zinsen können den Markt stabilisieren. Anders als etwa im Gewerbeimmobilienmarkt sind auch die Mieten in der Regel nicht flexibel nach unten, was für Eigentümer ein Vorteil ist. Außerdem dürfte die geringere Bautätigkeit in diesem Jahr ebenfalls den Markt stützen. Basierend auf den durchgeführten Szenario-Berechnungen erscheint ein Preisrückgang zwischen 0 und 12 Prozent in diesem Jahr für realistisch. Dabei gilt: Je weniger die Zinsen fallen und je stärker der Wirtschaftseinbruch ist, desto stärker dürfte der Preiseffekt sein. Grundsätzlich ist auch zu bedenken, dass der Wohnimmobilienmarkt zwar relativ stabil ist, sich aber den gesamtwirtschaftlichen Effekten nicht vollständig entziehen kann. Mut könnte die wirtschaftliche Erholung nach der spanischen Grippe 1918 machen, zu der häufig Parallelen der aktuellen Entwicklung gezogen werden. Damals erholten sich die Wirtschaft und auch die Vermögenmärkte relativ schnell, auch weil die Marktteilnehmer mit großer Innovationskraft Lösungen für ihre Unternehmen suchten (Federal Reserve, 2007).

Nicht ausführlich betrachtet wurden in dieser Studie Unterschiede innerhalb des Wohnungsmarktes: Sind etwa ländliche Regionen langfristig weniger betroffen als städtische Regionen, in denen der konjunkturelle Aspekt eine größere Rolle spielt? Werden künftig größere Wohnungen nachgefragt, weil Arbeitsplätze zu Hause eingerichtet werden? Diese Fragen sind äußerst spannend, doch noch lassen sich strukturelle Veränderungen der Wohnungsnachfrage nicht ableiten. Es erscheint allerdings plausibel, dass besonders solche Regionen stärker betroffen sind, die einerseits eine Branchenstruktur aufweisen, die besonders von der Krise betroffen ist (zum Beispiel hoher Anteil Tourismus, Automobilindustrie oder Herstellung von elektronischen und optischen Produkten) und in denen die Mieten gemessen an zum Beispiel den Löhnen besonders hoch sind. Dies würde bedeuten, dass etwa Süddeutschland tendenziell stärker betroffen wäre, Ostdeutschland dagegen weniger. Es ist aber darüber hinaus nicht auszuschließen, dass

eine Folge der Covid-19 Pandemie eine Verschiebung der Präferenzen hin zu Umlandgemeinden und größeren Wohnungen sein kann. Dies soll zu einem späteren Zeitpunkt erforscht werden.

## Anhang

Abhängige Variable:			Mietentwicklung (zum Vorquartal)	
Model			1	2
Wachstumsrate BIP je EW	undifferenziert		<b>0.200 (0.179, 0.221)***</b>	
	> 0	A7		<b>0.653 (0.434, 0.871)***</b>
		Andere KS & LK		<b>0.237 (0.208, 0.267)***</b>
	< 0 Krise	A7		0.282 (-0.565, 1.128)
		Andere KS & LK		0.010 (-0.103, 0.123)
Wachstumsrate BIP je EW im vorherigen Quartal	undifferenziert		<b>0.031 (0.008, 0.054)**</b>	
	> 0	A7		-0.146 (-0.381, 0.089)
		Andere KS & LK		<b>0.108 (0.077, 0.139)***</b>
	< 0 Krise	A7		-0.289 (-0.643, 0.064)
		Andere KS & LK		-0.037 (-0.084, 0.011)
Wachstumsrate BIP je EW im vor 2 Quartale	undifferenziert		-0.007 (-0.031, 0.017)	
	> 0	A7		-0.015 (-0.204, 0.174)
		Andere KS & LK		-0.008 (-0.033, 0.018)
	< 0 Krise	A7		0.190 (-0.518, 0.897)
		Andere KS & LK		-0.058 (-0.152, 0.037)
Wachstumsrate BIP je EW im vor 3 Quartale	undifferenziert		0.015 (-0.008, 0.038)	
	> 0	A7		-0.169 (-0.357, 0.019)
		Andere KS & LK		-0.020 (-0.045, 0.005)
	< 0 Krise	A7		0.171 (-0.411, 0.753)
		Andere KS & LK		0.065 (-0.013, 0.143)
Wachstumsrate BIP je EW im vorjahres Quartal	undifferenziert		<b>0.127 (0.106, 0.147)***</b>	
	> 0	A7		<b>0.302 (0.127, 0.477)***</b>
		Andere KS & LK		<b>0.063 (0.040, 0.087)***</b>
	< 0 Krise	A7		0.357 (-0.993, 1.706)
		Andere KS & LK		0.117 (-0.063, 0.297)
Mietsteigerung im Vorquartal				<b>0.013 (0.001, 0.024)*</b>
Wachstumsrate Wohnfläche je EW	A7			-0.101 (-0.254, 0.052)
	Andere KS & LK			-0.006 (-0.019, 0.007)
Veränderung Anteil Mehr-familienhäuser in %-Punkte	A7			-0.004 (-0.020, 0.012)
	Andere KS & LK			0.0002 (-0.0004, 0.001)
Beobachtungen			21,654	21,654
R <sup>2</sup>			0.072	0.086
Residual Std. Error			0.011	0.011
F Statistic			335.884***	81.037***
			p = 0.000	p = 0.000

