

Wohnimmobilien 2015:

Marktausblick und Implikationen der demografischen Entwicklung für Immobilienerbschaften

Studie der Universität Regensburg (IREBS) im Auftrag der Deutschen Bank

Prof. Dr. Tobias Just (IREBS) | Jochen Möbert (Deutsche Bank Research)
Michael Heinrich (IREBS) | Claudia Orszulok (IREBS)



INHALTSVERZEICHNIS

1	MARKTENTWICKLUNG FÜR DEUTSCHE WOHNIMMOBILIEN 2015	2
1.1	Gesamtwirtschaftliches Umfeld	3
1.2	Wohnungspreisentwicklung in Deutschland und Europa	6
1.3	Wohnungspreisdynamik: B-Städte sehr beliebt	13
1.4	Steigen die Wohnungspreise in Deutschland zu stark?	17
1.5	Wie erschwinglich sind deutsche Wohnungen?	20
1.6	Lohnen Investitionen in Bestandsgebäude?	22
1.7	Wohnungspolitische Antworten bergen mittelfristige Risiken	26
1.8	Schlussbemerkungen: Keine Blase ist keine Wertgarantie	27
2	IMMOBILIEN – DIE GRÖßTE REALE ANLAGEKLASSE	29
3	DEMOGRAFISCHE TRENDS UND DIE AUSWIRKUNGEN FÜR DEUTSCHE IMMOBILIENMÄRKTE	30
3.1	Demografische Veränderungen	30
3.2	Nachfrage nach Wohnraum wird weiter steigen	35
3.3	Wohnen im Alter	36
3.4	Technische und organisatorische Lösungen für eine alternde Gesellschaft	39
3.5	Förder- und Finanzierungsmaßnahmen altersgerechter Umbauten	40
4	DIE IMMOBILIENERBMASSE IN DEUTSCHLAND BIS 2025	42
4.1	Entwicklung und Struktur des deutschen Immobilienbestandes	44
4.2	Aufbau von Vermögen im Lebenszyklus	48
4.3	Modernisierung und Sanierung von Bestandsobjekten	53
4.4	Gesetzlicher Rahmen und Rahmenänderungen	54
5	MARKTIMPLIKATIONEN DIESER ENTWICKLUNGEN	55
5.1	Strukturen vererbter Immobilien	55
5.2	Neue Nutzungsformen und Finanzierungsmodelle	57
6	SCHLUSSBEMERKUNGEN	58
	LITERATURVERZEICHNIS	60

1 Marktentwicklung für deutsche Wohnimmobilien 2015

Die Nachfrage nach deutschen Wohnimmobilien blieb auch 2014 sehr stark: Dies gilt sowohl für private Käufer, die entweder für den Eigenbedarf oder als Kapitalanlage in Wohnungen investieren möchten, es gilt aber auch für institutionelle Anleger, die wieder verstärkt in große Wohnungsportfolios investieren. Allein im ersten Halbjahr 2014 sind nach Angaben des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) insgesamt fast 240.000 Wohneinheiten in großen Portfolios mit mindestens 800 Wohneinheiten veräußert. Dies entsprach nicht nur dem Volumen aller veräußerten Wohnungen des Jahres 2012, es deutet sich sogar an, dass die sehr hohen Volumina der Jahre 2004 und 2005 auch im letzten Jahr erreicht worden sein könnten. Ähnlich wie in der damaligen Phase waren auch 2014 Großtransaktionen maßgeblich für die Entwicklung bei den Portfoliotransaktionen.¹

Drei Unterschiede zwischen der aktuellen und der damaligen Begeisterung für deutsche Wohnungen sind hierbei freilich beachtenswert: Erstens spielen Wiederverkäufe (insbesondere von Immobilien börsennotierter Unternehmen) eine viel größere Rolle als vor zehn Jahren. Zweitens gibt es heute anders als 2004/2005 quasi keine Verkäufe öffentlicher Wohnungsbestandshalter, und drittens sind die Portfoliotransaktionen heute viel eher ein Abbild der Entwicklungen auf den deutschen Wohnungsmärkten als vor zehn Jahren. 2004 beschränkten sich die Nachfragezuwächse ausschließlich auf das Segment der gekauften Portfolios durch (zum Teil stark durch Fremdkapital finanzierte) institutionelle Investoren. Heute indes kaufen auch vermehrt Privatanleger deutsche Wohnungen, nicht zuletzt weil es heute viel stärkere Verknappungszeichen gibt als 2004; sprich es gibt heute deutliches Mietwachstum. Die fundamentalen Gründe sprachen spätestens ab 2009/2010 für Wohnungsanlagen (vgl. z.B. Just, 2010).

Daraus lassen sich vier zentrale Fragen ableiten, die wir in folgenden Marktausblick beantworten möchten: 1) Werden die gesamt- und immobilienwirtschaftlichen Treiberfaktoren der Wohnungsnachfrage auch 2015 zu Preis- und Mietsteigerungen auf dem deutschen Wohnungsmarkt führen? 2) Gibt es Anzeichen für eine Marktüberhitzung? 3) Welche Regionen sind aktuell für Wohnungsanlagen attraktiv? 4) Hat die Politik die richtigen Stellschrauben justiert, um den Knappheiten auf den Wohnungsmärkten angemessen zu begegnen?

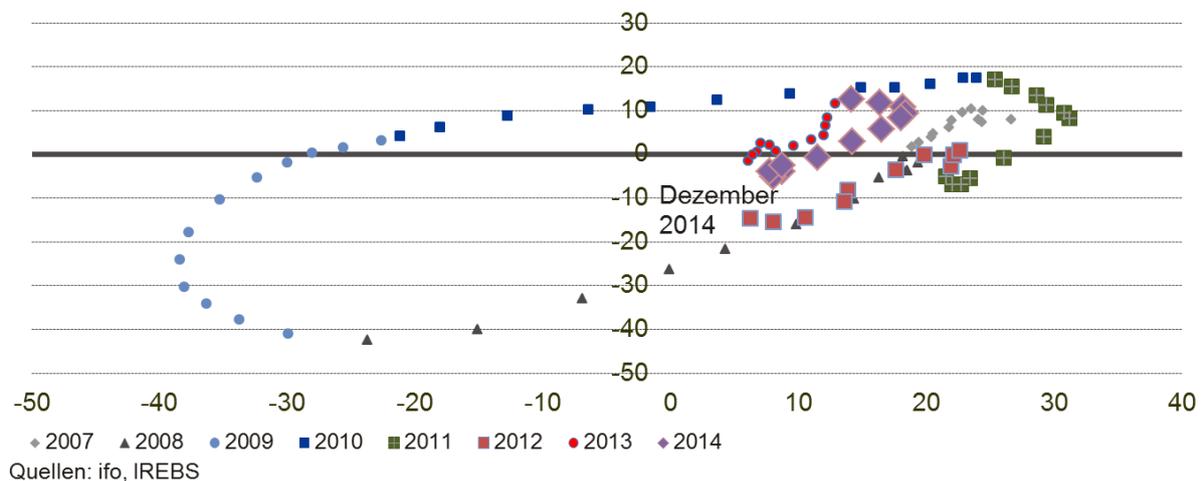
¹ Für die Entwicklung in den Jahren 2004/2005 siehe zum Beispiel Just/Reuther (2005).

1.1 Gesamtwirtschaftliches Umfeld:

Anfang des Jahres 2014 standen nahezu alle konjunkturellen Zeichen auf Wachstum: Beide Komponenten des ifo-Geschäftsklimaindex, die Einschätzung der aktuellen Lage sowie die Erwartung an die Entwicklung in den kommenden sechs Monaten, wurden von einer deutlichen Mehrheit der befragten Unternehmen als positiv eingeschätzt. Zwölf Monate später hat sich das Bild spürbar gewandelt. Der Index für die Geschäftssituation rutschte um 10 Indexpunkte nach unten, die Erwartungskomponente liegt sogar seit fünf Monaten im Minus. Das heißt, mehr Unternehmen blicken pessimistisch nach vorne als optimistisch.

Kräftiges Wachstum ist nicht in Sicht - aber auch keine neue Krise

x-Achse: ifo-Geschäftssituation, Diffusionsindex
y-axis: ifo-Geschäftserwartungen, Diffusionsindex



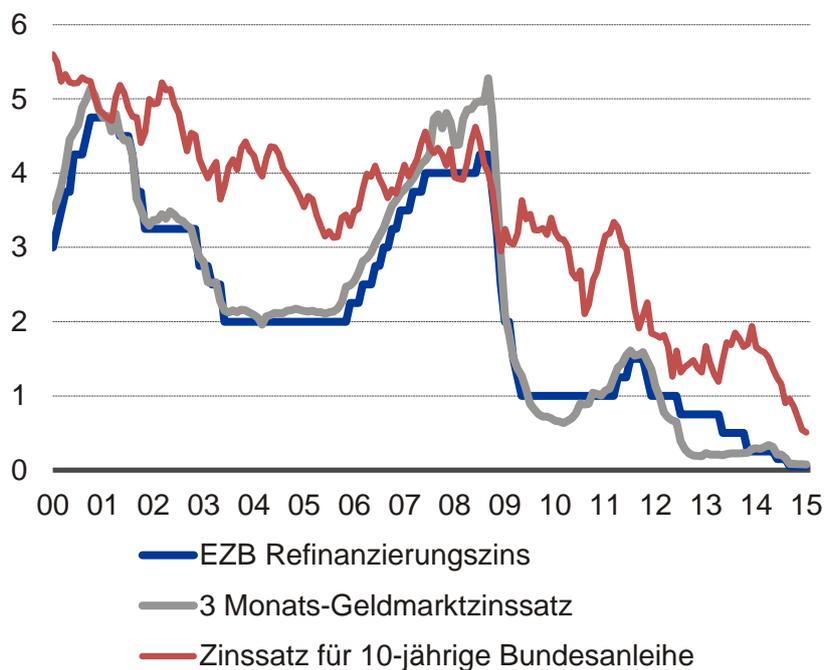
Tatsächlich wuchs die deutsche Wirtschaft 2014 quasi ausschließlich in den ersten drei Monaten, sodass für das gesamte Jahr 2014 nur ein Mini-Wachstum ausgewiesen wird. Immerhin dürften die Privaten Konsumausgaben sowie die weiterhin rege Bautätigkeit – hier insbesondere der Wohnungsbau – dafür sorgen, dass das Wirtschaftswachstum 2015 mit rund 1% gg. Vorjahr wieder etwas höher ausfallen dürfte als 2014. Der weiterhin sinkende Ölpreis stimuliert zusätzlich die deutsche Wirtschaft.

Weil die Wirtschaft mit viel Schwung ins Jahr 2014 gekommen war und (zumindest bisher) auch nicht in eine Rezession abzugleiten droht, blieb der Arbeitsmarkt von der Schwächephase unbeeindruckt. Die Zahl der Beschäftigten nahm in den letzten 12 Monaten sogar weiterhin deutlich zu. Für die Wohnungsmärkte dürfte das hohe Maß an Arbeitsplatzsicherheit schwerer wiegen als der geringe Zuwachs an inländischer Produktion, denn gerade für langfristige Investitionen wie den Wohnkauf ist die Stabilität der Erwerbseinkommen für die

allermeisten Menschen wichtiger als ein paar Euro mehr oder weniger pro Monat. Hinzu kommt, dass die noch immer nicht abgeklungene Staatsschuldenkrise im Euroraum der Europäischen Zentralbank kaum Spielraum für steigende Zinsen lässt. Sowohl die kurz- als auch die langfristigen Zinsen befinden sich am oder in der Nähe des historischen Tiefpunktes. Dies ist wichtig, denn für die Bedienung eines 200.000 Euro-Kredits entspricht jeder Prozentpunkt geringerer Bauzinsen einer Ersparnis von 2.000 Euro pro Jahr.

Zinsen auf historischem Tiefstand

in %



Quelle: Deutsche Bank

Für 2015 ist sogar zu erwarten, dass die Europäische Zentralbank neben dem Zinsinstrument auch weiterhin als „lender of last resort“ auftreten wird und ihre Bilanz um etwa 1000. Mrd. Euro ausweiten dürfte. Dies dürfte die Immobilienpreise und Finanzmärkte zwar mehr beflügeln als die Realwirtschaft, doch auch für das Verarbeitende Gewerbe werden eher zusätzliche Impulse als Belastungen durch diese Maßnahme erwartet.

Die anhaltende konjunkturelle Schwäche in Südeuropa sorgt aber nicht nur über den Zinskanal für Schwung auf den deutschen Wohnungsmärkten, sondern auch darüber, dass mehr Menschen aus Südeuropa nach Deutschland wandern als vor der Finanzkrise. Hinzu kommen Zuwanderer aus Osteuropa, die erst seit wenigen Jahren in wichtige arbeitsintensive Branchen wie die Bauwirtschaft eingesetzt werden dürfen. Es ist unwahrscheinlich, dass der

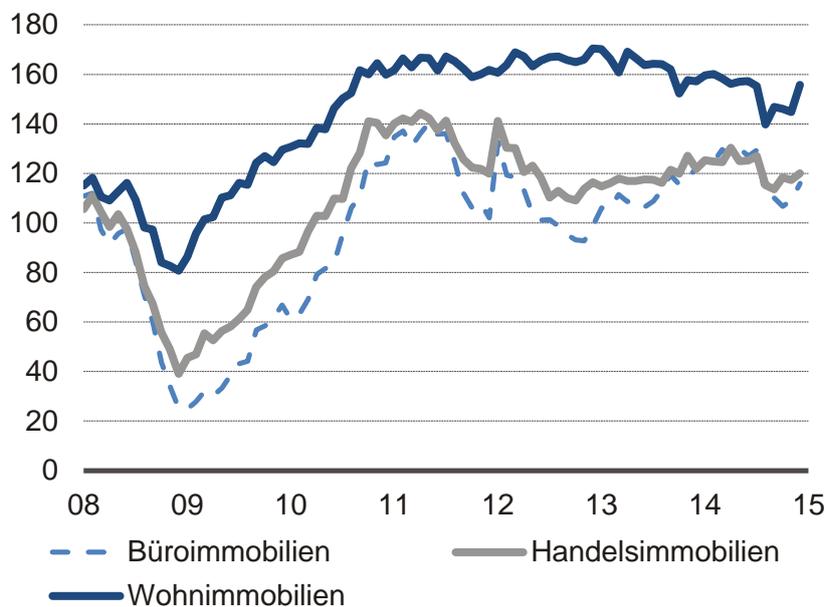
Nettozuwanderungssaldo 2015 nennenswert unter den hohen Werten der letzten drei Jahre liegen wird. Allein diese Zuwanderung rechtfertigt mehr als 150.000 zusätzliche Wohneinheiten pro Jahr.

Schließlich dürfte auch 2015 einer der wichtigsten Motivationsfaktoren für eine Anlage in deutsche Wohnimmobilien sein, dass die Alternativen an risikoarm empfundenen Anlageformen aktuell nicht sehr groß scheinen. Die langfristigen Zinsen sind wie gesagt auf historischem Tiefstand, kurzfristige deutsche Staatsanleihen liegen vorübergehend, je nach Stand der Staatsschuldenkrise, sogar mitunter unterhalb der Nulllinie. Aktien sind für viele risikoaverse Anleger keine hinreichende Alternative.

