



Prof. Dr. Tobias Just

# Werden auf den deutschen Wohnungsmärkten die Erwartungen für morgen gehandelt?

## Prognosen und schwarze Schwäne auf dem Immobilienmarkt



Dass demografische Trends für Immobilienmärkte wichtige Bestimmungsfaktoren sind, ist in der Branche weitgehend verstanden; dass die demografischen Trends in Deutschland regional höchst unterschiedlich ablaufen, wohl ebenfalls. Doch viele Immobilienanleger verbinden mit den demografischen Entwicklungen ein reines Zukunftsthema, das sie getrost noch ein paar Jahre unbeachtet ruhen lassen können. Dies mag angesichts der aktuellen Zuwanderungswelle aus Süd- und Osteuropa sogar richtig sein, doch allzu lange darf man das Thema nicht außer Acht lassen, denn weitblickende Investoren berücksichtigen die wahrscheinlich zukünftigen Entwicklungen bereits heute in ihren Preisgeboten.

### Demografische Entwicklungen für Deutschland

Seit gut vierzig Jahren werden in Deutschland weniger Kinder geboren, als ohne Zuwanderung und Alterung der Gesellschaft nötig wären, um die Zahl der Einwohner im Land konstant zu halten. Die mittlere Geburtenhäufigkeit belief sich seit 1970 auf nicht mehr als 1,4 Kinder je Frau. Da nun bereits die zweite Generation von Frauen in Deutschland zu wenige Kinder bekommt, wächst das Geburtendefizit. In den Jahren zwischen 2003 und 2010 sank die Zahl der Einwohner in Deutschland bereits um rd. 600.000 Menschen, weil die Nettozuwanderung nicht ausgereicht hat, um das Geburtendefizit zu kompensieren.

Zwar nahm die Zahl der Zuwanderer 2011 und 2012 sprunghaft zu, weil junge Menschen aus Süd- und Osteuropa Arbeit in Deutschland suchten, doch eine dauerhafte Trendwende ist hiermit noch nicht angelegt – zumal das Geburtendefizit ohne Anstieg der Fertilitätsrate in den kommenden Jahrzehnten wachsen wird. Im Jahr 2020 müssen jedes Jahr rd. 300.000 Menschen mehr nach Deutschland kommen als das Land verlassen, im Jahr 2050 müssten es schon über 500.000 Personen mehr sein – jedes Jahr. Solche hohen Nettozuwanderungszahlen wurden in den letzten fünfzig Jahren nur in sehr wenigen Ausnahmeh Jahren erreicht. Im Mittel lag die Nettozuwanderung nach Deutschland bei nicht mehr als 200.000 Personen pro Jahr. Ungeachtet der Bevölkerungszunahme 2011 und 2012 bleibt es daher sehr wahrscheinlich, dass für die kommenden Jahrzehnte mit einer schrumpfenden Einwohnerzahl in Deutschland gerechnet werden muss. Vor allem aber wird der Anstieg der Zuwanderungszahlen nicht den Alterungstrend aufhalten können.

Diese Entwicklungen werden auch die deutschen Wohnungsmärkte vor große Anpassungsherausforderungen stellen, weil Immobilien für Jahrzehnte gebaut werden. Die meisten Gebäude, die in den letzten zwanzig Jahren erbaut wurden, werden auch zur Mitte des Jahrhunderts noch stehen, wahrscheinlich werden das viele Nachkriegswohnungen und zahlreiche Gründerzeitimmobilien tun. Weil Immobilien eben solch eine lange Marktwirksamkeit haben, können die lang anhaltenden und langsam raumgreifenden demografischen Trends ihre starke Wirkung entfalten.

Für die Wohnungsmärkte ist zusätzlich von Bedeutung, dass die demografischen Trends regional sehr unterschiedlich verlaufen. Hohe Arbeitslosenquoten in den strukturschwachen Regionen drängen junge Menschen dazu, ihren Wohnsitz in jene Städte und Kreise zu verlegen, wo das Arbeitsplatzverlustrisiko deutlich geringer ist. Es wird insbesondere Stadtkreise geben, in denen die Zahl der Einwohner noch über Jahrzehnte zunehmen wird. Gleichzeitig wird es ländliche Kreise in strukturschwachen Räumen – nicht nur in Ostdeutschland – geben, wo sich die Zahl der Einwohner bis zur Jahrhundertmitte (zum Teil noch einmal) halbieren dürfte. Einzelne Dörfer könnten vollständig verwaisten.