Hinweis: \*p<0.1; \*\*p<0.05; \*\*\*p<0.01

A7 = Gruppe der 7 größten kreisfreien Städte, KS = Kreisfreie Stadt, LK = Landkreise

## Literatur

Borio, Claudio / Disyatat, Piti / Rungcharoenkitkul, Phurichai, 2019, What anchors for the natural rate of interest?, BIS Working Papers 777, Bank for International Settlements, Basel

Demary, Markus / Voigtländer, Michael, 2018, Reasons for the Declining Real Interest Rates, IW-Report, Nr. 47, Köln

Deutsche Bundesbank, 2020, Monatsbericht Februar 2020, Frankfurt am Main, S. 45–57

DiPasquale, Denise / Wheaton, William C., 1996, Urban Economics and Real Estate Markets, Massachusetts

Dorn, Florian / Fuest, Clemens / Götttert, Marcell / Krolage, Carla / Lautenbacher, Stefan / Lehmann, Robert / Link, Sebastian / Möhrle, Sascha / Peichl, Andreas / Reif, Magnus / Sauer, Stefan / Stöckli, Marc / Wohlrabe, Klaus / Wollmershäuser Timo, 2020, Die volkswirtschaftlichen Kosten des Corona-Shutdown für ausgewählte europäische Länder: Eine Szenarienrechnung, in: ifo schnellendienst, 73. Jg., Nr. 3, S. 1–7

Feld, Lars / Schulten, Andreas / Jahn, Manuel / Simons, Harald, 2017, Frühjahrsgutachten Immobilienwirtschaft 2017 des Rates der Immobilienweisen, Berlin

Henger, Ralph / Pomogajko, Kirill / Voigtländer, Michael, 2012, Gibt es eine spekulative Blase am deutschen Wohnimmobilienmarkt?, in: IW-Trends, Nr. 3, S. 3–16

Henger, Ralph / Sagner, Pekka / Voigtländer, Michael, 2019, Milieuschutz in Berlin, Köln, [https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user\\_upload/Studien/Gutachten/PDF/2019/Gutachten\\_Milieuschutz\\_Berlin.pdf](https://www.iwkoeln.de/fileadmin/user_upload/Studien/Gutachten/PDF/2019/Gutachten_Milieuschutz_Berlin.pdf) [19.03.2019]

Henger, Ralph / Voigtländer, Michael, 2019, Ist der Wohnungsbau auf dem richtigen Weg?, IW-Report, Nr. 28, Köln

Himmelberg, Charles / Mayer, Christopher / Sinai, Todd, 2005, Assessing High House Prices. Bubbles, Fundamentals and Misperceptions, in: Journal of Economic Perspectives, 19. Jg., Nr. 4, S. 67–92

Hohenstatt, Ralf / Käsbauer, Manuel / Schäfers, Wolfgang, 2011, “Geco” and its potential for real estate research: Evidence from the US housing market, in: Journal of Real Estate Research, 33. Jg., Nr. 4, S. 471–506

Jordà, Òscar / Singh, Sanjay R. / Taylor, Alan M., 2020, Longer-Run Economic Consequences of Pandemics, Working Paper 2020-09, Federal Reserve Bank of San Francisco University of California, San Francisco