Insgesamt ist zwar die gesamtwirtschaftliche Großwetterlage keineswegs einfach, doch die Gemengelage aus niedrigen Zinsen, hoher Zuwanderung und mangelnden Anlagealternativen bietet weiterhin gute Gründe für Wohnungsanleger. Dies zeigt auch das Barometer der deutschen Immobilienwirtschaft. Gemäß dem von BulwienGesa erhobenen Immobilienklima-Index schätzen die befragten Professionals der Immobilienwirtschaft insbesondere die Wohnungswirtschaft als interessante Anlagemöglichkeit ein. Bis zuletzt liegen die Umfragewerte nicht nur deutlich oberhalb der Wachstumsschwelle von 100 Indexpunkten, sondern auch gut 25 Punkte oberhalb der Indexwerte für Büro- oder Einzelhandelsinvestments.

Deutsche Wohnimmobilien: Weiterhin Anlegers Liebling

Immobilienklima, Umfragewerte;
Indexwerte > 100 signalisieren Wachstum



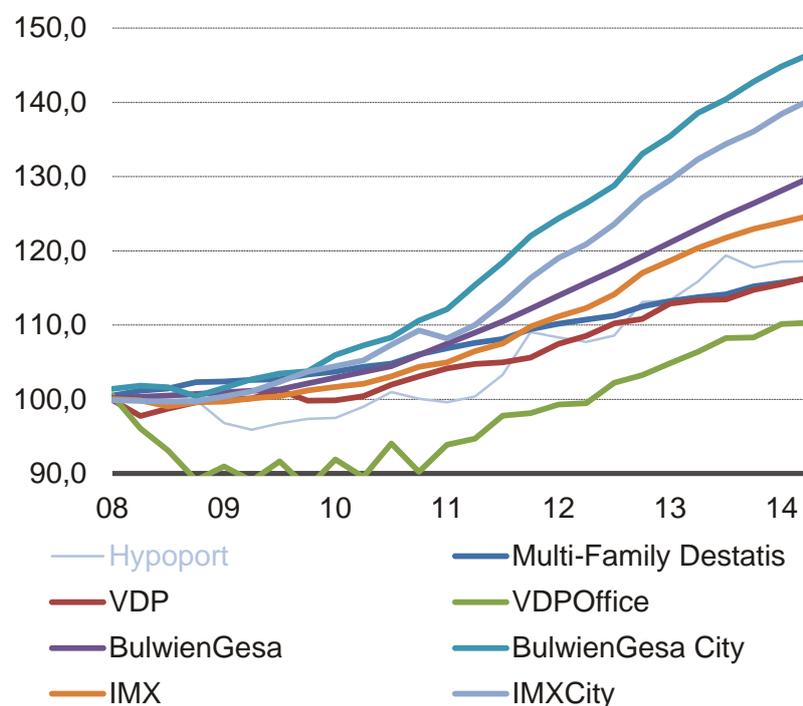
Quellen: Deutsche Hypo, BulwienGesa

1.2 Wohnungspreisentwicklung in Deutschland und Europa

Die nationalen Wohnimmobilienindizes sind von ihren Tiefpunkten der letzten fünf Jahre um rund 20% gestiegen. Die BulwienGesa Daten zeigen für Deutschland einen Anstieg von rund 30%. In den Großstädten sind die Preise sogar um über 40% gestiegen. Dabei haben sich jüngst die nominalen Wachstumsraten ein wenig abgeflacht, jedoch scheint der Trend insbesondere in den strukturstarke Städte, angesichts der Angebotsknappheit in diesen Märkten, ungebrochen.

Wohnimmobilienpreise

1Q08=100

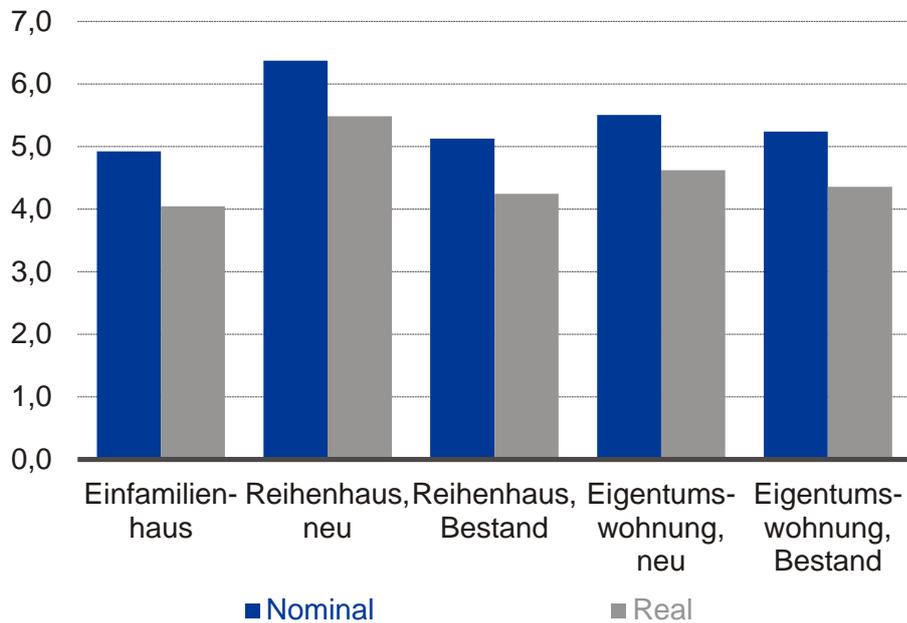


Quellen: siehe Legende, Deutsche Bank Research

Gemäß der Bundesbankmethodik (BulwienGesa Index) verteuern sich die Hauspreise im Jahr 2014 im Durchschnitt um 5,4%. Damit liegt die Wachstumsrate zwar unter den beiden Vorjahren (2012 6,3% gg.Vj., 2013 6,3%), aber inflationsbereinigt ist keine abflauende Preisdynamik festzustellen (2012 4,1%, 2013 4,6%, 2014 4,5%). Interessant ist, dass die Hauspreise ähnlich stark wuchsen wie die Preise für Eigentumswohnungen, während in den Vorjahren die Apartmentpreise deutlich höhere Wachstumsraten aufwiesen als die Häuserpreise. Hier spiegelt sich womöglich wieder, dass aufgrund des geringen Angebots an Neubauwohnungen in Großstädten (A-Städten) alternativ Häuser in A-Städten und Wohnungen in B/C-Städten als Investitionsobjekte gewählt werden.

Hauspreise 2014

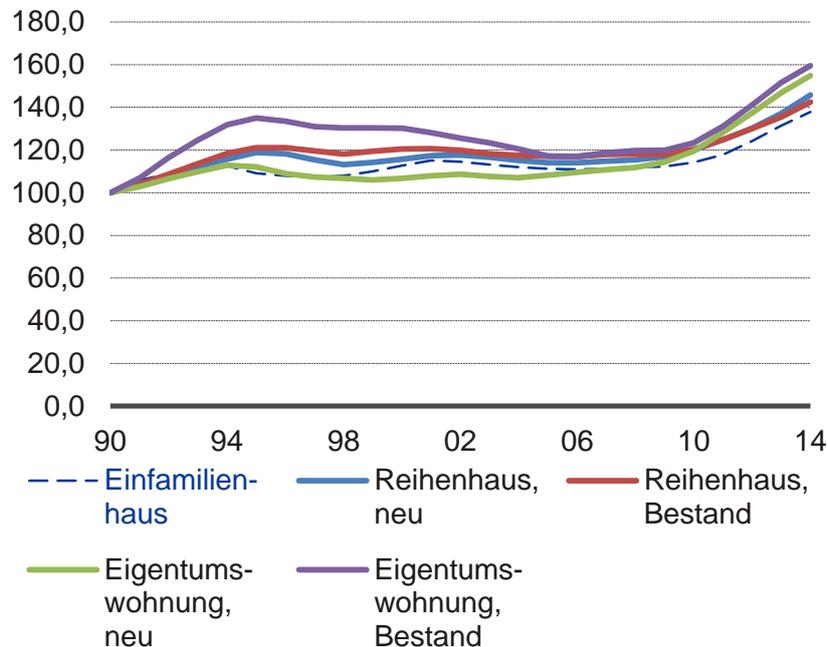
Veränd. in % gg. Vorjahr



Quelle: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

Preise für Wohnimmobilien

1990 = 100



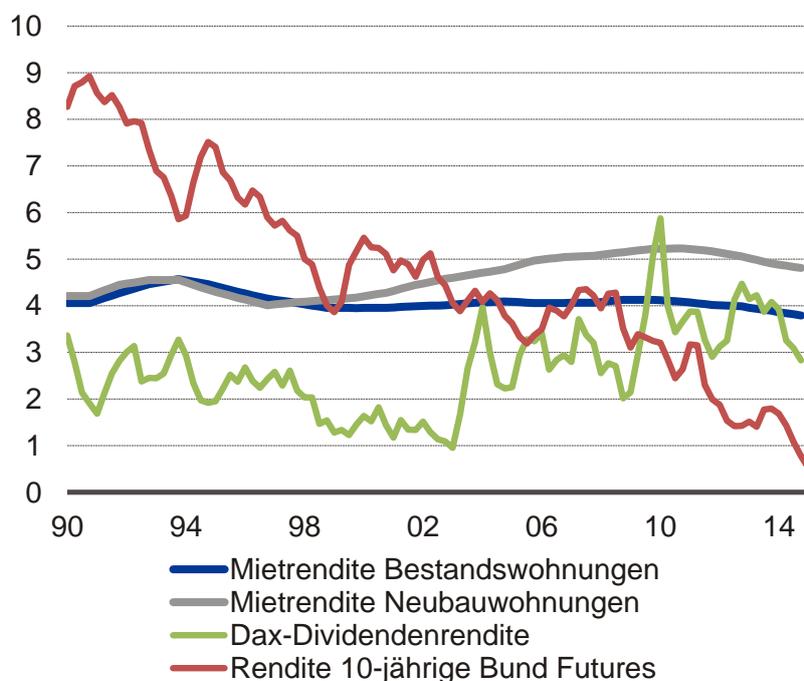
Quelle: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

Die Wohnungsmieten stiegen im Jahr 2014 dagegen deutlich langsamer mit nur noch 2,8% im Bestand und 3,3% für Neubauten. Entsprechend sinken die Mietrenditen auf Wohnungen, ohne Transaktionskosten und ohne Fremdkapitalaufnahme, auf ihre Allzeittiefs von 3,8% p.a. für

neue Wohnungen und 4,8% für Bestandswohnungen. Die langsamer steigenden Mieten und der Rückgang der Mietrenditen sind vor allem auf die ultraniedrigen Kapitalmarktzinsen zurückzuführen (obwohl die Mietpreisbremse auch ein Faktor sein könnte). Aktuell liegen die 10jährigen deutschen Staatsanleihen bei 0,5%. Damit erreichen die Spreads über Bunds neue Allzeithochs und Wohnimmobilien bleiben äußerst attraktiv. Gemäß der EZB-Statements zu Beginn des Jahres und der weiter absinkenden Inflationsraten werden weitere Anleihekäufe seitens der EZB immer wahrscheinlicher. Entsprechend sollten Wohnimmobilienrenditen für mehrere Jahre mehr Rendite abwerfen als deutsche Staatsanleihen.

Wohnungen bieten relativ hohe Auszahlungsrenditen

in %



Quellen: Bloomberg, BulwienGesa, DB Research

Die niedrigen Kapitalmarktzinsen haben auch die langfristigen Baufinanzierungszinsen für das Neugeschäft im Laufe des Jahres deutlich nach unten gedrückt. Laut EZB liegen sie im Oktober bei 2,2%, und damit mehr als 70 Basispunkte unter dem Zinsniveau zu Beginn des Jahres 2014 (2,9%). Aufgrund der seither weiter abgesunken Renditen auf deutsche Staatsanleihen sollten die Baufinanzierungszinsen weiter gefallen sein. Jedoch betont die Immobilienbranche selbst zunehmend die Zinsänderungsrisiken, die sich durch weiter fallende Zinsen in der Zukunft ergeben könnten, sodass die Anpassung an niedrigere Renditen auf Staatsanleihen womöglich nur langsam vollzogen wird oder die Zinsen auf dem jetzigen Niveau sogar verharren könnten.

Weiterhin gilt, dass die Zinselastizität der Kreditnachfrage niedrig ist. In den letzten Jahren hat der deutliche Zinsrückgang nicht zu einem starken Anstieg des Kreditvolumens geführt. So sinkt im Jahr 2014 das deutsche Kreditvolumen der Haushalte und inländischen Unternehmen insgesamt und das Volumen der Hypothekarkredite legt mit nur 1% zu. Der niedrige Kredithunger deutscher Haushalte spiegelt sich auch in den deutlich angestiegenen Tilgungsraten wider. Die Gesamtbelastung der Kreditnehmer, also Zins und Tilgung zusammen, ist somit in den letzten Jahren nur leicht rückläufig. Auch anhand anderer Kriterien, wie dem konstant hohen Anteil der langfristigen Zinsfestschreibung und dem wenig veränderten Niveau bei den Beleihungswerten, lässt sich ablesen, dass der Baufinanzierungsmarkt auf absehbare Zeit konservativ bleibt.

Allerdings gilt es zu bedenken, dass die Anreize für einen Haus- oder Wohnungskauf in Deutschlands strukturstarken Städten weiterhin hoch sind. Insbesondere die Entscheidung zu mieten oder zu kaufen könnte aufgrund des jahrelangen Niedrigzinsumfeldes und der steigenden Mieten zu Gunsten eines Kaufs ausfallen. Die Kreditnachfrage nach Hypotheken, könnte in den nächsten Jahren bei einem anhaltenden Boom dann womöglich kräftiger Anziehen als in den vergangenen Jahren. Allerdings kann diese Hypothese nur aufrechtgehalten werden, wenn nicht weitere regulatorische Eingriffe seitens der Politik, die Geldpolitik konterkarieren. In den letzten Jahren ist hier neben der Mietpreisbremse vor allem der Anstieg der Grunderwerbssteuer und schärfere Bauvorschriften zu nennen.

Für viele deutsche Immobilienexperten kam der Hauspreisboom der letzten Jahre überraschend und auch in den letzten Monaten kann man nicht nur der Presse regelmäßig entnehmen, dass der deutsche Markt zu überhitzen droht. In den vergangenen Jahren haben wir viele Argumente aufgezeigt, die zeigen, dass der deutsche Markt eher unter- als überbewertet ist. Hier unterfüttern wir diese Argumente anhand eines Vergleichs europäischer Wohnungspreise.

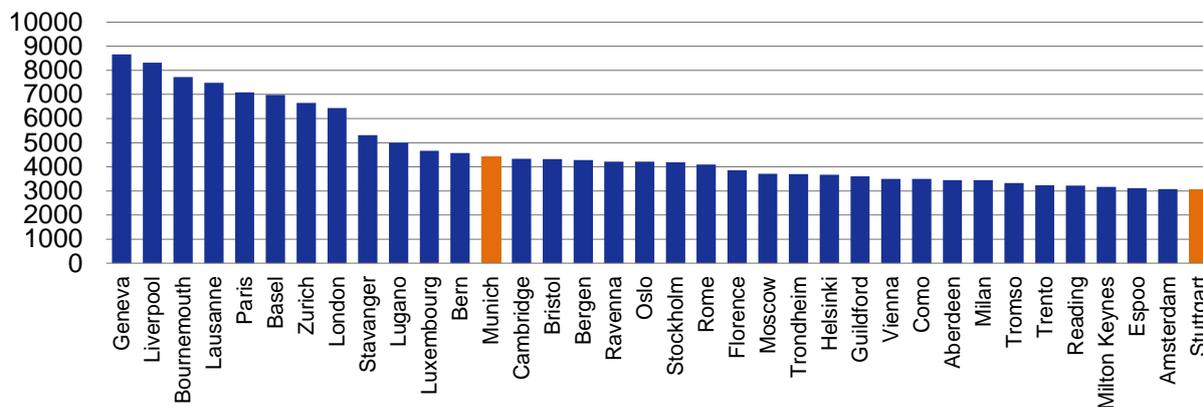
Für diese Zwecke greifen wir auf die Stadtdaten der Webseite numbeo.com zurück, auf der Nutzer Wohnungspreise eintragen können. Die Preise in dieser inoffiziellen Datenquelle liegen zumeist nahe an offiziellen Stadtstatistiken, soweit diese überhaupt verfügbar sind. Im Großen und Ganzen spiegeln diese Daten die anekdotische Evidenz und Erfahrungen von Marktteilnehmern wider, weshalb wir sie für aussagekräftig halten.