### Implikationen für die Nachfrage auf den Wohnungsmärkten

Aus diesen Entwicklungen lassen sich mehrere Implikationen für die deutschen Wohnungsmärkte ableiten. Die gute Nachricht vorneweg ist, dass die aggregierte Wohnungsnachfrage wohl nicht so stark abnehmen wird, wie die Entwicklung der Zahl der Einwohner vermuten lassen könnte. Selbst



wenn nicht mehr als 200.000 Personen netto jedes Jahr nach Deutschland zuwandern sollten und die Zahl der Einwohner bis 2060 dann um rd. 10 Mio. abnehmen würde, so dürfte die Wohnflächennachfrage für Deutschland insgesamt noch mindestens bis zum Jahr 2025, vielleicht sogar darüber hinaus, zulegen. Selbst im Jahr 2035 könnte sie noch in etwa auf dem heutigen Niveau liegen. Dies lässt sich darauf zurückführen, dass in einer alternden Gesellschaft die Zahl der Personen je Haushalt tendenziell sinkt: Alte Menschen leben in Deutschland überwiegend in Ein- oder Zweipersonenhaushalten. Wenn es also mehr Senioren in Deutschland gibt als früher, so wird die mittlere Haushaltsgröße von aktuell gut 2 Personen auf knapp unter 1,9 Personen rutschen, und dies dämpft den Rückgang der Einwohnerzahl – denn letztlich treten Haushalte als Nachfrager nach Wohnraum auf.

Hinzu kommt, dass der sogenannte Remanenzeffekt zusammen mit einem Kohorteneffekt dafür sorgen wird, dass die nachgefragte Wohnfläche je Einwohner wahrscheinlich noch über Jahrzehnte ansteigen wird. Was verbirgt sich hinter diesen zwei Effekten? Der Kohorteneffekt beschreibt hier die Veränderungen, die zwischen zwei Seniorengenerationen zum Beispiel aufgrund steigender Einkommen, steigender Vermögen oder gesellschaftlicher Werteverstärkungen entstehen. Verkürzt lässt sich sagen, die heutigen Senioren fragen andere Wohnungen nach als die Senioren vor dreißig Jahren, und es gibt gute Gründe für die Annahme, dass auch die Senioren in der Zukunft etwas andere Wohnungen nachfragen werden als die Senioren von heute. Der Remanenzeffekt bildet ab, dass die meisten Menschen ihre Wohnungsnachfrage etwa ab ihrem 45 bis 50. Lebensjahr nur noch dann verändern, wenn sie es aus gesundheitlichen Gründen tun müssen. Wenn also die Kinder das Haus verlassen, nimmt die Wohnfläche pro Person zu, weil die Haushaltsgröße sinkt, nicht aber die Wohnungsgröße.

Im Durchschnitt wächst die Wohnflächennachfrage also noch viele Jahre weiter, auch wenn die Zahl der Einwohner bereits zu sinken begonnen hat. Genau dies war auch in den Jahren von 2003 bis 2010 zu beobachten: Sowohl die Zahl der Haushalte stieg an als auch die Wohnflächennachfrage. Die Zahl der Haushalte stieg in diesen Jahren des Bevölkerungsrückgangs um etwa 3,5%, die Wohnflächennachfrage sogar um fast 5%. Eine ähnliche Entwicklung ist auch für die nächste Phase eines dann wohl nachhaltigen Bevölkerungsrückgangs zumindest temporär plausibel – allerdings nicht überall.