Kersting, Silke / Wiktorin, Anne, 2017, „Die Party ist zu Ende“, in: Handelsblatt, 14.02.2017, <https://amp.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/immobiliengutachten-die-party-ist-zu-ende/19388514.html> [03.04.2020]

Kiff, John / Mills, John, 2007, Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets, IMF Working Paper, Nr. WP/07/188, Washington D.C

Maennig, Wolfgang, 2020, Eigentümer wollen lieber verkaufen als vermieten, in: Tagesspiegel, 20.03.2020, <https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/immobilien/immobilienangebot-in-berlin-eigentuemer-wollen-lieber-verkaufen-als-vermieten/25639636.html> [03.04.2020]

Maennig, Wolfgang / Dust, Lisa, 2008, Shrinking and growing metropolitan areas asymmetric real estate price reactions?: The case of German single-family houses, in: Regional Science and Urban Economics, 38. Jg., Nr. 1, S. 63-69

Poterba, James M., 1984, Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach, in: The Quarterly Journal of Economics, 99. Jg., Nr. 4, S. 729–752

Sagner, Pekka / Voigtländer, Michael, 2019a, Accentro-IW Wohnkostenreport 2019, Berlin

Sagner, Pekka / Voigtländer, Michael, 2019b, Volkswirtschaftliche Folgen des Berliner Mietendeckels, IW-Gutachten, Köln

Shiller, Robert, 2015, Irrational Exuberance, Revised and Expanded Third Edition, Princeton

Stiglitz, Joseph E., 1990, Symposium on bubbles, in: The Journal of Economic Perspectives, 4. Jg., Nr. 2, S. 13–18

Zeira, Joseph, 1999, Informational overshooting, booms, and crashes, in: Journal of Monetary Economics, 43. Jg., Nr. 1, S. 237–257

## Abstract

### **Price effects in the residential property market due to the Covid-19 pandemic**

The Covid-19 pandemic has a serious impact on social life and economic development in Germany. This report tries to give a first empirically based assessment of the consequences for the residential property market. Generally, property prices correspond to discounted rental income. Therefore, to determine the price, assumptions are required on future rents, risk premiums and interest rates. If expectations were already too optimistic (speculative bubble), prices should collapse in light of the pending economic shock. However, as shown by indicators on construction activity, borrowing and imputed housing costs, such speculative exaggeration cannot be seen on the German housing market. Nevertheless, the upcoming economic crisis will affect all three influencing factors. Still, a relevant reduction of the rent level seems unlikely, as experience from the past economic crisis has shown. Based on possible bankruptcies and increased unemployment, future rent expectations are likely to be reduced because households will overall have less income. This should have a negative impact on prices. Uncertainty is also growing, which will increase the risk premium and will be a burden on the purchase price. As benchmark for the current economic shock, the impacts on economic output during the financial crisis is chosen. However, long-term interest rates may drop even further. After all, the ECB significantly increases its bond purchases, and past pandemics have contributed to an increase in the accumulation of savings. In combination of these effects, slight price reductions or even a sideways movement can be expected for Germany's residential property market.

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 3-1: Moderate Kreditvergabe für Wohnungskäufe in Deutschland .....	9
Abbildung 4-1: Suchanfragen zu Wohnungskäufen und Anmietungen gehen deutlich zurück.....	10
Abbildung 4-2: Keine Reaktion der Mieten auf die Wirtschaftskrise 2008/09 .....	11
Abbildung 4-3: Rückschlagpotenziale in Ostdeutschland tendenziell geringer .....	13
Abbildung 5-1: Mittelwert der Bruttoanfangsrendite von 50 Großstädten und der Zins für Hypothekendarlehen mit mehr als 10 Jahren Zinsbindung.....	15
Abbildung 5-2: Entwicklung der Spreads für die 7 bzw. 50 größten deutschen Städte und alle Landkreise .....	16
Abbildung 5-3: Mögliche durchschnittliche Preiseffekte in den 50 größten deutschen Städten in Folge einer Wirtschaftskrise.....	17
Abbildung 5-4: Preiseffekte bei einem Anstieg der Spreads wie in der Finanzkrise und einer gleichzeitigen Reduktion der langfristigen Zinsen .....	19