

**Prof. Dr. Ulf Lassen**

Professor für Investition und Finanzierung

**Hochschule Biberach**

**Akademie der Hochschule Biberach**

# **Immobilienmärkte.**

# **Immobilienpreise!**

# **Immobilienblasen?**

## Aufbau:

- (1.) Immobilienmärkte.
- (2.) Immobilienpreise!
- (3.) Immobilienblasen?
- (4.) Fazit

## (0.) Vorbemerkungen:

- Die Satzzeichen im Titel sind bewusst gesetzt:
  - (theoretische) **Deskription**     "."
  - (öffentliche) **Entrüstung**     "!"
  - (wissenschaftliches) **Urteil**     "?"
  
- Grundsatz des wissenschaftlichen Arbeitens:  
**"Der Titel ist die kürzeste Form einer Inhaltsangabe"**
  
- "General-Exkulpation" des Vortragenden für die folgenden Ausführungen:  
*Etwaige inhaltliche Restriktionen folgen den zeitlichen Restriktionen.*

## (1.) Immobilienmärkte.

Leitsatz: ***Eine sinnvolle Analyse setzt eine vernünftige Deskription voraus.***

### ► **Besondere Wahrnehmung in der Öffentlichkeit ("selektive Sichtweise")**

- Wohnungsmarkt der "**Big Seven**"  
(i.e. Berlin, Hamburg, München, Frankfurt, Köln, Düsseldorf, Stuttgart)
- Deutschland: **Polyzentralität** als Wesensmerkmal  
(dies gilt besonders im Auslandsvergleich!)



**Berlin - sog. "townhouses"**



**Schwerin - einfache Stadtteillage**

► **"Der" Immobilienmarkt ist ein überaus unvollkommener Markt**

- Es gibt keine homogenen Güter an identischen Standorten
- Die Reaktionsgeschwindigkeit des Marktes ist beschränkt
- Das Denkmuster "Quartiere" und "Solitäre" ist erforderlich  
(Praxis: "Jede Immobilie ist einzigartig" - stark **begrenzte Substituierbarkeit**)

► **Es gibt extrem heterogene Teilmärkte für Immobilien**

- Regionen ("Stadt und Land,...")
- Objektkategorien ("Wohnen, Büro, Handel,...")
- Mikrostandorte ("Stadtteil- und Blick-Lagen,...")
- Ausstattungsmerkmale ("einfach, gehoben, Luxus,...")
- (usw...)

Erläuterung zu Regionen und Standorten

- A-, B-, (C-, Peripherie-) Standorte = Das gilt in Makro- und in Mikrosicht
- d.h. "relative Sichtweise": Ein A-Standort hat B-Lagen; ein B-Standort hat A-Lagen

► **Praxis und Konsequenz**

Es existiert in der öffentlichen Diskussion eine (leider) nicht getrennte Verbindung von Deskription und Bewertung. Hieraus werden "Forderungskataloge" abgeleitet: Milieuschutz, Aufteilungshemmnisse, Abriss-/Baugebote, (Bestands-)Mieterschutz, Investitionsauflagen...

## Immobilienmärkte: Zwischenfazit...

- Die **subjektive Wahrnehmung von Teilmärkten in Ballungsräumen** entspricht nicht einem (objektiven aber sinnlosen) Durchschnitt eines (hypothetischen) Deutschland "Gesamtmarktes".
- Es gibt "per Saldo" **ebenso erhebliche Preisrückgänge wie Preissteigerungen**. Eine Aussage "per Saldo" ist allerdings für die konkrete Binnen-Migration von natürlichen Personen (z.B. Arbeitnehmer) und juristischen Personen (z.B. Firmen, Betriebe) wenig hilfreich.

## ...und Überleitung

- Auf den Folgeseiten werden **Transaktionskosten** (i.e. Grunderwerbsteuer, Notar, Grundbuchamt, Makler, rechtliche und/oder steuerliche Berater, usw.) nicht gesondert betrachtet.
- Die Preis steigernden **Wirkungen staatlicher Regulierungen** (i.e Baukosten: ENEV, Brandschutz, Schallschutz, usw.) werden ebenfalls nicht gesondert betrachtet.
  - Es wird folglich pauschal von "Immobilienpreisen" gesprochen.

## (2.) Immobilienpreise!

### Überblick:

- ▶ **Problematik: Beschreibung durch absolute Geldeinheiten**
  - ▶ **Grundsatz der Ertragsbewertung**
  - ▶ **Bewertungsparameter durch vorgegebene Werttreiber**
  - ▶ **Bewertung in Multiplikatoren**
  - ▶ **Bewertung in Quadratmeterpreisen**
  - ▶ **Bewertung in Renditebegriffen**
  - ▶ **Bewertung in Renditeabständen über "spreads"**
  - ▶ **Bewertung in Einkommens-/Kaufkraft-Relationen**
  - ▶ **Bewertung in Finanzierungsspielräumen**
- 
- ▶ **Problematik: Beschreibung durch absolute Geldeinheiten**

Absoluter Wert in Euro (=Kaufpreis) einer Liegenschaft

Eine Vergleichbarkeit dieses Maßstabs setzt eine **Normierung** und **Typisierung** voraus.