In den Fortzugsregionen, beispielsweise in den ländlichen Regionen Ostdeutschlands, sind die Bevölkerungsrückgänge so schwerwiegend, dass sie nicht durch die oben beschriebenen Effekte kompensiert werden können. In solchen strukturschwachen Regionen wird die Nachfrage nach Wohnflächen sehr kräftig sinken. Dann ist es plausibel, dass dieser Nachfragerückgang dazu führen wird, dass die Wohnungsmieten und -preise dauerhaft und heftig unter Druck geraten wer-

den, weil das Wohnungsangebot nicht genauso schnell nach unten angepasst werden kann wie die Flächennachfrage. In den Zuzugsgebieten gilt indes kurzfristig, dass die Zusatznachfrage so lange für steigende Mieten und Preise sorgen wird, bis das Wohnungsangebot noch nicht hinreichend nachziehen konnte. Nun gibt es Städte in Deutschland, in denen es noch hinlänglich Flächenreserven gibt (z.B. Berlin), und es gibt Städte, wo es nicht mehr einfach möglich ist, das Angebot zu erhöhen (z.B. München).

Das bedeutet, in Zuzugsregionen ist der langfristige Preistrend nicht genauso leicht auf die demografischen Entwicklungen zurückzuführen wie in Schrumpfungsregionen. Der Zusammenhang zwischen den demografischen Trends und der Preisdynamik wäre demnach asymmetrisch: In Fortzugsregionen entsteht anhaltender Druck, das Aufwärtspotenzial in Zuzugsregionen richtet sich jedoch nach der Möglichkeit und der Bereitschaft, in der Stadt auch für zusätzliches Wohnraumangebot zu sorgen. Empirische Analysen können zeigen, dass diese Asymmetrie die Entwicklung der deutschen Wohnungspreise in den letzten Jahren sehr gut abbilden kann (vgl. Maennig/Dust 2008 sowie Just 2013). Immobilienanleger sollten daher mit Blick auf die demografische Entwicklung zunächst versuchen, risikobehaftete Standorte zu vermeiden, bevor sie bemüht sind, chancenreiche Standorte zu finden.

Dies gilt insbesondere auch deswegen, weil regionale Bevölkerungsvorausberechnungen sehr viel anspruchsvoller sind als Vorausberechnungen für Deutschland insgesamt. Dass dies so anspruchsvoll ist, hat weniger mit der schwierigen Planbarkeit von Geburtenzahlen oder von Sterberaten zu tun als viel mehr mit den schwankungsanfälligen Binnenwanderungsströmen. Diese sorgen dafür, dass es bei den Bevölkerungsprognosen für Städte und Landkreise zu deutlich stärkeren Revisionen der Prognosen kommt als für Deutschland insgesamt – dies macht regionale Bevölkerungsprognosen vergleichsweise unsicher.

### Preiswirkungen bereits heute erkennbar

Regionale Bevölkerungsvorausberechnungen werden von Immobilienprofessionals unterdessen mit großer Aufmerksamkeit beachtet. Gleichzeitig gelten sie aufgrund der geringen Stabilität der Binnenwanderungsströme als unsicher. Dies wirft zwei weitere wichtige Fragen auf: Erstens, wenn die kleinräumigen Prognosen von Immobilieninvestoren tatsächlich beachtet werden, wäre es seltsam, wenn diese Investoren ihre heutigen Investitionsentscheidungen nicht wenigstens zu einem Teil an diesen Prognosen ausrichten würden. Zuzugsregionen wären eher gefragt als Fortzugsregionen. Ähnlich wie auf Aktienmärkten letztlich die Erwartungen an die Zukunft gehandelt werden, ließe sich dies auch auf Wohnungsmärkte übertragen. Die Frage wäre dann also, inwieweit die heutigen Preise und Mieten die erwartete Bevölkerungsdynamik bereits



enthalten. Zweitens, die Unsicherheit der regionalen Bevölkerungsprognose erhöht letztlich das Risiko der Immobilienanlage, weil ein entscheidender Bestimmungsfaktor als mehr oder weniger verlässlich eingestuft wird. Es wäre dann plausibel, dass risikoabgeneigte Immobilieninvestoren lieber dort investieren, wo sie die verfügbaren Informationen als verlässlich einstufen.