In Europa gibt es nach dieser Quelle 35 Städte mit durchschnittlichen Wohnungspreisen außerhalb der Innenstadt von über EUR 3000. Darunter 9 britische, 7 italienische, 5 schweizerische, 5 norwegische, aber nur 2 deutsche Städte. München, als teuerste deutsche Stadt, befindet sich nicht unter den Top-10, sondern liegt auf Rang 13. Stuttgart die einzige

andere deutsche Stadt mit einem Quadratmeterpreis von knapp über EUR 3000, rangiert auf dem letzten Platz.

Apartmentpreise außerhalb der Innenstadt

EUR/sqm

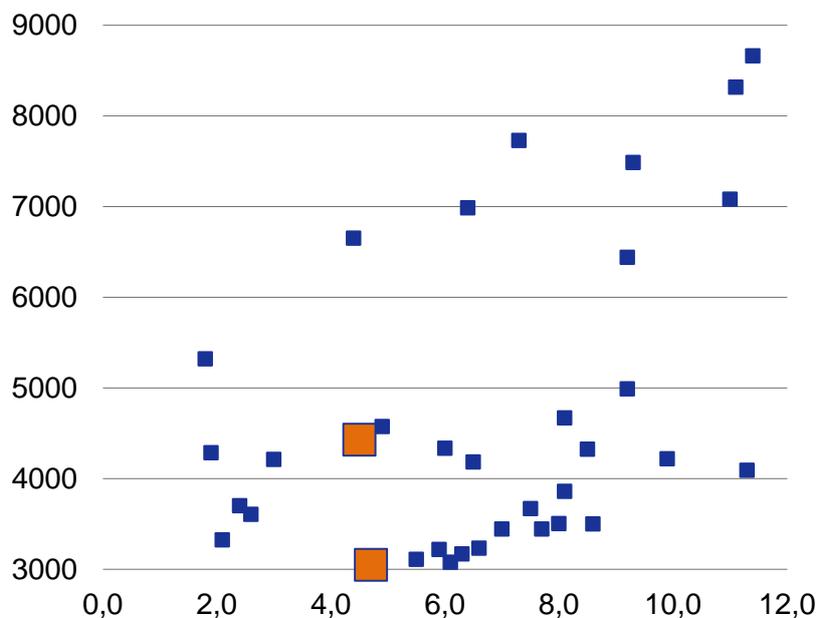


Source: Numbeo, Deutsche Bank Research

Zu Recht sollte man sich die Frage stellen, ob einige dieser europäischen Städte nicht deutlich überbewertet sind. Einen ersten Hinweis, dass die Preise in einigen Städten nicht gerechtfertigt sind, zeigt ein Vergleich von Arbeitslosenquoten und Wohnungspreisen. Überraschenderweise steigen im Durchschnitt mit den Wohnungspreisen auch die Arbeitslosenquoten. In München und Stuttgart liegen laut Eurostat die Arbeitslosenquoten bei 4,5% und 4,7% relativ niedrig. Mit Ausnahme von Norwegen weisen alle anderen Länder deutlich höhere Arbeitslosenquoten in unseren Stadtdate auf. Auch dieser Vergleich untermauert also unsere Argumente, dass deutsche Städte eher unterbewertet sind.

Arbeitslosenquoten vs. Apartmentpreise

y-Achse: Wohnungspreise in EUR/qm
x-Achse: Arbeitslosenrate in %



Quelle: Eurostat, I.Stat, Numbeo, Deutsche Bank Research

Im Einklang mit unserem europäischen Vergleich zeigen auch viele andere Indikatoren keine Überbewertung an. So sind die wesentlichen Erschwinglichkeitsindizes des deutschen Wohnungsmarktes weiterhin günstig. So liegen das Verhältnis der Hauspreise zum Einkommen und Hauspreise zu Mieten 10% unter den jeweiligen langfristigen Durchschnittswerten. Aber auch Zinsen und Tilgungen liegen relativ zu verfügbarem Einkommen im internationalen Vergleich auf niedrigen Werten. In Deutschland gilt dies im Gegensatz zu vielen anderen Haushalten auch für die unteren Einkommen. Für den Gesamtbankensektor sind die notleidenden Kredite von 3,3% in 2009 sukzessive auf 2,7% in 2013 gefallen. Fallende notleidende Kredite können in langen Aufschwüngen auch auf eine Überhitzung hindeuten. Dies ist aber angesichts des schwachen Kreditwachstums im aktuellen deutschen Immobilienzyklus sehr unwahrscheinlich.

Prognose der Wohnimmobilienpreise 2015							
% gg. Vj.	Einfamilienhaus	Reihenhaus neu	Reihenhaus Bestand	Apartment neu	Apartment Bestand	Mieten neu	Mieten Bestand
Bundesweit	3,00	3,50	2,50	4,00	3,00	2,50	1,80
A-Städte	3,00	3,50	3,00	4,00	4,00	3,00	2,50

Quelle: Deutsche Bank Research

Damit liegen alle Voraussetzungen für weiter steigende Preise für 2015 vor. Wie für die Vorjahre rechnen wir auch für das Jahr 2015 mit steigenden Preisen.

1.3 Wohnungspreisdynamik: B-Städte sehr beliebt

Die Wohnungspreise in Deutschland stiegen also auch 2014 im Durchschnitt spürbar stärker als im langjährigen Mittel. Diese Durchschnittsbetrachtung verdeckt eine ganze Reihe bemerkenswerter regionaler Entwicklungen, die zum Teil neue Wesenszüge zeigen. So sind die regionalen Unterschiede weiterhin ausgeprägt: In neun Städten² sind die Wohnungspreise kumuliert innerhalb der fünfjährigen Aufschwungphase um mehr als 50% gestiegen, und nur noch in zwei Städten³ lagen sie 2014 unterhalb des Niveaus von 2008. Vier weitere Punkte sind bemerkenswert: Erstens, hat sich der Preisauftrieb auf sehr breiter Front verlangsamt. Zwar gab es keine der untersuchten 127 Städte mit einem Preisrückgang bei den Neubaupreisen, doch in 84 Städten fiel der Preisanstieg geringer aus als im Durchschnitt der letzten drei Jahre.⁴

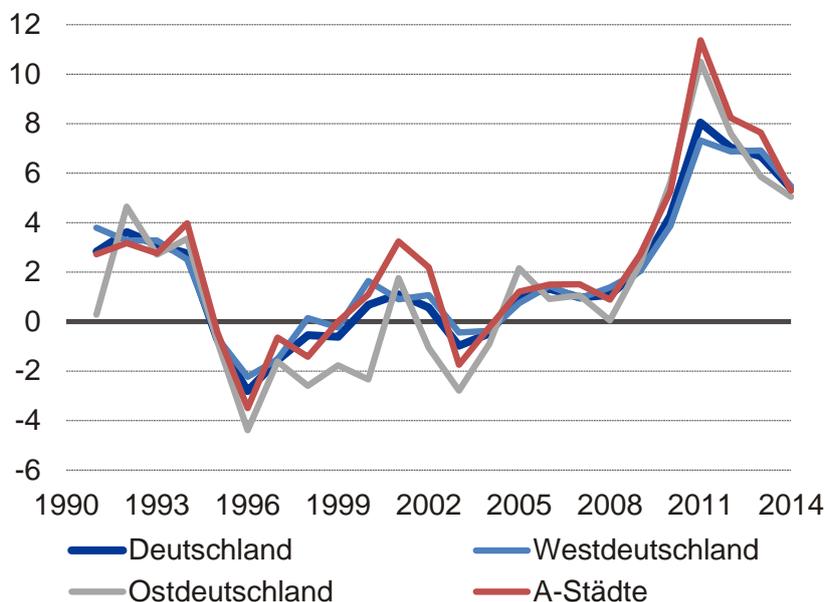
² Dies sind: Lüneburg, Dresden, Leipzig, München, Coburg, Bamberg, Konstanz, Mainz und Osnabrück).

³ Dies sind Görlitz und Plauen.

⁴ In 70 Städten war der Preisanstieg 2014 sogar geringer als im Durchschnitt der letzten 5 Jahre.

Preisauftrieb deutlich stärker als im Zuge der Wiedervereinigung

Preise für Neubauwohnungen, in % gg. Vj.



Quellen: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Zweitens, es gab eine deutliche Akzentverlagerung bei den Wachstumszentren. In den ersten Jahren der Marktbelebung seit 2009 standen vor allem A-Städte, und dort vor allem die Bestlagen, in der Käufergunst. Dort stiegen die Preise spürbar schneller als in den B-Städten und/oder den Randlagen. Das mittlere Wachstum in den A-Städten überstieg das mittlere Wachstum aller anderen Städte in den letzten fünf Jahren um fast 1,5%-Punkte pro Jahr. Doch 2014 drehte sich das Bild. Mit gut 5% legten die Wohnungspreise zwar auch in den A-Städten kräftig zu, doch der Zuwachs fiel erstmals geringer aus als im Durchschnitt der kleineren B-Städte. Dies wird besonders deutlich an der Rangfolge der Städte mit den höchsten Preiszuwächse. Unter den Top-20 befindet sich 2014 keine einzige A-Stadt mehr. München ist die erste A-Stadt auf Rangplatz 25.

Dieser Aufschwung der B-Städte und B-Standorte hatte sich auch in der aktualisierten Fassung des IREBS German Debt Project gezeigt. Wir hatten nach den Finanzierungsschwerpunkten der Finanzdienstleister gefragt und eine große Zahl der befragten Institute gab für alle Immobiliensegmente ein deutlich gestiegenes Interesse an Finanzierungsinteressen in Nebenlagen und in B-Städten an (Hesse/Just, 2014).

Drittens, der Aufholprozess in (einigen) ostdeutschen Städten hält an. Zum Teil dürfte dies auf einen Niveaueffekt vergleichsweise illiquider Märkte zurückzuführen sein. Dass Leipzig 2014

sogar unter Deutschlands Top-10 lag, mag noch wenig überraschen, doch mit Suhl, Rostock und Neubrandenburg haben es gleich drei weitere ostdeutsche Städte mit zweistelligen Preiswachstumsraten unter diese besten zehn geschafft, und für diese drei Städte dürften eben vor allem die sehr günstigen Einstiegspreise und vergleichsweise kleinen Marktgrößen ausschlaggebend für die hohe Dynamik gewesen sein. In Suhl sind die Neubaupreise auch nach dem Preissprung von 2014 noch nicht einmal halb so hoch wie jene in Dresden. Für den Preis einer 30 Quadratmeter-Wohnung in München bekommt man in Suhl mehr als 120 Quadratmeter.⁵ Tatsächlich wird die hier ausgewiesene Dynamik in ostdeutschen Städten sogar unterschätzt. In unseren Berechnungen haben wir die Preisentwicklung nach Maßgabe der Einwohnerzahl der Städte gewichtet. Weil Berlin die mit Abstand größte Stadt in Ostdeutschland ist und weil der Preisauftrieb 2014 in Berlin um fast 1%-Punkt unter dem Gesamtdurchschnitt lag, muss die Entwicklung in den anderen gut 20 Städten in den neuen Ländern spürbar stärker als 5% ausgemacht haben.

Viertens, nach vier sehr starken Jahren für typische Universitätsstädte hat sich dort vielerorts die Marktlage etwas beruhigt. Die Neubaupreise in Bayreuth, Bamberg, Münster, Heidelberg oder Erlangen nahmen nur noch knapp halb so stark zu wie die durchschnittlichen Neubaupreise in Deutschland. Freilich gilt auch für diese Städte, dass die Zuwachsraten zum Teil noch immer spürbar oberhalb ihrer langjährigen Mittelwerte liegen. Es handelt sich hierbei bisher vor allem um eine relative Marktberuhigung in den Universitätsstädten – das ist aber durchaus eine gute Nachricht.⁶

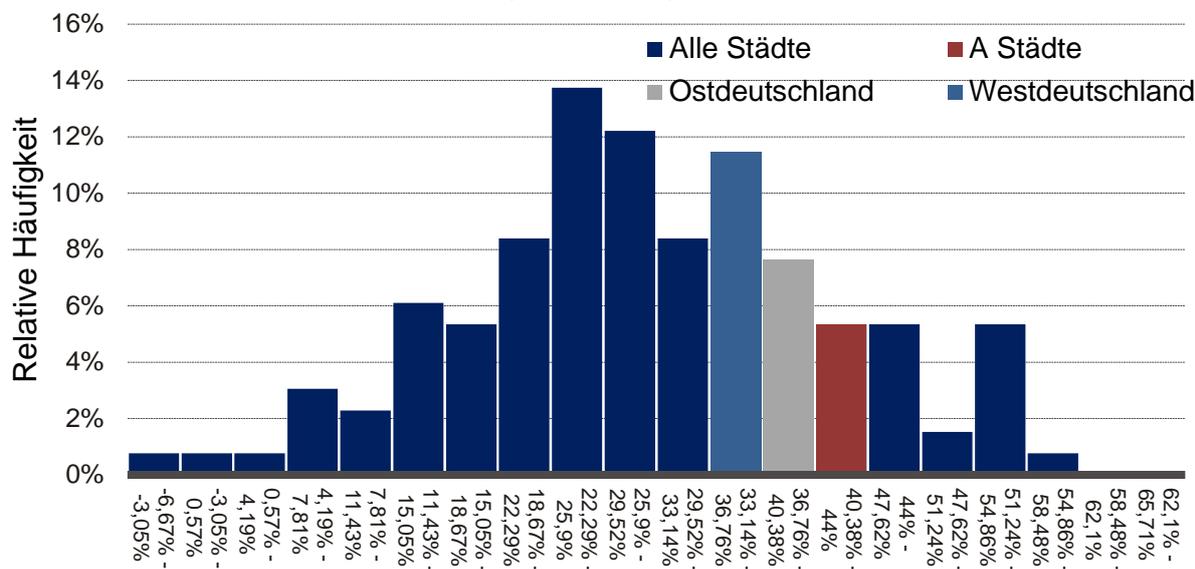
Die Verteilung der Preisdynamik in den letzten fünf Jahren zeigt eine sehr weite Spanne. Sie reicht von quasi Stagnation bis über 50% kumuliert.

⁵ Und dies berücksichtigt allein die Unterschiede der mittleren Quadratmeterpreise. Berücksichtigt man, dass kleine Wohnung in der Regel höhere Quadratmeterpreise als große Wohnungen, so ist der Vergleich noch stärker ausgeprägt.

⁶ Für die mittelfristigen Risiken in Universitätsstädten vergleiche unsere letztjährige Studie (Just/Moebert/Heinrich, 2014).