Beispiel: " Ein gebrauchtes Endreihenhaus mit ca. 110 QM Wohnfläche kostet in Berlin (außerhalb S-Bahn Ring) "X" Euro. "

## ► Grundsatz der Ertragsbewertung

Der Immobilienwert entspricht dem diskontierten Zahlungsstrom der (Netto)Mieteinnahmen:

$$\text{Wert} = \frac{E}{i} = \frac{E}{q - 1} \quad \text{mit} \quad i = \frac{P}{100} \quad \text{und} \quad q = 1 + i$$

$E = \text{Ertrag ("Jahresmiete")}$   
 $P = \text{Zinsfuß (z.B. 5,00\%)}$   
 $q = \text{Zinsfaktor (z.B. 1,05)}$

$$\text{Wert} = E * \frac{q^n - 1}{q^n * (q - 1)} \quad \begin{array}{l} n = \text{(Rest-)Nutzungsdauer} \\ w = \text{(Miet-)Wachstumsfaktor} \\ Kn = \text{Exit-Erlös nach n Jahren} \end{array} \quad \text{Wert} = E * \frac{q^n - qw^n}{q^n * (q - qw)} + \frac{Kn}{q^n}$$

## ► Bewertungsparameter durch vorgegebene Werttreiber

Werttreiber sind...	<b>Kapitalisierungszins</b>	$i$	(z.B. Anlage 3 BelWertV)
	<b>Nutzungsdauer</b>	$n$	(z.B. Anlage 2 BelWertV)
	<b>Bewirtschaftungskosten</b>	$BWK$	(z.B. Anlage 1 BelWertV)

Erfahrungswerte liegen oft innerhalb der "Leitplanken" einschlägiger Regelwerke

→ Immobilienwertermittlungsverordnung "ImmoWertV"

→ Beleihungswertverordnung "BelWertV"

## ► Bewertung in Multiplikatoren

Die oft so genannte "**Maklerformel**" (=Miet-Kaufpreis-Multiplikator-Methode, "MKPM") geht als "**Faustformel-Multiplikator**" von einer kapitalisierten (Netto-)Miete aus. Dies ist implizit eine unendliche konstante Rente.

Beispiel: Ein Mietertrag betrage 1 Geldeinheit. Diese wird mit 5% kapitalisiert.

$$\text{Multiplikator} = \frac{E}{i} = \frac{1}{0,05} = 20$$

...et vice versa: ("cap rate")  
" **Ein Multiplikator von 20 entspricht 5% Verzinsung** "

## ► Bewertung in Quadratmeterpreisen

### Kaufpreise

→ "Ein Quadratmeter der Flächenkategorie X in der Lage Y kostet Z Euro"

Beispiel: Der Quadratmeter Eigentumswohnung im Neubau kostet in guter Charlottenburger Wohnlage 5.500 Euro.

### Mietpreise

→ "Ein Quadratmeter der Flächenkategorie X in der Lage Y kostet Z Euro"

Beispiel: Der Quadratmeter Mietwohnung im Neubau kostet in guter Charlottenburger Wohnlage 12 Euro je QM im Monat.



## ► **Bewertung in Renditebegriffen**

Hohe (Miet-)Multiplikatoren und somit niedrige Mietrenditen werden von Investoren durch (subjektiv) hoch angesetzte Wertänderungsrenditen gerechtfertigt ("entschuldigt").

**Gesamtrendite = Anfangsrendite + Wertänderungsrendite**

→ Anfangsrendite = Mietrendite = Ankaufsrendite

→ Wertänderungsrendite = periodisierte Exit-Erwartung  
(=Weiterverkauf am Ende des Planungshorizonts)

## ► **Bewertung in Renditeabständen über "spreads"**

Basis: Bundesanleihe (bzw. Pfandbriefrendite)  
als "**risk free asset**" und (Risiko-)Aufschlag

Beispiel: Ein Investor fordert als Ertragserwartung seines Investments  
250 BP "über Bund" (i.d.R. Bundesanleihe 10 Jahre).