Die Frage wäre dann, ob sich dies aus verfügbaren Daten berechnen lässt. Für beide Fragen lassen sich mit Daten untermauerte Antworten geben. Kurz gesagt, Immobilieninvestoren berücksichtigen die wahrscheinlichen demografischen Entwicklungen bei ihren Preisgeboten schon heute und bewerten sogar die regional (empfundene) unterschiedlichen Prognoseunsicherheiten. Dies wird im Folgenden mit Hilfe von Wohnungsmarktdaten für knapp 100 deutsche Städte illustriert.

In einem ersten Schritt wurden drei aufeinander folgende Bevölkerungsprognosen des Bundesamts für Bauwesen und Raumordnung (BBR, später jene des BBSR) aus den Jahren 2003, 2006 und 2009 für knapp 100 Städte zusammengefasst. Die mittlere Bevölkerungsprognose ist der Mittelwert der Bevölkerungsveränderung für diese Städte aus den drei Prognosen. Daneben wurde auch die Prognosespanne ermittelt. Diese misst die maximale Abweichung der drei Bevölkerungsprognosen in Prozentpunkten. Wenn beispielsweise im Jahr 2003 für eine Stadt ein Bevölkerungsrückgang von 5% bis 2020 prognostiziert wurde und sechs Jahre später ein Zugewinn von 5%, so beläuft sich die Prognosespanne auf 10 Prozentpunkte. Hier ist die Unsicherheit der demografischen Entwicklung offenbar größer als in einer Stadt, für die es keine Prognoseanpassungen gegeben hat.

In einem zweiten Schritt werden die mittleren Wohnungsmieten in Relation zu den mittleren Kaufpreisen des Jahres 2010 gesetzt. In Abbildung 1 kann man erkennen, dass es einen Zusammenhang zwischen der Bevölkerungsperspektive und der Höhe der Mietrendite gibt. Je schlechter der Bevölkerungsausblick, desto höher fällt auch die Mietrendite aus. Offenbar verlangen Investoren eine Risikoprämie für demografisch belastete Regionen. Dieser Zusammenhang kann zwischen den Top-Regionen und den schlechtesten Regionen über 200 Basispunkte Renditedifferenz erklären. Freilich zeigt die Abbildung auch, dass der Zusammenhang keineswegs perfekt ist. Die Schwankung der Punktelwolke um die geschätzte Trendgerade beträgt bis zu 300 Basispunkte. Demografie erklärt eben nicht alle Preisdifferenzen auf den Wohnungsmärkten, und die Risiken der demografischen Entwicklung lassen sich eben nicht mit endgültiger Sicherheit berechnen. Ähnliche Ergebnisse weisen auch Pomogajko und Voigtländer (2012) in ihrer Analyse aus.

Trägt man dann in einem nächsten Schritt die Prognosespanne, also quasi das Maß für die Prognoseunsicherheit gegen

die Mietrendite ab, zeigt sich ebenfalls eine vergleichsweise enge Beziehung: Städte, in denen die Bevölkerungsprognose als vergleichsweise unsicher gelten muss, in denen die Prognosespanne also groß ist, sind überdurchschnittlich häufig Städte mit höherer Mietrendite. Immobilieninvestoren verlangen also nicht nur für das demografische Risiko, sondern auch für die Unsicherheit der Prognose eine Risikoprämie. Natürlich schauen die Investoren nicht auf die quantitative Dimension der Prognosespanne, diese Daten werden nur in sehr wenigen Publikationen verwendet und dann in der Regel auch nur in aggregierten Darstellungen. Die Prognosespanne ist eine Näherung der möglichen Unsicherheit, die Investoren fühlen könnten. Wenn aber schon die Bevölkerungsforscher innerhalb von wenigen Jahren ihren Ausblick für eine Stadt revidieren müssen, so werden Investoren sich nicht sicherer fühlen. Da die Prognoseänderungen des BB(S)R auf veränderten Rahmendaten fußen, die auch für Investoren zugängliche Informationen sind, ist es plausibel, dass die Prognosespanne auch die wahrgenommene Unsicherheit der Investoren abbilden dürfte.