Verteilung der Neubauwohnungspreise

Wachstum 2009 - 2014, in % (kumuliert)



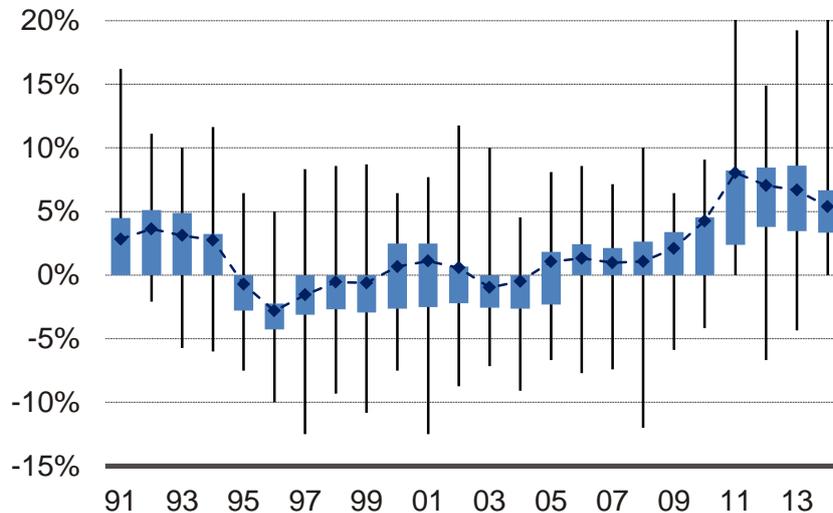
Quelle: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Vergleicht man die Entwicklung der Streudigramme der Wohnungspreise für die untersuchten 127 Städte fällt natürlich auf, dass die durchschnittliche Wertsteigerung in den letzten Jahren höher ausgefallen ist als in den zehn Jahren davor. Auffällig ist auch, dass die Streuung noch größer geworden ist als in den Jahren zuvor. Zwar gab es 2014 keine Stadt mit rückläufigen Wohnungspreisen, doch die Spanne war mit 20 %-Punkten ähnlich groß wie in früheren Jahren.

Ein zentraler Unterschied zur Entwicklung der frühen Wiedervereinigungsjahre wird ebenfalls deutlich: in den Jahren 1991 bis 1993 lagen die mittleren Wachstumsraten unterhalb der heute ausgewiesenen Preiswachstumsraten, die Unterschiede in den Wachstumsraten sind jedoch heute größer als damals. Dies ist ein in der aktuellen Diskussion mitunter ignoriertes Risikoaspekt, denn dies betrifft nicht nur die Unterschiede zwischen den einzelnen Städten, sondern auch die Änderungen in den Wachstumsraten in einer Stadt. Dieser Aspekt ist dann wichtig, wenn Anleger eine bestimmte Höhe der Wertänderung bei ihrer Anlageentscheidung als Zielgröße einplanen. Hierbei Fehlplanungen zu begehen, ist dann – isoliert betrachtet – heute schwerwiegender als damals.

Streuung der Wohnungspreisentwicklung in deutschen Städten

in % gg. Vj.



Quellen: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Es ist deswegen nur ein partiales Risiko, weil damals neben der Preisdynamik deutlich mehr Wohnungen fertiggestellt wurden als heute. Das zusätzliche Angebotsrisiko ist folglich heute spürbar geringer als in den frühen 1990er Jahren.

1.4 Steigen die Wohnungspreise in Deutschland zu stark?

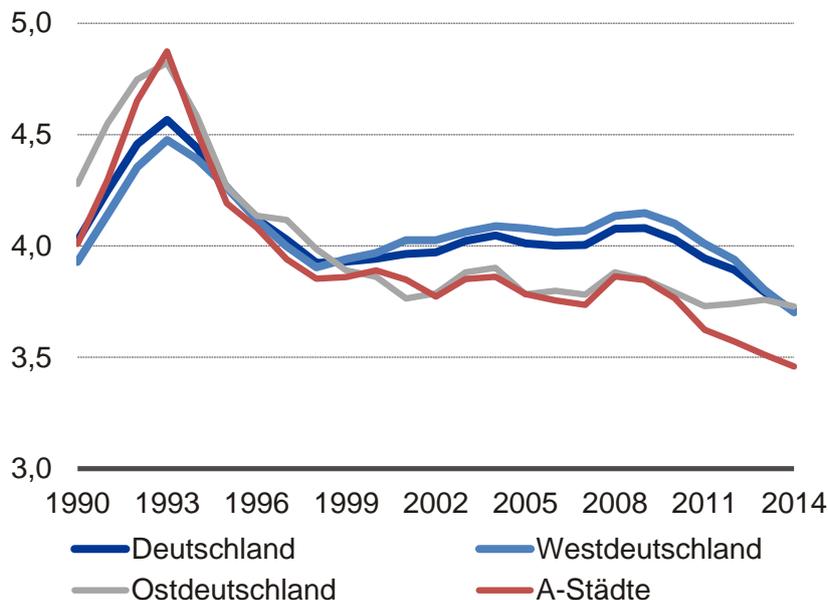
Wir haben gezeigt, dass die Wohnungspreise in den letzten fünf Jahren deutlich stärker gestiegen sind als in jedem anderem Fünfjahreszeitraum der letzten 25 Jahre. Wir haben auch gezeigt, dass die Wohnungspreise in Deutschland gemessen an den Entwicklungen in Spanien, Irland oder Großbritannien vor 2007 keineswegs übermäßig stark expandieren und dass ein großer Teil der mittleren Entwicklung durch fundamentale Bestimmungsfaktoren erklärt werden kann. Gibt es aber vielleicht regionale „hot spots“ in Deutschland; Orte, in denen die Preise über einen längeren Zeitraum spürbar schneller zulegen als Mieten oder Einkommen rechtfertigen könnten. Dafür schauen wir uns im Folgenden die Preis-Miet-Relationen und die Preis-Kaufkraft-Relationen in 127 deutschen Städten an.

Die Mieten in Neubauwohnungen legten auch 2014 zu – im Durchschnitt um rd. 3% in den deutschen Städten. Insgesamt sind also die Wohnungspreise in den letzten Jahren schneller gestiegen als die Mieten – im Durchschnitt um 2 Prozentpunkte in den letzten fünf Jahren, und

zwar pro Jahr. Und weil auch das Mietwachstum 2014 in drei von vier Städten abnahm, ist diese Wachstumsdifferenz auch bei rückläufigen Wohnungszuwächsen nicht kleiner geworden. Dies ist durchaus als Warnsignal zu werten, denn dauerhaftes Abweichen des Wohnungszuwachstums vom Mietwachstum ist der sicherste Indikator für eine Fehlbewertung einer Immobilie.

Mietrenditen sinken - aber nicht sehr stark

in %, Neubauwohnungen



Quellen: BulwienGesa, eigene Berechnungen

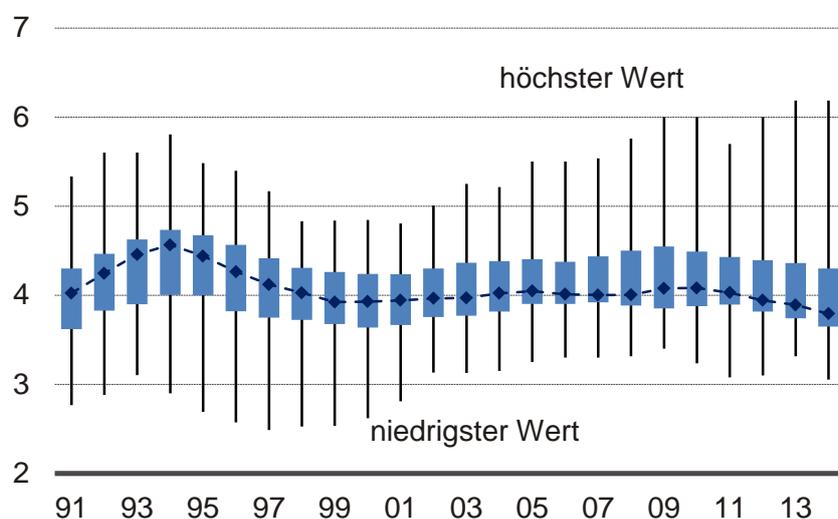
Allerdings sollte man dieses Warnsignal nicht zu sehr strapazieren, denn selbst für die A-Städte liegen die Mietrenditen für Neubauwohnungen aktuell nur 50 Basispunkte unterhalb des langjährigen Mittwertes. Und weil die Mieten gerade in den A-Städten im Zuge der Wiedervereinigung explodierten und damit die Mietrenditen nach oben trieben, ist der Vergleich mit einem kürzeren Referenzmaß noch günstiger: In den größten sieben Städten liegen die Mietrenditen aktuell nicht einmal 30 Basispunkte unterhalb des Mittelwertes seit dem Jahr 2000. Für ostdeutsche Städte (inklusive Berlin) gibt es bis zum aktuellen Rand sogar kein signifikantes Abweichen vom 15-Jahresmittelwert. Wenn man zusätzlich berücksichtigt, dass die Renditen für festverzinsliche Staatspapiere einem viel stärkeren Abwärtsdruck unterworfen waren, erscheint der Rückgang der Mietrenditen in Deutschland sogar eher klein. Erinnern wir uns, 10-jährige Staatsanleihen bringen aktuell kaum 0,5% Rendite. Dies lässt sogar für A-Städte einen Risikopuffer von 300 Basispunkten. Dass dies nur ein relatives Sicherheitsgefühl sein kann, ist fairerweise ebenfalls richtig, denn neben relativen Risiken gibt es eben immer

auch absolute Anlagerisiken, und so bleibt für Anleger in einer Welt mit gestiegenen Risiken sinkende Auszahlungsrenditen und die Anlage in die risikobehaftete Wohnimmobilien für viele eben „das kleinere Übel“.

Es lohnt freilich auch der detailliertere Blick, denn möglicherweise ist die oben skizzierte Unterscheidung noch zu grobkörnig. Gibt es Einzelmärkte mit deutlich stärker gesunkenen Mietrenditen?

Streuung der Mietrenditen in deutschen Städten

in %



Die farbig markierten Flächen geben das Intervall an, in dem sich die mittleren 50% aller Mietrenditen bewegen.

Die Punktmarkierung in der Mitte ist der gewichtete arithmetische

Quellen: BulwienGesa, eigene Berechnungen

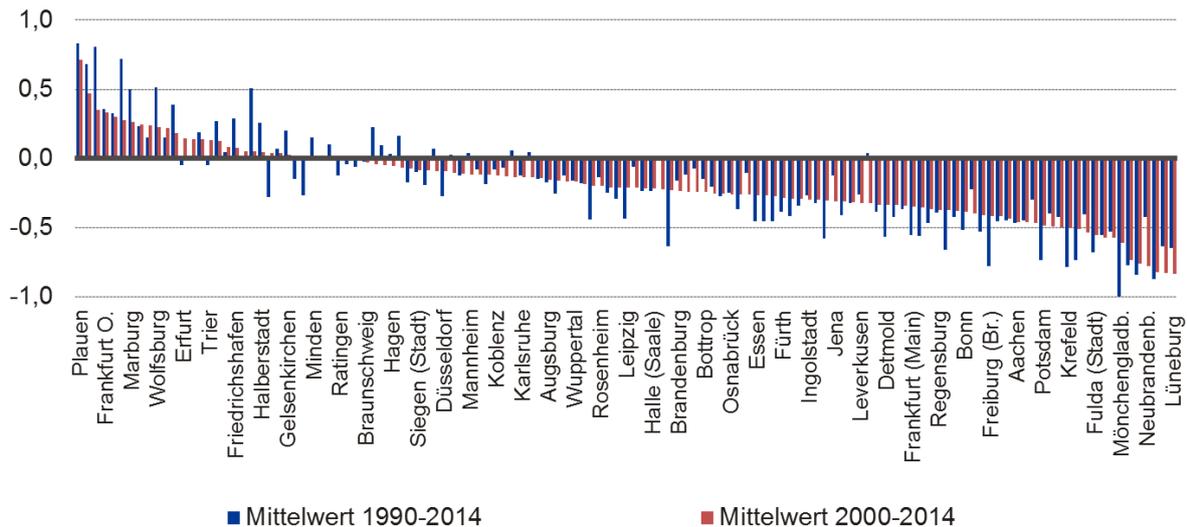
In etwa jeder sechsten Stadt liegen die aktuellen Mietrenditen um mindestens 50 Basispunkte unterhalb ihrer langjährigen Mittelwerte seit 1990 gerechnet. Verkürzt man den Referenzmittelwert auf die Spanne der letzten 15 Jahre sind die aktuellen Mietrenditen nur in jeder zehnten Stadt um mehr als 50 Basispunkte niedriger als ihre langjährigen Mittelwerte. In keiner einzigen deutschen Stadt liegen die Mietrenditen um mehr als 100 Basispunkte unterhalb der langjährigen Mittelwerte (egal, welchen Referenzmaßstab wir anlegen).

Zu den Städten mit den stärksten Rückgängen bei den Mietrenditen gehören mit Lüneburg, München, Freiburg, Mainz oder Potsdam ein paar der „üblichen Verdächtigen“ dazu, nämlich Städte in den Metropolregionen oder Universitätsstädte. Allerdings sind unter den Städten mit starken Rückgängen auch Städte wie Neubrandenburg, Mönchengladbach oder Stralsund. Hier

dürften die sinkenden Mietrenditen weniger von einer aktuellen Überbewertung zeugen als viel eher von einer Korrektur früherer Unterbewertung. Hier haben sich zum Teil Mietmärkte erst sehr allmählich gefangen, und die Kaufpreise beginnen nun von teilweise sehr niedrigem Niveau aus zu steigen.

Wo sanken die Mietrenditen am stärksten?

Abweichen der Mietrenditen für Neubauwohnungen vom langjährigen Mittelwert, in %-Punkten



Quellen: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Auf die leichte Schulter nehmen, sollten Anleger diese Entwicklung nicht, auch wenn die Renditekompression bisher deutlich geringer ausgefallen ist als bei Anleihen, denn der Gesetzgeber schränkt aktuell die Möglichkeiten zur Einnahmenerzielung für Immobilienbesitzer ein und verschlechtert so die relative Anlageposition für Immobilienanleger. Das heißt, Anleger sollten bei der Auswahl der Objekte und der konkreten Städte heute genauer hinsehen als vor fünf Jahren, das reflexhafte Zugreifen bei Top-Lagen in Metropolregionen oder Universitätsstädten ist noch heute weniger sinnvoll als 2009, doch eine allgemeine Überhitzung des Wohnimmobilienmarktes ist nicht zu erkennen.

1.5 Wie erschwinglich sind deutsche Wohnungen?

In der aktuellen wohnungspolitischen Diskussion hat die Frage nach der Erschwinglichkeit des Wohnens zu Recht einen wichtigen Stellenwert. In den letzten Jahren sind in vielen Städten Deutschlands die Preise und Mieten schneller gestiegen als die Einkommen. Diese Entwicklung

konnte zwar für Kaufwillige durch die sehr niedrigen Finanzierungszinsen kompensiert werden, doch für Mieter sind die rückläufigen Zinsen kein Trost.

Setzt man die Wohnungspreise in Relation zur Kaufkraft einer Stadt, erhält man einen einfachen Erschwinglichkeitsindikator für Käufer. Dabei fällt zunächst das starke Gefälle innerhalb Deutschlands auf: Für eine 100 Quadratmeter-Wohnung in München oder Freiburg zahlt man das 20-fache der ortsüblichen Kaufkraft eines Jahres, in einer typischen deutschen Stadt sind es das 14-Fache und in wirtschaftsschwachen Region Ostdeutschlands oder des Ruhrgebiets ist es zum Teil nur 8-Fache – in Einzelfällen sogar noch weniger.