## ► **Bewertung in Einkommens-/Kaufkraft-Relationen**

Das regionale (unterschiedliche) Gehaltsniveau wird berücksichtigt

Beispiel: " Ein frei stehendes neues EFH mit ca. 120 QM Wohnfläche  
kostet in Frankfurt "X" Jahres-Netto-Gehälter "

## ► **Bewertung in Finanzierungsspielräumen**

Die Leitfrage lautet: " Wie viel Kredit (=also letztlich Kaufpreis) kann ich für "X" Euro im Monat (=also letztlich Annuität) aufnehmen? "

gegenwärtige Entwicklung: Die **Kaufpreise steigen** (=Quadratmeterpreise) aber die **Annuitäten sinken** (=Zinsniveau) trotzdem.

Beispiel: Ein Käufer ist in der Lage, Euro 1.000 im Monat (= "X") als Kapitaldienst zu erbringen. Das sind Euro 12.000 im Jahr.

Prämisse: Die Bank verlangt eine (Anfangs-)Tilgung von 1% p.a.

(Szenario a) (Kredit-)Zinsniveau 2% und (somit) Annuität 3% und bedienbares Kapital  $12.000 / 0,03 = 400.000$  Euro

(Szenario b) (Kredit-)Zinsniveau 5% und (somit) Annuität 6% und bedienbares Kapital  $12.000 / 0,06 = 200.000$  Euro

Konsequenz: Die niedrigen Finanzierungszinsen erhöhen den Finanzierungsspielraum signifikant. Höhere Kaufpreise können (problemlos) akzeptiert werden. Die Kaufpreise müssen sich verdoppeln, bis es "eng" wird (Prolongation, Entschuldung und (Anschluss-)Zinsbelastung bleiben unberücksichtigt)

**Vermutung: Sog. "Schwellenhaushalte" werden durch die "kritische" Anschluss-Annuität (Prolongations-)Probleme bekommen.**

## Immobilienpreise: Zwischenfazit

- Die meisten immobilienwirtschaftlich "üblichen" Indikatoren erreichen gegenwärtig in **Teilmärkten** ein Niveau, das historisch ohne Beispiel ist:
  - ▶ Bewertung in Multiplikatoren historisches "Hoch"
  - ▶ Bewertung in Quadratmeterpreisen historisches "Hoch"
  - ▶ Bewertung in Renditebegriffen historisches "Tal"
  - ▶ Bewertung in Renditeabständen über "spreads" (sehr niedrige spreads)
  - ▶ Bewertung in Einkommens-/Kaufkraft-Relationen (sehr hohe Werte)
  - ▶ Bewertung in Finanzierungsspielräumen historisches "Hoch"
- Die Aussage, ob sich **ex post** gebildete Entwicklungen **ex ante** zyklisch bewegen und/oder "normalisieren" werden, ist überaus spekulativ, denn -
  - *"Die Vergangenheit hat kein Gedächtnis"*
  - und
  - *"Ein Trend ist ein Trend, bis der Trend aufhört, ein Trend zu sein".*

### (3.) Immobilienblasen?

**Zynismus:**

***"In einer Blase lebt es sich bis zum Platzen derselben äußerst kommod!"***

#### ► Was ist überhaupt eine "Blase"?

→ Es gibt keine Legaldefinition

**Eine Blase zeichnet sich dadurch aus, dass gezahlte Preise signifikant oberhalb der fundamental gerechtfertigten Werte liegen.**

→ Dies ist eine "**Schein-Definition**" weil das Problem einer exakten Definition nur verlagert wird auf **Definitionsmerkmale mit Konkretisierungsbedarf**:

Was ist eigentlich... "signifikant", "fundamental", "gerechtfertigt", (...)

→ Der Verweis auf "langfristige Fundamentaldaten" verlagert (nur) das Definitionsproblem auf (historische) Laufzeiten und Durchschnittsbildungen

→ Theorie:       - **Unsicherheit** ("ex ante Erwartung versus ex post Realisation")  
                  - **Wertlehre** ("Wert und Preis"; "intrinsic value")

► **Verschiedene Indikatoren einer "Blase"**

historische Höchst-Stände bei: Kaufpreisen, Multiplikatoren, Finanzierungsspielräume

historische Niedrigst-Stände bei: Zinsen, Mietrenditen, Leerstände, Vermarktungszeiten  
(...diese o.g. Indikatoren sind offenkundig nicht unabhängig voneinander!)