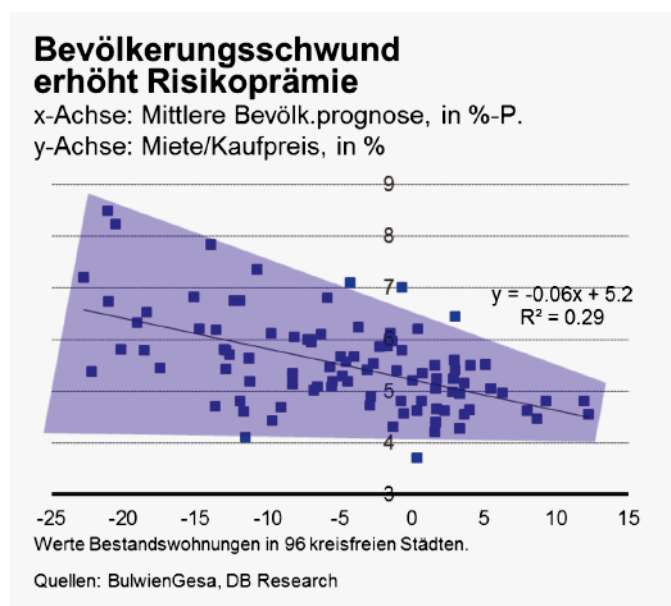


Abb. 1: Bevölkerungsentwicklung und Risikoprämie

Selbst wenn man beide Aspekte zusammen in einer ökonomischen Schätzgleichung berücksichtigt (multiple Regressionsmodelle), bleiben diese Zusammenhänge erhalten. Es handelt sich also nicht um das Messen desselben Zusammenhangs mit zwei unterschiedlichen Variablen, sondern um zwei isoliert und statistisch signifikante Effekte.

Auch für diese zusammengefassten Schätzgleichungen gilt jedoch, dass sie nur einen Teil der Unterschiedlichkeit der Mietrenditen zwischen den Städten erklären können. Die Modelle können maximal dreißig bis vierzig Prozent der Schwankung der Mietrenditen erklären. Für solche Modelle ist dies freilich kein schlechtes Ergebnis. Die Welt ist eben deutlich unsicherer als viele Investoren (und Analysten) glauben.



## Schlussbemerkungen

Zusammenfassend lässt sich also sagen, dass die demografischen Trends von vorausschauenden Investoren heute schon in ihren Preiskalkulationen zumindest teilweise berücksichtigt werden. Die heutigen Mietrenditen spiegeln die möglichen demografischen Entwicklungen der Zukunft wider. Immobilien in Städten mit schlechter Bevölkerungsperspektive müssen bereits heute eine höhere Mietrendite erwirtschaften als Immobilien in Städten mit günstigerer Perspektive. Und in Städten mit unsicherer Prognose scheinen die Investoren eine zusätzliche Risikoprämie zu verlangen. Dies ist besonders beachtlich, denn die Prognosespanne ist letztlich nur eine Annäherung an die möglicherweise empfundene Prognoseunsicherheit. Die nachweisbare Korrelation zwischen dieser Größe und der Mietrendite deutet jedoch darauf hin, dass Investor ein Gefühl für die Sicherheit einer regionalen Entwicklung entwickeln.