In den letzten fünf Jahren ist dieser Faktor zur Kaufkraft um 2 Einheiten gestiegen. Das heißt, im Jahr 2009 zahlte man im Durchschnitt nur das 12-Fache für eine innerstädtische Neubauwohnung in Deutschland. Doch gerade in den A-Städten und Universitätsstädten fiel das Preiswachstum deutlich stärker aus als das Kaufkraftwachstum. In Mainz, Bamberg oder Konstanz kletterte der Erschwinglichkeitsindikator um 3 bis 4 Indexpunkte; in München sogar um 5. Für Kaufwillige ist das solange kein Problem, solange die Zinsen niedrig sind. Doch natürlich erklärt diese Dynamik auch, warum sich die Nachfrage in den B-Städten belebt hat.

Zwei Sachverhalte bleiben zu erwähnen: in fast der Hälfte aller Städte ist dieser Erschwinglichkeitsindex um weniger als einen Punkt gestiegen – zum Teil ausgehend von sehr niedrigen Niveaus. Zu diesen Städten gehören natürlich wirtschaftsschwache Städte im Osten und im Ruhrgebiet, aber auch Städte wie Mannheim, Marburg, Wolfsburg.⁷

Zweitens sind eben nicht nur die Kaufpreise schneller gestiegen als die Kaufkraft, sondern auch die Mieten. In Bayreuth, Dresden, Berlin, Rostock oder Trier kletterte unser Erschwinglichkeitsindikator (Neubaumiete pro Quadratmeter in Relation zur Kaufkraft) um zum Teil deutlich mehr als 20%. Allerdings hat sich die Erschwinglichkeit in jeder dritten deutschen Stadt sogar verbessert. Selbst der Anstieg des Erschwinglichkeitsindicators um rd. 6,5% von 2009 bis 2014 erscheint überschaubar, denn diese Relation ist selbst für die A-Städte zwischen 1995 und 2009 um fast 20% gefallen. In Kaufkraft gerechnet, sind die Neubaumieten nicht höher als 1995. Und dies gilt nicht nur für die Mittelwerte der deutschen Städte, es gilt für 120 von 127 deutsche Städte.

⁷ Wobei die Erschwinglichkeitsindizes für Marburg und Mannheim nicht weit unterhalb des gesamtdeutschen Mittelwertes liegen.

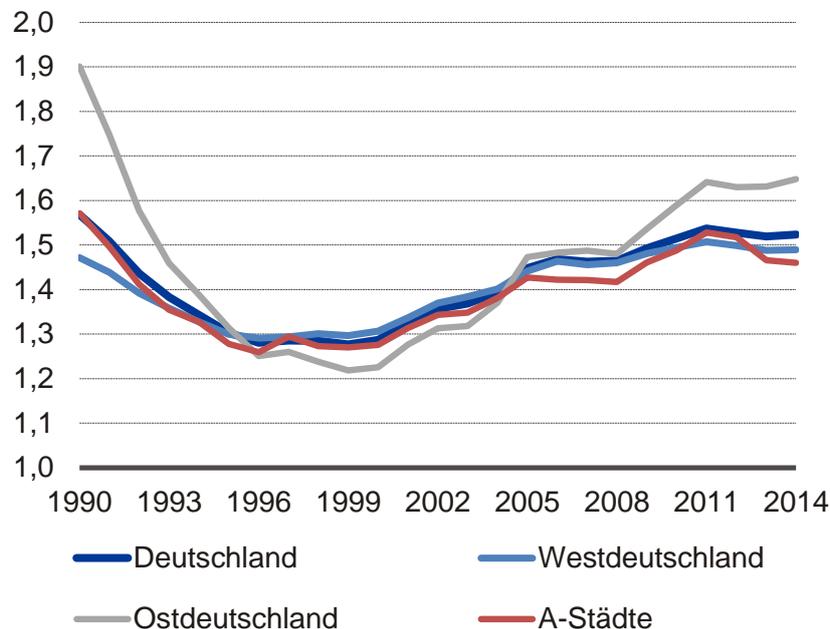
1.6 Lohnen Investitionen in Bestandsgebäude?

Auch die Preise für Bestandswohnungen sind in den letzten Jahren deutlich gestiegen: In den deutschen Städten legten die Preise für Bestandsobjekte seit 2009 im Durchschnitt um ein Drittel zu, 2014 allein um 5%. Anders als bei den Neubauten war bei Bestandsobjekten jedoch bis zuletzt der kräftigste Anstieg in den Metropolregionen und westdeutschen B-Städten. Für A-Städte werden besonders starke Wachstumsraten ausgewiesen. Dies liegt daran, dass die Entwicklung in Hamburg und München den Mittelwert für die A-Städte nach oben ziehen und dass die Gruppe der A-Städte insgesamt homogener ist als die Gruppe der B-Städte. Es gibt allein 30 B-Städte, in denen die Bestandswohnungspreise 2014 gar nicht gestiegen waren. Der Preisauftrieb in typischen Universitätsstädten hat sich auf für Bestandswohnungen 2014 etwas abgeschwächt. Unter den 20 Städten mit dem stärksten Anstieg der Bestandswohnungspreise befindet sich mit Aachen lediglich eine einzige typische Universitätsstadt.

Ein bemerkenswerter Unterschied zeigt sich bei den ostdeutschen Bestandswohnungen. Dort sind die Preise spürbar langsamer gestiegen als im Westen. Der Wohnungsbestand in vielen ostdeutschen Städten entspricht auch 25 Jahre nach dem Mauerfall noch nicht dem heute nachgefragten Standards, teilweise auch, weil die verhältnismäßig niedrigen Mieten eine Sanierung nicht zulassen.

Erst zuletzt ähnliche Preisdynamik

Relation aus Preise für Neubauwohnungen
und Preisen für Bestandswohnungen



Ein Wert von 1,2 zeigt z.B. an, dass Neubauwohnungen um 20% teurer sind als Bestandswohnungen in einer Region.

Quellen: BulwienGesa, eigene Berechnungen

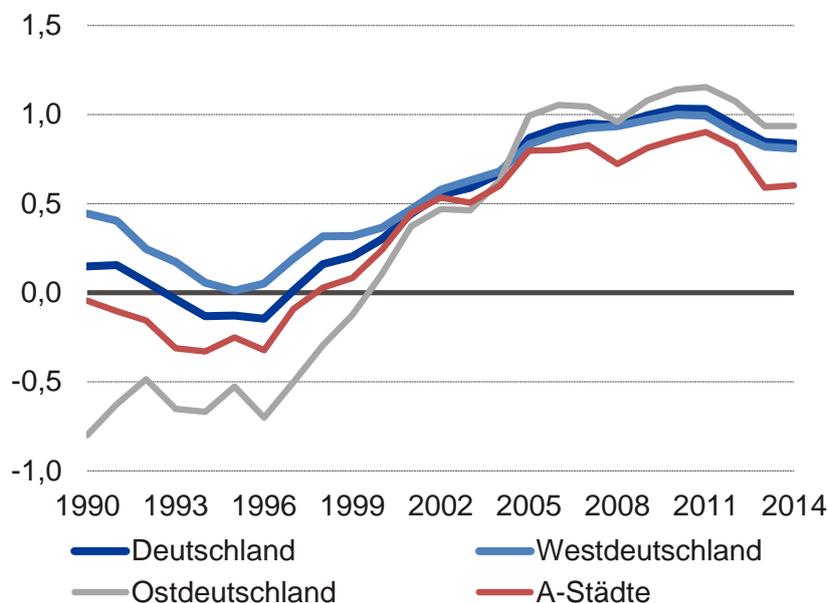
Aktuell kosten typische Neubauwohnungen je Quadratmeter etwa 50% mehr als typische Bestandswohnungen, in ostdeutschen Städten beläuft sich dieser Unterschied sogar auf 65%. Drei Dinge sind hierbei wichtig: Erstens hat sich dieser Preisunterschied in allen Regionen Deutschlands seit über 15 Jahren aufgebaut. Neue Gebäude erfüllen höhere Energiestandards, sind in der Regel barriereärmer und vor allem eher gemäß den heutigen Präferenzen zugeschnitten als z.B. Altbauwohnungen der 1960er und 1970er Jahre. Insofern ist es bemerkenswert, dass dieses Auseinanderdriften der Preise vor drei Jahren zu einem Ende kam, in den A-Städten ist die Relation sogar wieder etwas rückläufig.

Dies könnte als ein deutliches Zeichen für Knappheit und die erschwerte Suche nach erschwinglichem Wohnraum gewertet werden. Wenn Neubauwohnungen im Zuge der aktuellen Marktbelegung absolut zu teuer geworden sind, dann greifen Anleger nach einer Alternative und sorgen dann dort für Nachfragebelegung. Dies ist gerade allerdings bei der aktuellen Diskussion mit einer asymmetrisch wirkenden Mietpreisregulierung für Neu- und Bestandswohnungen mit Risiken für die Anleger behaftet. Sie sollten eine hinreichende Risikoprämie für Bestandswohnungen berücksichtigen. Können Sie diese am Markt realisieren?

Tatsächlich sind diese Risikozuschläge für Bestandswohnungen von 1995 bis 2011 spürbar gestiegen. Weil in den ersten Wiedervereinigungsjahren sehr viel neu gebaut wurde, teilweise sogar in den Leerstand hinein, sank die Risikoprämie zunächst sogar etwas. Doch seit Ende der 1990er Jahre gibt es in allen Landesteilen (nicht in allen Städten) einen Risikozuschlag für Bestandswohnung in Form höherer Mietrenditen für Bestandsobjekte. Diese Entwicklung erreichte 2011 ihren Höhepunkt, seitdem sind also die Mietrenditen in Bestandsobjekten sogar etwas stärker gesunken als im Neubau.

Risikoprämien für Bestandswohnungen nehmen ab

Differenz der Mietrenditen für Bestandswohnung und Neubauwohnung (in %-Punkten)



Quellen: BulwienGesa, eigene Berechnungen

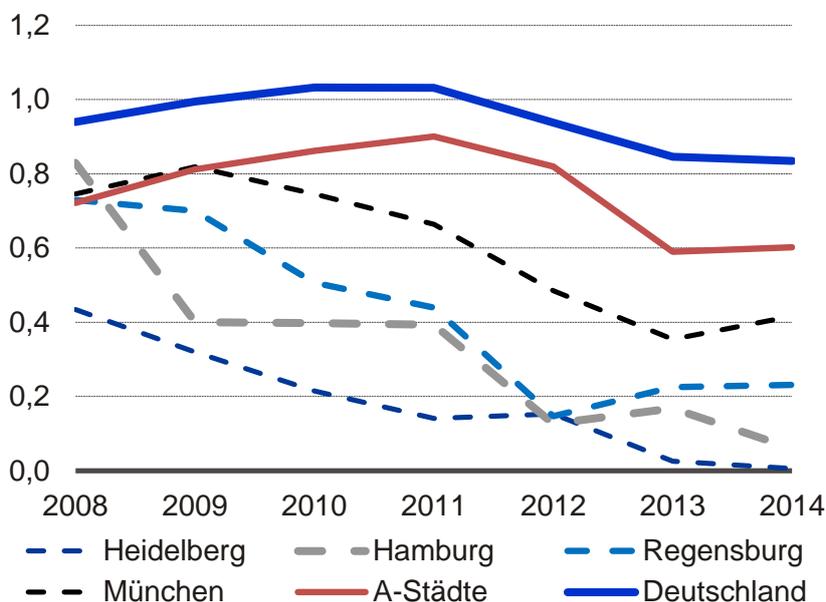
Städte mit sehr geringer Risikoprämie für Bestandswohnungen sind Städte mit sehr hoher Investitionsnachfrage. Dies sind in der Regel wohlhabende Städte wie Heidelberg, Hamburg, Regensburg, Wolfsburg, Ingolstadt oder München. In diesen Städten müsste man fragen, ob die Mietpreisbremse nicht eine deutlich höhere Risikoprämie für Bestandswohnungen erzwingen müsste. Hier wäre dann eine mögliche Überbewertung im Bestand zu vermuten. Dies gilt umso mehr, da es eine deutlich positive Korrelation zwischen der Höhe der Mietrenditedifferenz und der Abweichung dieser Differenz von ihrem langfristigen Trend gibt. Das heißt, die sehr geringe Differenz in den gefragtesten Städten hat sich erst in den letzten Jahren entwickelt. Dies könnte an einem „home city bias“ liegen. Dies würde erklären, warum unter den Städten mit der geringsten Risikoprämie ein Mix vor allem sehr wohlhabender Städte

zu finden ist, in denen Immobilienanlagekapital dann mitunter nach zweitbesten Alternativen, dann aber vor allem in der Heimatstadt, greift.

Wir illustrieren dies anhand einiger ausgewählter Beispiele: In München fiel der Rückgang der Risikoprämie für Bestandswohnungen um ein Drittel höher aus als im Mittel aller A-Städte und sogar doppelt so stark wie im gesamtdeutschen Durchschnitt. In Regensburg fiel die Risikoprämie sogar um 60 Basispunkte und in Hamburg sogar um über 70 Basispunkte.

Wo sind Bestandswohnungen womöglich zu teuer?

Differenz aus der Mietrendite für Bestandswohnungen und Neubauwohnungen (in %-Punkten)



Quellen: BulwienGesa, eigene Berechnungen

Bleibe anzumerken, dass es durchaus auch Städte mit entgegenschüssiger Entwicklung gibt. Dies sind folgerichtig insbesondere die wirtschaftsschwachen Regionen. In Zwickau, Gera oder Chemnitz sind die Mietrenditedifferenzen zum Teil um 300 Basispunkte gestiegen. Da in diesen Städten die Bestandsmieten zuletzt ebenfalls gestiegen sind, gibt es in diesen Städten also mehr Risikopremie für offenbar gesunkenes Mietrisiko. Hier könnte es (begrenzte) Chancen geben. Wenn also im letzten Jahr verstärkt Neubauwohnungen in B-Städte das Anlegerinteresse fanden, so wäre es durchaus sinnvoll, dass man auch in diesen Städten nach Bestandswohnungen sucht. Dies gilt natürlich nur selektiv, weil viele dieser Städte Leerstandsrisiken aufweisen und aufgrund ihrer Größe relativ illiquide Märkte haben.

1.7 Wohnungspolitische Antworten bergen mittelfristige Risiken

Die deutsche Politik – sowohl die nationale als auch regionale - hat auf die deutlichen Verknappungszeichen auf den deutschen Wohnungsmärkten mit einer Vielzahl von Maßnahmen reagiert: In immer mehr Kommunen wird eine Mietpreisbremse angezogen, zum Teil werden die Kappungsgrenzen für Mietsteigerungen gesenkt, es wird intensiver über Milieuschutz gesprochen, es wurden Förderprogramme für altengerechtes Wohnen und klimaeffizientes Bauen ausgeweitet oder deren Ausweitung in Aussicht gestellt und schließlich werden Maßnahmen zu mehr Bautätigkeit umgesetzt. Zum Teil werden auch neue Wege beschritten, zum Beispiel muss in einigen Städten künftig bei Neubauprojekten ein bestimmter Anteil sozialer Wohnungen entstehen, um dem wachsenden Bedarf an erschwinglichem Wohnraum gerecht zu werden.

Diese Maßnahmen sind in der Regel gut gemeint. Sie sind aber nicht koordiniert und teilweise bleibt es offen, ob sie das gewünschte Ziel, in der Regel erschwingliches Wohnen (in barriereärmeren und energieeffizienteren Wohnungen) auch treffsicher erreichen können.