► **Wesentlicher Blasen-Indikator; Praxis: "Die Kaufpreise laufen den Mieten davon"**

Es gibt eine Scherenbildung... (Wachstum 1) Mietpreise bei Mietwohnungen  
(Wachstum 2) Kaufpreise bei Eigentumswohnungen

...und die mathematische Konsequenz: sinkende Renditen → steigende Multiplikatoren

**Beispiel:** Wohnung 100 QM, Mietzins 10 Euro/QM, Bewirtschaftungskosten 15%  
**...in to Renditeforderung = Kalkulationszins = 5,00%** (d.h. Multiplikator 20,00)

**Wert:**  $(100 * 10 * 12 * (1,00 - 0,15)) = 10.200$  Euro Jahresnettomiete \* 0,05  
= 196.800 Euro (also ca. 2.000 Euro/QM)

**Situation** Der Mietzins liegt jetzt bei 11 Euro/QM  
**...in tn** Der Kaufpreis liegt aber jetzt bei 3.000 Euro/QM (also Euro 300.000)

**Wert:**  $(100 * 11 * 12 * (1,00 - 0,15)) = 11.220$  Euro Jahresnettomiete  
 $300.000 / 11.220 = 26,74$  als Multiplikator; somit gilt also:  $1 / 0,2674$   
= **3,74% Rendite** → **Der stärker gestiegene Kaufpreis mindert die Rendite**

## ▶ **Mietpreisbremse**

Hier gibt es Einschränkungen:

(u.a.) regionale Begrenzungen und zeitliche Befristung/en, keine Neuobjekte (...)

Wirkungsweise:

→ auf Neumieter:

Bonitäts-Arbitrage ("gute Risiken bekommen billigere Wohnungen")

→ auf Bestandsmieter:

positive Diskriminierung ("Schutz-"Wirkung durch "Outsider-Diskriminierung")

## ▶ **quantitative Kreditvergabe, volkswirtschaftliches Volumen der Immobilienkredite**

Bei Kreditvolumen und Kreditwachstum sind Steigerungen  
aber keine signifikanten Auffälligkeiten feststellbar

## ▶ **qualitative Kreditvergabe**

Die Standards der Kreditvergabe ("Bonitätsanforderungen") sind  
grundsätzlich unverändert (streng)

## Immobilienblasen: Zwischenfazit

- Historische Höchstwerte in Teilmärkten sind erst dann gefährlich, wenn diese Höchstwerte ex ante weiter fortgeschrieben werden und als Grundlage einer (überzogenen) Kreditvergabe dienen.
- Sog. "**Schwellenhaushalte**" (Segment: private customer) und sog. "**Spekulationsbauten**" (Segment: corporate customer) müssen über bekannte "covenants", Eigenmittelstandards, Tilgungsvereinbarungen und Prolongationsrechnungen (insb. "kritischer Anschlusszins") **aus üblicher ("konservativer") Risikosicht beurteilt** werden.
- Werden **qualitative und quantitative Kreditstandards nicht aufgeweicht**, sind akut auftretende Risiken beherrschbar.
- Bei weitgehenden Eigenkapitalfinanzierungen sind die obigen Überlegungen ohnehin bedeutungslos.

## (4.) Fazit

### "Nein"

- = **Es gibt nicht "die" Immobilienblase in Deutschland (insgesamt)**  
...weil es eben keine einheitlichen Immobilienmarkt gibt

### "Ja, signifikantes Risiko"

- = **Es gibt Indizien für Immobilienblasen in Teilmärkten**  
...weil das historisch niedrige Zinsniveau die Finanzierung hoher Kaufpreise ermöglicht  
...weil sich viele Kaufpreise von den Mieten "abgekoppelt" haben  
...weil zahlreiche Bewertungsparameter bislang nicht erreichte Größen annehmen  
(...aber: Der unterstellte Trend bzw. Zyklus der Vergangenheit kann womöglich nicht mehr verlängert bzw. wiederholt werden)

Die **Zukunftserwartungen von (internationalen) Investoren** leiten weiterhin Geld in Immobilien(-teil-)märkte, denn: "Deutschland ist sicherer Hafen" und "Deutschland ist im internationalen Vergleich unverändert noch billig".

- Jede** Stellungnahme zu Immobilienblasen kann von **Partikularinteressen** geleitet sein:
- **Mieterschutz**: steigende Mieten, deshalb Mieterschutz für angestammte Mieter
  - **Produktverkäufer**: Finanzmarktrisiken, deshalb "Betongold als Vermögensschutz"

**Keine** Stellungnahme kann die grundsätzliche Problematik lösen:

- " **Entwicklungen der Vergangenheit** ("ex post")  
**präjudizieren die Zukunft eben nicht** ("ex ante") "



**Kontakt Daten:**

**Prof. Dr. Ulf Lassen**

Professor für Investition und Finanzierung  
Studiendekan Betriebswirtschaft (Bau und Immobilien)



**Hochschule Biberach**  
**University of applied sciences**

**Karlstraße 11**  
**88400 Biberach**

**Mail**            **lassen@hochschule-bc.de**  
**Telefon**        **+49 - (0) 7351 582-415**  
**Fax**             **+49 - (0) 7351 582-449**  
**Mobil**          **+49 - (0) 177 752 65 32**

**Büro**            **Gebäude E, Raum E 2.03**  
**Sekretariat**   **+49 - (0) 7351 582-401**