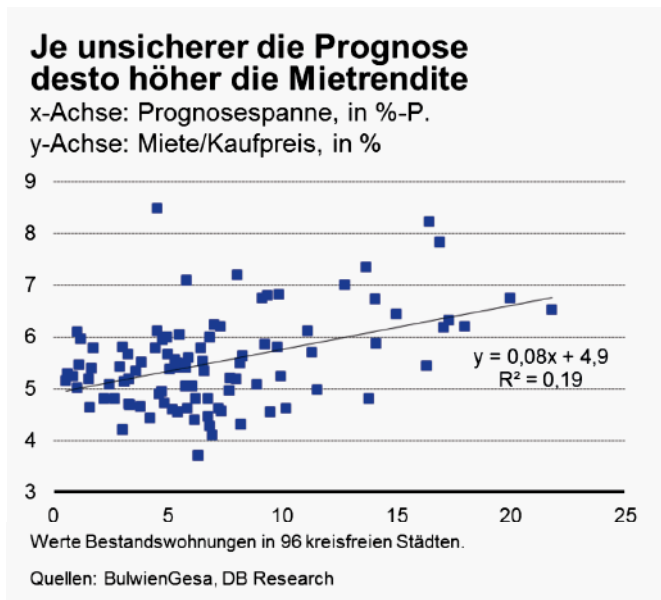


Abb. 2: Prognose und Mietrendite

Auch wenn die gezeigten Schätzergebnisse statistisch signifikant sind, sollte man die damit verbundenen Ergebnisse vorsichtig interpretieren. Sie bedeuten nicht, dass die heutigen regionalen Bevölkerungsprognosen auch die tatsächliche Entwicklung in der Zukunft abbilden. Das können sie nicht – oder eben nur so gut wie die heutigen Informationen in die Zukunft schauen. Auch jene Regionen, die heute als vergleichsweise sicher zu prognostizieren bewertet werden, sind erratischen Schocks unterworfen: Es gibt Naturkatastrophen, erfolgreiche oder erfolglose Regionalpolitiker sowie gute oder schlechte Unternehmer. Diese Faktoren können innerhalb weniger Jahre – mitunter sogar innerhalb weniger Tage – dafür sorgen, dass eine Region prosperiert oder in Schwierigkeiten gerät. Dann kann sehr rasch aus einer Zuwanderungsregion eine Fortzugsregion werden oder umgekehrt. Natürlich ist es nicht sehr wahrscheinlich, dass eine Region wie Lüneburg oder München innerhalb weniger Jahre an Attraktivität ge-

genüber Chemnitz oder Frankfurt (Oder) einbüßt. Es bedarf schon besonderer Ereignisse, um solche Umschwünge entweder auf Seiten von Chemnitz oder auf Seiten von München zu bewirken.

Seit dem Bestseller von Nassim Taleb hat sich für solche einschneidenden Ereignisse der Begriff der Schwarzen Schwäne etabliert. Damit bezeichnet man sehr seltene Ereignisse, deren Eintreffen große Bedeutung entfalten kann und deren Eintrittswahrscheinlichkeit zwar sehr klein ist, aber regelmäßig unterschätzt wird. So wie Europäer bis zur Entdeckung von schwarzen Schwänen in Australien glaubten, dass Schwäne immer weiß wären, gehen wir heute davon aus, dass München immer prosperiert. Das ist mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit eine gute Prognose für die nächsten Jahre, aber eine vollständige Sicherheit kann es nicht geben. Für Immobilienmarktakteure ist hierbei wichtig, dass Schwarze Schwäne auf Stadtebene vergleichsweise unscheinbar sein können, um die Erwartungen massiv zu enttäuschen. Und Immobilienmarktakteure sollte beachten, dass wenn sie entgegen allgemeiner Marktmeinung felsenfest mit dem Abstieg von München als Top-Immobilienstandort rechnen, ihr ganz persönlicher Schwarzer Schwan ist, dass München weiterhin und dauerhaft zu den Top-Städten gezählt werden kann.

Prof. Dr. Tobias Just

Lehrstuhl für Immobilienwirtschaft, **IREBS** – Institut für Immobilienwirtschaft, Universität Regensburg

Geschäftsführer der **IREBS** Immobilienakademie GmbH, Kloster Eberbach

## Quellen:

Just, Tobias (2011): Regionale Bevölkerungsprognosen: Unsicher, instabil, dennoch wertvoll. In: Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen 509, Frankfurt am Main.

Just, Tobias (2013): Demografie und Immobilien. 2. Auflage, Oldenbourg Verlag, München.

Maennig, W./Dust, L. (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, S. 63-69.

Pomogajko, K./Voigtländer, M. (2012): Der Einfluss der erwarteten Flächennachfrage auf die heutigen Wohnimmobilienpreise. In: IW-Trends Nr. 2 vom 10. Mai 2012, Köln.

Taleb, N. (2008): Der Schwarze Schwan. Die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse, Hanser, München.