Insbesondere die Mietpreisbremse steht zu Recht in der Kritik, denn sie reduziert Anreize für Investoren in Wohnimmobilien zu investieren. Selbst wenn die Mietregulierung bislang den Neubau aussetzt, so sorgt allein die intensive Diskussion der Maßnahmen für Unsicherheit bei Anlegern. Das Resultat könnte dann sein, dass gerade das Wichtigste, nämlich der hinreichende Neubau von Wohnungen, unterbleibt. Dies gilt insbesondere auch deswegen, weil Verschärfungen im Milieuschutz sowie eine Anhebung der Grunderwerbssteuer tendenziell Investitionstätigkeiten verdrängen.

Die Reaktion könnte sich dann in dreifacher Hinsicht als kontraproduktiv erweisen: Zunächst einmal hat die Diskussion um die Einführung der Mietpreisbremse so lange angehalten, dass sehr viele Vermieter ihren Mietsetzungsspielraum bereits vor der Einführung ausgeschöpft haben. Es ist sehr wahrscheinlich, dass Mieter bereits 2013 und 2014 höhere Mieten zu zahlen hatten, weil Vermieter Sorge hatten, dass sie später keine Mieterhöhung mehr durchgesetzt bekämen. Zweitens haben zahlreiche Vermieter eine Umwandlung von Mietwohnungen in Eigentumswohnungen vorgenommen. Damit reduziert sich das Mietwohnungsangebot. So könnte die angedrohte Mietpreisbremse sich langfristig als das wirksame Wohneigentumsförderinstrument erweisen als die seit dem Jahr 2006 abgeschaffte Eigenheimzulage (für Neuanträge). Schließlich könnte der Mix aus Politikmaßnahmen wie argumentiert Neubauaktivitäten reduzieren und Anleger zumindest teilweise von der Wohnungsanlage in andere Assets drängen. Da Wohnungsanlagen häufig als risikoarme

Anlage gekauft werden, wäre für diese Anleger eher die Anleihe als die Aktie eine Alternative. Gerade Staatsanleihen werfen aktuell jedoch nur sehr wenig Rendite ab. Dieser Verdrängungseffekt hätte dann für diese Anleger mittelfristige Risiken in Form einer reduzierten Gesamtrendite auf ihr Anlageportfolio. Der wohnungspolitische Mix ist derzeit zu wenig auf Neubau und zu stark auf Bestandsschutz ausgerichtet. Den mittelfristig notwendigen „gesellschaftlichen Preis“ könnten wir dann in Form eines weniger ausgewogenen Mietwohnungsmarktes, höherer Wohnraumknappheit und Risiken in der Asset-Allokation zahlen.⁸

1.8 Schlussbemerkungen: Keine Blase ist keine Wertgarantie

Die Preise und Mieten in deutschen Städten sind auch 2014 deutlich schneller gestiegen als die Einkommen oder die allgemeine Teuerung. Zwar sind in einzelnen Teilmärkten Überhitzungen nicht auszuschließen, allerdings sehen wir für die allermeisten Märkte keine spekulative Übertreibung, denn viele fundamentale Bestimmungsfaktoren blieben auch 2014 intakt: Die Nettozuwanderung ist weiter gestiegen, die Zinsen blieben niedrig, die Arbeitsmarktsituation günstig und die Wohnungsfertigstellungen können den Zusatzbedarf der letzten Jahre noch nicht aufnehmen.

Das wichtigste Argument ist freilich, dass es angesichts der massiv gesunkenen Anleihezinsen nicht leicht fällt, risikoarme Anlagen außerhalb der Immobilienwirtschaft zu finden. Viele Anleger dürften weniger aus Gier in die Immobilie gelockt sein also vielmehr durch die Niedrigzins in eine der letzten Anlagemöglichkeiten mit halbwegs auskömmlichen Renditen getrieben sein. Dies bedeutet dann allerdings auch, dass die Entwarnung, dass wir keine spekulative Blase haben, eine Entwarnung zweiter Klasse sein muss: Zum einen können Immobilienpreise nämlich dann wieder sinken, wenn die Zinsen steigen sollten oder Zuwanderungsströme ändern. Dann wäre keine Blase geplatzt, doch für Anleger, die veräußern müssten, wäre die Wirkung ähnlich. Zum anderen ist nicht auszuschließen, dass spekulative Motive zunehmen, denn mit jedem Jahr niedriger Zinsen und hoher Wertsteigerung können sich Erwartungshaltungen von Anlegern ändern, und solche Erwartungsänderungen sind häufig der Beginn einer Euphoriephase. Damit dies gesamtwirtschaftliche Risiken beinhalten würde,

⁸ Unterstellt man, dass die öffentliche Hand als Folgerung daraus weitere Maßnahmen ergreifen wird, könnten auch öffentliche Ausgaben steigen. Es käme zu einer – ebenfalls üblichen – Regulierungskaskade.

müssten freilich die Fremdkapitalvergabepraktiken der Banken noch spürbar laxer werden. Derzeit ist dies nicht angezeigt.

Ein zweites Risiko liegt in der vermeintlich gut gemeinten Mieterschutzpolitik, die letztlich das letzte Anlagevehikel nicht nur für Private, sondern auch für institutionelle Anleger schwächt. Bei steigenden Preisen und begrenzten Mietsteigerungspotenzialen erhöht dies logischerweise den Druck auf die Auszahlungsrenditen. Dies könnte sich als mittelfristig riskant erweisen.

Für 2015 dürften diese Risiken wohl noch nicht ins Haus stehen. Wir gehen davon aus, dass bei weiterhin reger Bautätigkeit die Wohnungspreise moderat gebremst weiter steigen.

2 IMMOBILIEN – DIE GRÖßTE REALE ANLAGEKLASSE

In Deutschland gibt es aktuell rd. 19 Millionen Gebäude für Wohnzwecke. Insgesamt beläuft sich das Bruttoanlagevermögen in Immobilien sowie Grundstücke auf rund 13 Bio. Euro (Destatis, 2014). Damit ist der Immobilienbestand die größte reale Assetklasse in Deutschland. Natürlich unterschätzt diese rein monetäre Betrachtung den Wert von Immobilien, denn sie prägen unser Leben in vielfältiger Hinsicht (vgl. Just, Uttich, 2015), und Immobilien sind in mehrfacher Hinsicht eine besondere Assetklasse: Immobilien sind standortgebunden, großvolumig, langlebig, spezifisch und damit sehr unterschiedlich; Daten liegen nur unzureichend vor, und Transaktionen sind mit sehr hohen Transaktionskosten verbunden. Aus diesen Merkmalen lassen sich für Immobilienanlagen spezifische Chancen-Risiko-Profile ableiten: Weil Immobilien eben nicht einfach aus einer nachfrageschwachen Region in eine nachfragestarke Region „umgezogen“ werden können, sollten Investoren neben einer Kurzfriststrategie auch Langfristszenarien konzipieren. Dies lässt sich unter anderem anhand demografischer Prozesse illustrieren: Mit der Kraft einer Gletscherbewegung können demografische Prozesse die Nachfrage nach Immobilien in einer wirtschaftsschwachen Region erodieren – oder stärken. Weil Immobilien aber für Jahrzehnte gebaut werden, sind diese Prozesse bereits heute zu berücksichtigen, wobei es in einer Welt voller Unsicherheiten, unmöglich ist, das „richtige“ Entwicklungsszenario für die Zukunft ex ante zu konzipieren.

Worum geht es hierbei? Im Zuge des demografischen Wandels verändert sich zum Beispiel die Altersstruktur in einer Region, der Bedarf an barrierearmen Wohnungen steigt in einer alternden Gesellschaft, der relative Bedarf an Familienwohnungen nimmt ab. Das in früheren Kohorten aufgebaute Immobilienvermögen wird dadurch einem erheblichen Wandel unterliegen, und dies kann auch die Erben treffen: Viele Privatanleger erwerben Immobilien mit dem Ziel, für ihr Alter Vorsorge zu treffen, entweder um im Alter mietfrei zu wohnen oder um aus den Mieteinnahmen ein Zusatzeinkommen zu generieren. Und weil Immobilien eben sehr beständig sind, lassen sich Immobilienvermögen auch gut an die nächste Generation weiterzugeben. Wenn Immobilien die wichtigste reale Vermögensklasse einer Volkswirtschaft sind, dann spielen sie auch bei Erbschaften eine bedeutende Rolle. Dies gilt heute mehr als vor dreißig oder vierzig Jahren, weil viele Vermögen nach dem Zweiten Weltkrieg erst wieder aufgebaut werden mussten und erst nun allmählich als Erbschaften übergeben werden.

Mit dieser Studie möchten wir zeigen, wie groß das Volumen von Immobilienerbschaften in den kommenden Jahrzehnten ausfallen könnte? Dies werden wir in eine Skizze der zentralen

nationalen und regionalen demografischen Entwicklungen einbetten, denn diese bilden den Entwicklungsrahmen für die erwartete Zunahme der Immobilienerbschaften. Schließlich leiten wir Implikationen für die Immobilienmärkte ab.

3 DEMOGRAFISCHE TRENDS UND DIE AUSWIRKUNGEN FÜR DEUTSCHE IMMOBILIEN-MÄRKTE

Der demografische Wandel hat durch die mit ihm verbundenen Nachfrageverschiebungen zeitverzögert einen Einfluss auf die Qualität und das Volumen des Immobilienbestandes. Im Folgenden wird erörtert, welche Immobilien in welchen Regionen in der Zukunft genutzt werden.

3.1 Demografische Veränderungen

In Deutschland gibt es seit über 40 Jahren mehr Sterbefälle als Geburten. Die Geburtenrate in Deutschland bewegt sich mit unter 1,5 Kindern je Frau deutlich unterhalb jenes Niveaus, das (auch gegeben der steigenden Lebenserwartung) benötigt würde, um die Einwohnerzahl ohne Zuwanderung konstant zu halten. Die Zahl der Einwohner in Deutschland wuchs also nur in jenen Jahren, in denen die Nettozuwanderung den anhaltend negativen natürlichen Bevölkerungssaldo überstieg. Dies war in den Jahren 1950 bis 1973 der Fall und zuletzt wieder seit 2011. Bereits in den 1980er Jahren und in den sieben Jahren vor 2010 nahm die Zahl der Einwohner in Deutschland deutlich ab.

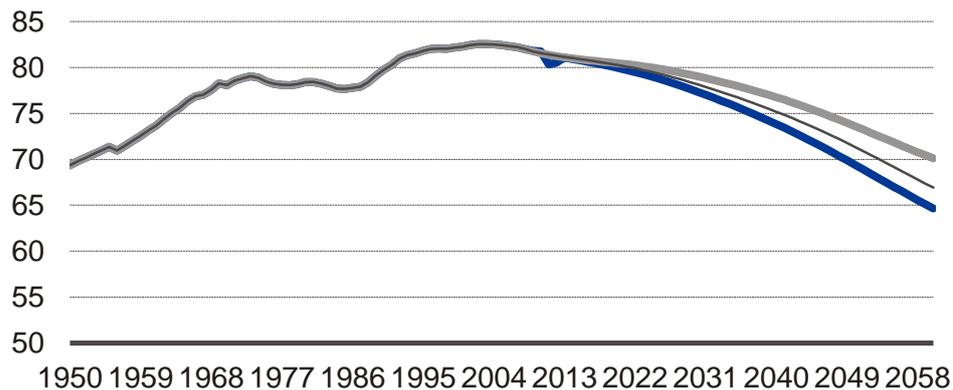
Da der natürliche Bevölkerungssaldo in Zukunft ansteigen dürfte, müssten also künftig immer mehr Menschen nach Deutschland einwandern, um dies auszugleichen. Aktuell ist dies der Fall, weil viele junge Menschen aus den südeuropäischen Krisenländern zuwandern, da die EU-Osterweiterung nun auch die Beschäftigung in zuvor ausgenommenen Branchen wie der Bauwirtschaft erlaubt und weil sich die Zahl der Asylsuchenden zuletzt wieder erhöht hat. Doch hieraus lässt sich nicht auf die lange Frist schließen. Im Durchschnitt der letzten 50 Jahren wanderten etwa 200.000 Personen jedes Jahr mehr nach Deutschland als das Land verließen, also etwa halb so viele wie 2013, und mit dieser Durchschnittsgröße rechnet auch das Statistische Bundesamt in seiner letzten mittleren Vorausberechnungsvariante bis zum Jahr

2060. Dann könnte die Zahl der Einwohner in Deutschland bis 2060 um rd. 10 Millionen unter dem heutigen Wert liegen (vgl. Abb. 1).

Abb. 1: Bevölkerungsentwicklung in Deutschland

Bevölkerungsentwicklung bis 2060

Mio. Einwohner



- VAR 1-W1: Untergrenze der mittleren Bevölkerung
- Variante 1 - W2: Obergrenze der "mittleren" Bevölkerung
- Variante 2 - W1

Quelle: Destatis 2009⁹

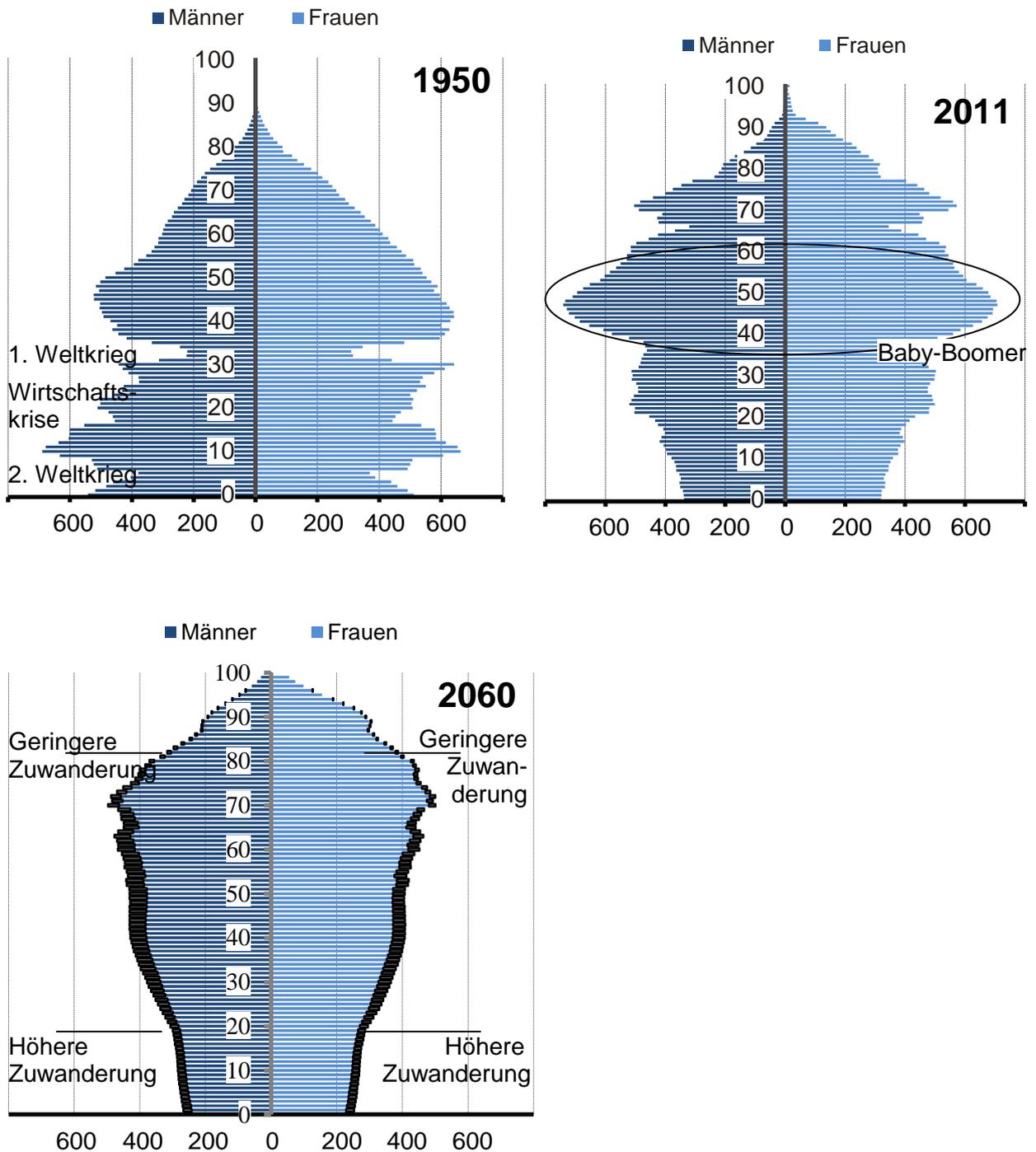
Darüber hinaus nimmt die Lebenserwartung seit Jahren stetig zu, seit 1970 um rund 12 Jahre (vgl. Börsch-Supan, 2012). Bei geringer Geburtenhäufigkeit und steigender Lebenserwartung altert also die deutsche Bevölkerung (vgl. Abb. 2).

⁹ (Variante 1 – W1: Untergrenze der "mittleren" Bevölkerung; Geburtenhäufigkeit: 1,4 Kinder je Frau, Lebenserwartung: Basisannahme, Wanderungssaldo: 100.000 ab 2014;

Variante 1 – W2: Obergrenze der "mittleren" Bevölkerung; Geburtenhäufigkeit: 1,4 Kinder je Frau, Lebenserwartung: Basisannahme, Wanderungssaldo: 200.000 ab 2014;

Variante 2 – W1: Geburtenhäufigkeit: 1,4 Kinder je Frau, Lebenserwartung: starker Anstieg, Wanderungssaldo: 100 000 ab 2014)

Abb. 2: Altersaufbau in Deutschland 1950 - 2060

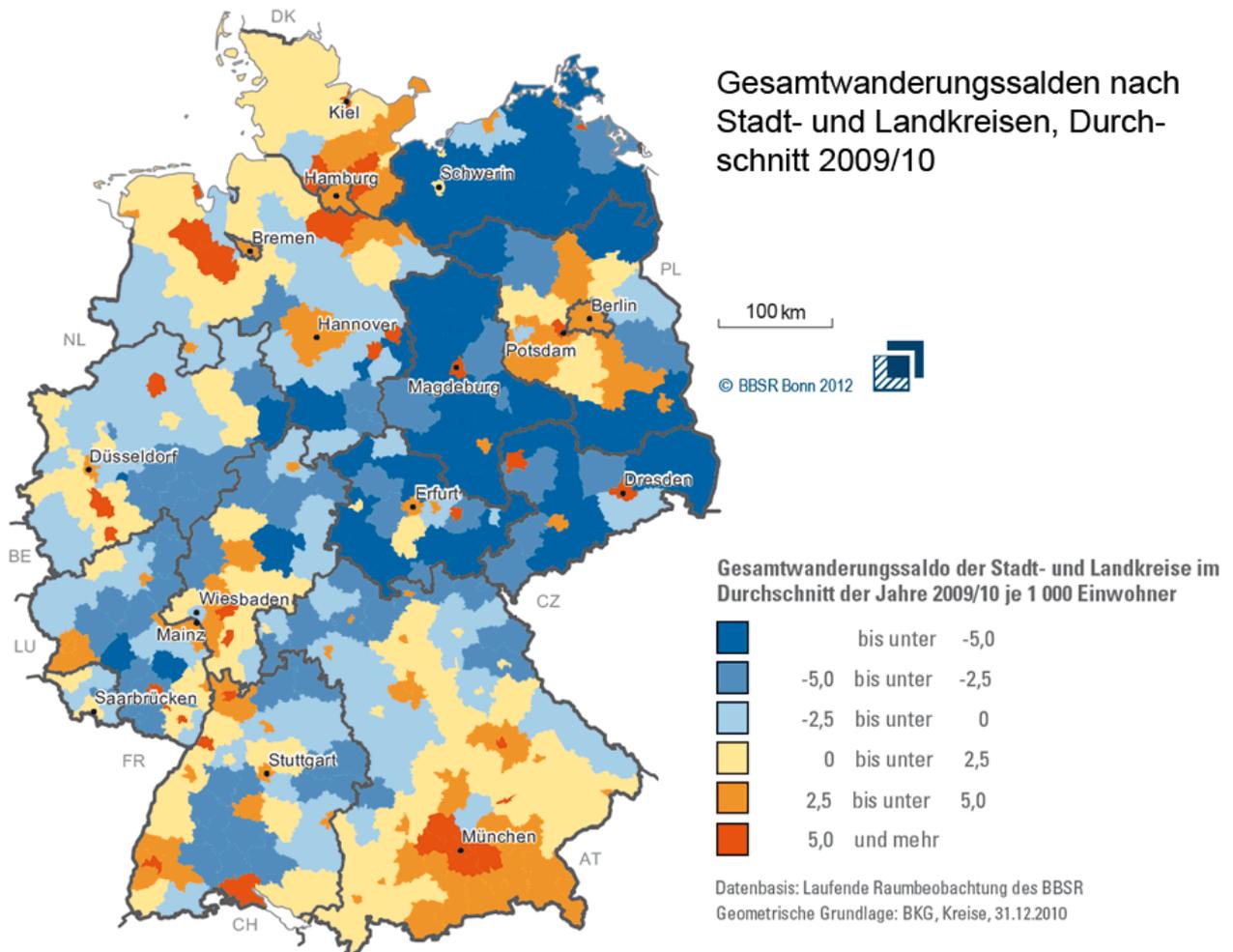


Quelle: Destatis 2009

Die skizzierte Entwicklung der Bevölkerungszahlen verläuft regional unterschiedlich. Ursächlich hierfür sind vor allem Binnenwanderungen aus ökonomisch schwächeren Regionen hin zu wirtschaftlich stärkeren. Insbesondere Agglomerationsräume gewinnen. Es entstehen

innerdeutsche Gefälle, wie zwischen West- und Ostdeutschland oder zwischen ländlichen und städtischen Regionen (vgl. Abb. 3).

Abb. 3: Ostdeutschland schrumpft, Nord- und Süddeutschland wachsen durch Zuwanderung



Quelle: BBSR 2013. S.3

Gemäß BBSR schrumpfen bereits ein Fünftel aller Städte und Gemeinden. Hiervon sind insbesondere kleinere Kommunen außerhalb von Ballungsräumen betroffen, während in vielen Großstädten weiteres Bevölkerungswachstum zu verzeichnen ist. So gewannen von 2000 bis 2010 Städte wie München (+11,8%), Potsdam (+11,5), Dresden (+9,5%) oder Freiburg (+9,3%) Einwohner hinzu, während wirtschaftlich schwächere Regionen wie Cottbus (-10,1%), Salzgitter (-8,8%), Gelsenkirchen (-7,4%) oder Hagen (-7,2%) um den Faktor 10-20 stärkere Bevölkerungsverluste aufwiesen als in dieser Dekade für Gesamtdeutschland ausgewiesen wurden (vgl. BBSR 2012). 2010 lag die Zahl der Einwohner in Deutschland um etwa 500.000 Personen, also um 0,6%, unterhalb des Wertes für das Jahr 2000.

Tab. 1: Bevölkerung 2015 versus 2060

Bundesland	Bevölkerung im Jahr 2015						Altenquotient ¹⁰
	Insgesamt	jünger als 20 Jahre	20 - 64 Jahre	65 - 79 Jahre	80 Jahre und älter		
	Millionen	Prozent ¹					
Baden-Württemberg	2015	10,7	18,5	60,8	14,9	5,8	34,0
	2060	9,0	15,7	50,0	19,8	14,5	68,0
Bayern	2015	12,6	18,1	61,2	15,1	5,6	34,0
	2060	10,7	15,6	50,3	20,3	13,8	68,0
Berlin	2015	3,4	16,3	63,4	15,3	5,0	32,0
	2060	2,9	14,5	50,0	21,6	13,9	71,0
Brandenburg	2015	2,5	15,5	60,7	17,5	6,3	39,0
	2060	1,6	15,3	47,5	20,0	17,2	78,0
Bremen	2015	0,7	16,7	31,2	15,8	6,2	36,0
	2060	0,6	14,8	52,3	20,5	12,4	63,0
Hamburg	2015	1,8	17,0	64,2	13,7	5,1	29,0
	2060	1,7	14,4	50,3	21,9	13,4	70,0
Hessen	2015	6,0	18,0	60,7	15,5	5,8	35,0
	2060	4,9	15,7	50,3	19,8	14,2	67,0
Mecklenburg-Vorpommern	2015	1,6	15,3	61,1	17,2	6,5	39,0
	2060	1,1	15,7	49,0	20,1	15,2	72,0
Niedersachsen	2015	4,8	18,4	59,6	16	6	37,0
	2060	6,2	15,9	51,3	19,1	13,8	64,0
Nordrhein-Westfalen	2015	17,6	18,2	60,6	15,2	5,9	35,0
	2060	14,2	15,8	51,1	19,9	13,2	65,0
Rheinland-Pfalz	2015	4	17,8	60,8	15,4	6	35,0
	2060	3,2	15,6	51,6	19,9	13,0	64,0
Saarland	2015	1	16	60,8	16,7	6,5	38,0
	2060	0,7	14,3	51,2	21,1	13,4	67,0
Sachsen	2015	4	15,6	58,6	18,3	7,5	44,0
	2060	2,9	15,9	48,7	20,0	15,5	73,0
Sachsen-Anhalt	2015	2,2	14,6	59,5	18,8	7,1	44,0
	2060	1,3	14,9	48,9	20,6	15,6	74,0
Schleswig-Holstein	2015	2,8	18,2	58,9	17,1	5,9	39,0
	2060	2,2	16,0	50,7	19,0	14,3	66,0
Thüringen	2015	2,1	15	60,1	18,3	6,7	42,0
	2060	1,3	14,6	48,5	20,7	16,2	76,0
Deutschland	2015	80,8	17,6	60,7	15,8	6	36,0
	2060	64,7	15,6	50,4	20,0	14,0	67,0

Quelle: Destatis 2014

Besonders für Personen in den wirtschaftsschwachen Gegenden gestaltet sich durch die beschriebenen Prozesse das Älterwerden als problematisch, da die Finanzierung technischer und sozialer Infrastruktur in diesen Regionen schwieriger wird. Dies betrifft beispielsweise medizinische Versorgungsmöglichkeiten oder ÖPNV-Einrichtungen (vgl. Rostocker Zentrum für demografischen Wandel o.J.).

¹⁰ Die Zahl der 65-Jährigen und Älteren je 100 Personen im Alter von 20 bis unter 65.

Der Vergleich regionaler Altersstrukturen für die Jahre 2015 und 2060 zeigt, dass in allen Bundesländern in den nächsten 45 Jahren eine deutliche Zunahme der älteren Bevölkerung stattfinden wird. Besonders hohe Werte sind für die Bundesländer im Osten Deutschlands zu erwarten, denn dort wird die Alterung durch fehlenden Zuzug junger Menschen begleitet. Für Deutschland insgesamt ist mit nahezu einer Verdoppelung des Altenquotienten bis 2060 zu rechnen (vgl. Tab. 1)

3.2 Nachfrage nach Wohnraum wird weiter steigen

Die quantitative Nachfrage nach Wohnflächen wird nach gängigen Vorausberechnungen trotz des erheblichen Bevölkerungsrückgangs noch etwa 20 Jahre zunehmen. Drei Gründe sind hierfür maßgeblich:

Erstens sorgt der sogenannte Remanenzeffekt dafür, dass Menschen überwiegend in jenen Wohnungen altern, die sie bereits im Alter von etwa 50 Jahren bewohnt haben. Kinder sind im Alter meistens ausgezogen, Lebenspartner zum Teil gestorben, sodass die Wohnfläche pro Kopf in Seniorenhaushalten vergleichsweise hoch ausfällt.

Zweitens wird die Zahl der Haushalte insgesamt zunehmen. Dies liegt nicht nur daran, dass eine mobile Gesellschaft zu mehr Singlehaushalten im Erwerbsleben führt, die stärksten Zuwächse bei Ein- und Zweipersonenhaushalten sind absolut in der Altersgruppe der über 65-Jährigen zu erwarten. Dies liegt daran, dass die so genannten Babyboomer, also die geburtenstarken Jahrgänge der ersten Nachkriegsjahre nun das Rentenalter erreichen und ältere Menschen überwiegend alleine oder zu zweit wohnen. Wenn der Anteil dieser Altersgruppe steigt, wird die mittlere Haushaltsgröße von aktuell rund 2 Personen je Haushalt auf deutlich unter zwei Personen in den nächsten Jahrzehnten sinken. Dies dämpft den Schrumpfungsprozess für die Wohnungsnachfrage, denn für die Wohnungsmärkte ist vor allem die Zahl der Haushalte und nur mittelbar die Zahl der Einwohner maßgeblich.

Drittens wirkt der Kohorteneffekt. Dieser beschreibt die Tatsache, dass die heutige Seniorengeneration höhere Einkommen und Vermögen besitzt als jede frühere Rentnergeneration¹¹. Dies ermöglicht den heutigen Senioren einen höheren Wohnflächenkonsum als früheren Generationen, und auch dies dämpft den Belastungseffekt für die Wohnungsmärkte, der aus der Schrumpfung entstehen könnte.

¹¹ Dies gilt absolut und in Relation zum Nationaleinkommen wenigstens für die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg. Wir kommen auf diesen Aspekt zurück.

Allerdings gilt für alle diese Effekte, dass sie regional sehr unterschiedlich ausfallen. In den Fortzugsregionen, zum Beispiel Ostdeutschland, reichen diese Effekte wohl dauerhaft nicht aus, um den Fortzug der jüngeren Wohnbevölkerung zu kompensieren. Demary und Voigtländer (2009) schätzen beispielsweise, dass die Wohnflächennachfrage in Chemnitz, Cottbus oder Neubrandenburg im Jahr 2025 um deutlich über 10% unterhalb der Nachfrage des Jahres 2006 liegen dürfte. Für Frankfurt/Oder, Suhl und Dessau wird sogar ein Rückgang in der Größenordnung von 20% geschätzt. Gleichzeitig errechnen Voigtländer und Demary, dass die Wohnflächennachfrage in Lüneburg, Ingolstadt und München 2025 um über 10% oberhalb des 2006er Wertes liegen wird – und dies berücksichtigt nicht den Bevölkerungszugewinn der letzten Jahre.

Hinzu kommt, dass die Einkommenszuwächse weder in der Vergangenheit noch in der Zukunft gleichmäßig allen Seniorenhaushalten zu Gute kamen: Der Anstieg der Durchschnittsvermögen lässt zu, dass einer Gruppe sehr wohlhabender Haushalte eine wachsende Zahl altersarmer Haushalte gegenüber stehen dürfte. Dass gerade diese zweite Gruppe wachsen könnte, liegt daran, dass nun Menschen das Rentenalter erreichen, die gebrochene Erwerbsbiografien haben. Hohe Arbeitslosenquoten in den 1980er Jahren und auch eine gestiegene Zahl alleinerziehender Mütter impliziert, dass diese Menschen nur unzureichend für das Alter vorsorgen konnten.

3.3 Wohnen im Alter

Es gibt in Deutschland gut 8 Mio. Haushalte, in denen ausschließlich Menschen leben, die mindestens 65 Jahre alt sind. Hinzu kommen fast 2,5 Mio. Haushalte, in denen unter anderem Senioren leben. Von den reinen Seniorenhaushalten wohnt über die Hälfte in Wohnungen die zum Teil deutlich älter sind als 40 Jahre. In Neubauwohnungen, die maximal 25 Jahre alt sind, wohnen nur 12% aller Seniorenhaushalte.

Dies hat weitreichende Implikationen für die Bewertung und Nachnutzung von solchen genutzten Wohnungen vor allem dann, wenn die Wohnungen der 1950er und 1960er Jahre wenig oder gar nicht modernisiert wurden.

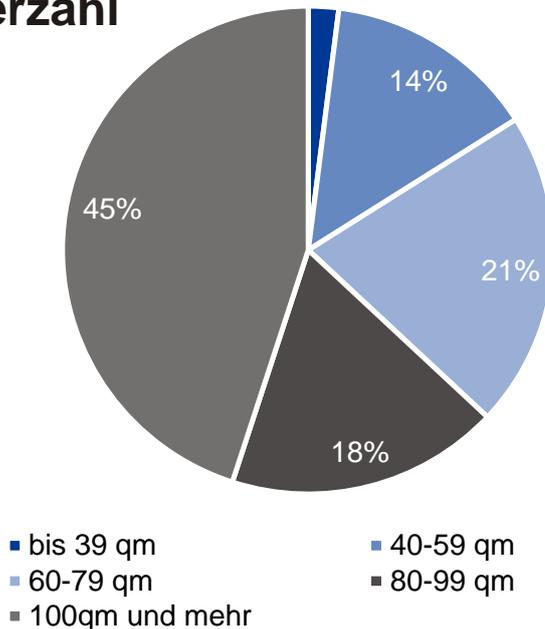
Tab. 2: Haushalte mit und ohne Senioren/-innen nach Baualtersklasse der bewohnten Wohnung

Haushalte	Baualtersklasse der Wohnung									
	bis 1959		1960 bis 1969		1970 bis 1979		1980 bis 1989		1990 und später	
	Anzahl	%	Anzahl	%	Anzahl	%	Anzahl	%	Anzahl	%
Haushalte insgesamt	13 691 787	36,6	6 049 901	16,2	5 849 983	15,6	4 074 935	10,9	7 794 494	20,8
Haushalte mit ausschließlich Senioren/-innen	2 986 835	36,3	1 811 512	22	1 629 184	19,8	771 596	9,4	1 023 631	12,5
Haushalte mit Senioren/-innen und anderen	1 281 492	38,4	583 144	17,5	683 087	20,5	368 806	11,1	419 651	12,6
Haushalte ohne Senioren/-innen	9 423 460	36,4	3 655 245	14,1	3 537 712	13,7	2 934 533	11,3	6 351 212	24,5

Quelle: Destatis 2011

Viele Senioren wohnen in vergleichsweise großen Wohnungen. Etwa die Hälfte aller Senioren wohnt in Wohnungen mit mindestens 100 m². Dies gilt gerade für ältere Menschen, die in eigengenutzten Ein- und Zweifamilienhäusern leben. Diese Wohnungen sind für Familienhaushalte nachnutzbar, auch wenn Lage und Zuschnitt natürlich nicht zwingend den aktuellen Präferenzen von jungen Familienhaushalten entsprechen müssen.

Große Wohnungen in der Überzahl



Tatsächlich sind 83% aller selbstgenutzten Wohneigentumsobjekte von Senioren mindestens 100 m² groß. Sehr kleine Wohneigentumswohnungen sind sehr selten. Aus der hohen Bedeutung der Ein- und Zweifamilienhäuser (siehe Tab. 3) folgt auch, dass viele Senioren im Erdgeschoss wohnen (vgl. BBSR 2014, S.28).

Tab. 3: Wohneigentum nach Größe der Wohnung (in 1.000, in m²)

Wohnfläche von...bis... (in m ²)	Wohngebäude mit ... Wohnungen						Insgesamt	Davon von Senioren (65+) bewohnt
	1	2	3-6	7-12	13-20	21 und mehr		
Unter 40	5	19	19	13	8	17	82	1,64
40-60	67	170	139	110	31	48	565	79,1
60-80	427	633	416	326	75	101	1.978	415,4
80-100	1.178	853	450	278	66	93	2.918	525,2
100-120	1.884	750	292	117	31	36	3.111	4.928
120 und mehr	5.823	1.479	407	100	19	13	7.840	

Insgesamt	9.384	3.904	1.723	945	229	209	16.494	5.949
------------------	-------	-------	-------	-----	-----	-----	--------	-------

Quelle: Destatis 2014a

Mit einer Veränderung in der Bevölkerungsstruktur ändern sich (teilweise) auch die Wohnbedürfnisse. Im Alter gewinnen barrierearme/-freie Wohnungen mit etwa einer Größe von 40 bis 60 m² pro Person insbesondere für Mieterhaushalte an Bedeutung (vgl. BMVBS 2011, S. 31). Aufgrund der Tatsache, dass zum einen ältere Personen vergleichsweise selten umziehen, zum anderen überdurchschnittlich häufig Eigentümer der bisher bewohnten Wohnungen sind¹², wird deutlich, dass barrierereduzierende Maßnahmen häufig mittels Umbaumaßnahmen im Bestand erfolgen müssen (vgl. BMVBS 2011, S.34-37).

Für viele Menschen ist es entscheidend, dass sie auch im Alter möglichst lange selbstständig in ihren eigenen Wohnungen bleiben können. Ein hohes Maß an Barrierefreiheit ist dann essentiell. Vergleicht man die Zahl der älteren Haushalte in barrierearmen Wohnungen mit der Zahl an pflegebedürftigen Personen, so wird eine erhebliche Diskrepanz zwischen Angebot an und Nachfrage nach barrierereduziertem Wohnraum deutlich: Es gibt aktuell rund 2,5 Mio. Pflegebedürftige Menschen in Deutschland. Davon lebt nur etwa ein Viertel in Pflegeheimen. Gleichzeitig leben jedoch nur etwa 5% der Senioren in altersgerechten Wohnungen (vgl. DV (Hrsg.) 2009, S.7 sowie Pestel 2013, S. 10). Selbst wenn man unterstellt, dass tatsächlich nur pflegebedürftige Menschen in solchen barrierearmen Wohnungen leben – was keineswegs der Fall ist – bliebe eine gewaltige Lücke von barrierearmen Wohnraum für mindestens 750.000 Menschen.

3.4 Technische und organisatorische Lösungen für eine alternde Gesellschaft

Barrieren im Wohnalltag lassen sich vor allem durch technische Lösungen reduzieren. Umbaumaßnahmen wie die Installation von Treppenliften, das Begradigen von Schwellen, die Verbreiterung von Türen oder das Anpassen des Sanitärbereichs (seniorengerechte WC- und

¹² Dies gilt aktuell zumindest für Menschen bis etwa 70 Jahre. Für die Altersgruppen darüber ist die Wohneigentumsquote insbesondere in den neuen Bundesländern relativ niedrig, da für sie die Bildung von Wohneigentum in der Haushaltsgründungsphase schwierig war.

Waschanlagen) erleichtern das Bewältigen des Alltags für Menschen mit Bewegungseinschränkungen. Durch solche Maßnahmen ließen sich Barrieren in Millionen Wohnungen zum Teil deutlich reduzieren. Die damit verbundenen Investitionen wären erheblich. Es wird geschätzt, dass allein der akute Bedarf an barrierearmen Wohnungen Investitionen in der Größenordnung von rd. 40 Mrd. Euro erfordert (vgl. BMVBS, 2011, S. 64 f.).

Tab. 4: Wohnungstypen nach Barriereumfang (n = 962 befragte Seniorenhaushalte 65+)

		Absolute Zahl	Anteil (in %)
Barrierefrei	Ohne Barrieren	50	5,2%
Mittlere Barrieren	Barrieren nur in der Wohnung	426	44,3%
	Barrieren nur beim Zugang von außen	25	2,6%
	Barrieren innen + außen	349	36,3%
	Mittlere Barrieren (Summe)	800	83,2%
Extreme Barrieren	Extreme Zugangsbarrieren	3	0,3%
	Extreme Zugangsbarrieren + Barrieren außen	109	11,3%
	Extreme Barrieren (Summe)	112	11,6%
Gesamt		962	100%

Quelle: BMVBS 2011, S. 41

Über technische Maßnahmen hinaus bieten organisatorische und soziale Lösungen eine Möglichkeit, ergänzend Problemen zu begegnen. Solche Konzepte könnten zum Beispiel in nachbarschaftlichen Engagements, Wohnformen mit integrierter Versorgung oder altengerechten Assistenzsystemen bestehen und helfen, ein längeres Wohnen in der eigenen Wohnung zu ermöglichen (vgl. Heinze 2013, S.135-141; Orszulok 2015).

3.5 Förder- und Finanzierungsmaßnahmen altersgerechter Umbauten

Zur Realisierung der technischen Umbaumaßnahmen, die für einen seniorengerechten, barrierearmen Wohnraum notwendig sind, ist mit durchschnittlichen Kosten zwischen 13.990 EUR und 16.840 EUR pro Wohnung zu rechnen (Stand 2011; vgl. BBSR 2014). Um einer möglichst großen Zahl an Haushalten die Inangriffnahme derartiger Maßnahmen zu ermöglichen, wurden mehrere öffentliche Förderwege entwickelt.

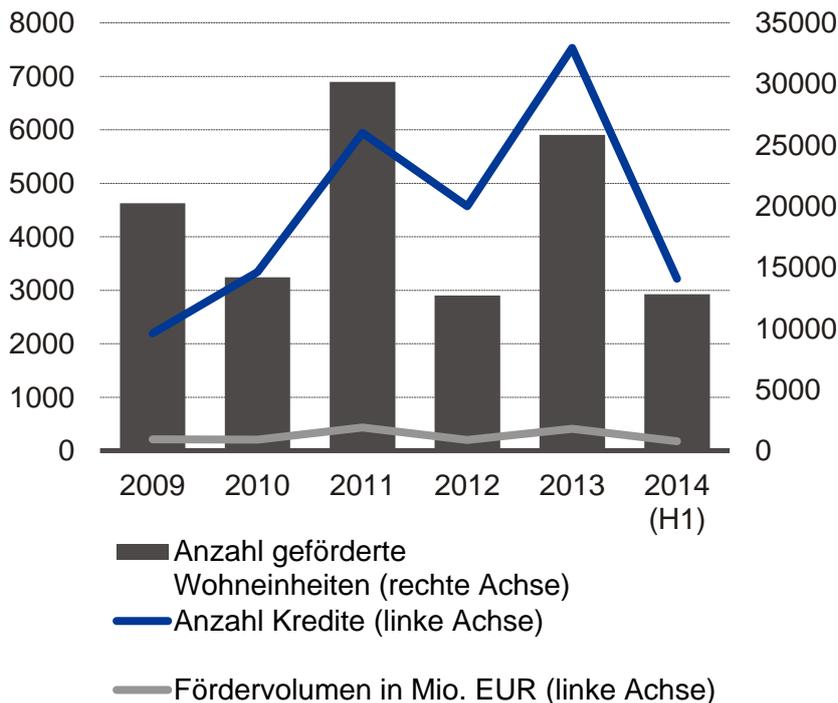
Hierunter fällt unter anderem das von der KfW-Bankengruppe getragene Programm Altersgerecht Umbauen. Ziel des Förderprogramms ist die „zinsgünstige, langfristige Finanzierung von Maßnahmen, mit denen Barrieren im Wohnungsbestand reduziert sowie der Wohnkomfort und die Sicherheit erhöht werden“ (KfW 2014, S.1). Antragsberechtigt sind alle Träger von Investitionsmaßnahmen sowie Ersterwerber von barrieregeduzierten neuen Objekten (bis 12 Monate nach Bauabnahme) (vgl. ebd.). Voraussetzung für den Erhalt der Förderung ist die Beachtung der vorgegebenen technischen Mindestanforderungen.

In Deutschland ist eine Zunahme der Inanspruchnahme derartiger Kredite seit 2009 zu verzeichnen (vgl. Abb. 4).¹³

Abb. 4: Inanspruchnahme Kreditvariante „Altersgerecht Umbauen“ in Deutschland

Programm "Altersgerecht Umbauen"

(nach Anzahl bzw. in Mio. EUR)



Quelle: KfW-Bank

¹³ Eine Ausnahme stellt das Jahr 2012 dar. Ursächlich hierfür ist die zunächst angekündigte Beendigung des Förderprogramms Ende 2011. Die Fortführung über das Jahresende hinaus sorgte zunächst für Irritationen und eine verhaltene Inanspruchnahme des Programmes (vgl. Schwäbisch Hall o.J.).

Eine weitere Förderung ist im Rahmen von §40 Abs.4 SGB XI möglich. Hierbei handelt es sich um eine subjektbezogene Förderung, die dazu dient, individuelle, wohnumfeldverbessernde Maßnahmen von Pflegebedürftigen zu fördern. Ziel ist es, eine möglichst selbstständige Lebensführung zu ermöglichen. Seit dem 01. Januar 2015 greift zudem das erste Pflegestärkungsgesetz. Hierdurch findet eine Ausweitung der Leistungen für Pflegebedürftige und ihre Angehörigen statt. Ebenso wird die Zahl der zusätzlichen Betreuungskräfte in stationären Pflegeeinrichtungen erhöht sowie ein Pflegevorsorgefonds initiiert. Ein zweites Pflegestärkungsgesetz mit Fokus auf einen neuen Pflegebedürftigkeitsbegriff sowie ein neues Begutachtungsverfahren ist in Planung (vgl. BMG 2015).

Über diese Maßnahmen hinaus existieren länderspezifische Förderinstrumente, die jedoch je nach Bundesland hinsichtlich der Maßnahmen nach Bestand und Neubau variieren. Des Weiteren besteht die Möglichkeit, Förderungen über die Pflegeversicherung oder gemäß steuerrechtlichen Regelungen zu beantragen. (Vgl. BBSR 2014, S.43 sowie BMVBS 2011, S.70-73)

4 ENTWICKLUNG DER IMMOBILIENERBMASSE IN DEUTSCHLAND

Von dem eingangs erwähnten Bruttoanlagevermögen in Immobilien entfallen etwa 7,4 Bio. EUR auf Wohnbauten (Destatis, 2014) – abzüglich der Abschreibungen sind dies 4,5 Bio. EUR. Fast die Hälfte des gesamtwirtschaftlichen Vermögens (einschließlich Nutztiere und geistiges Eigentum) ist in Wohnobjekten gebunden. Diese hohe Bedeutung ist typisch für entwickelte Volkswirtschaften. Thomas Piketty (2014) veranschaulicht den Bedeutungszuwachs der Anlageklasse Wohnen anhand der Entwicklung einzelner Vermögensbestandteile in Relation zum Nationaleinkommen.¹⁴ Vor dem ersten Weltkrieg erreichte der Wert aller Wohnungen in Deutschland immerhin den Wert eines Nationaleinkommens. Im Zuge der Kriege sank dieser Anteilswert auf nur 60% des Nationaleinkommens, erholte sich aber stetig und liegt aktuell mit über 230% des Nationaleinkommens auf dem höchstens Stand seit es belastbare Daten für

¹⁴ Bei ihm als Ersatz für das Bruttoinlandsprodukt.

diese Vermögensgrößen gibt. Insgesamt erreichen die Vermögen in Deutschland heute das Fünffache des Nationaleinkommens.¹⁵

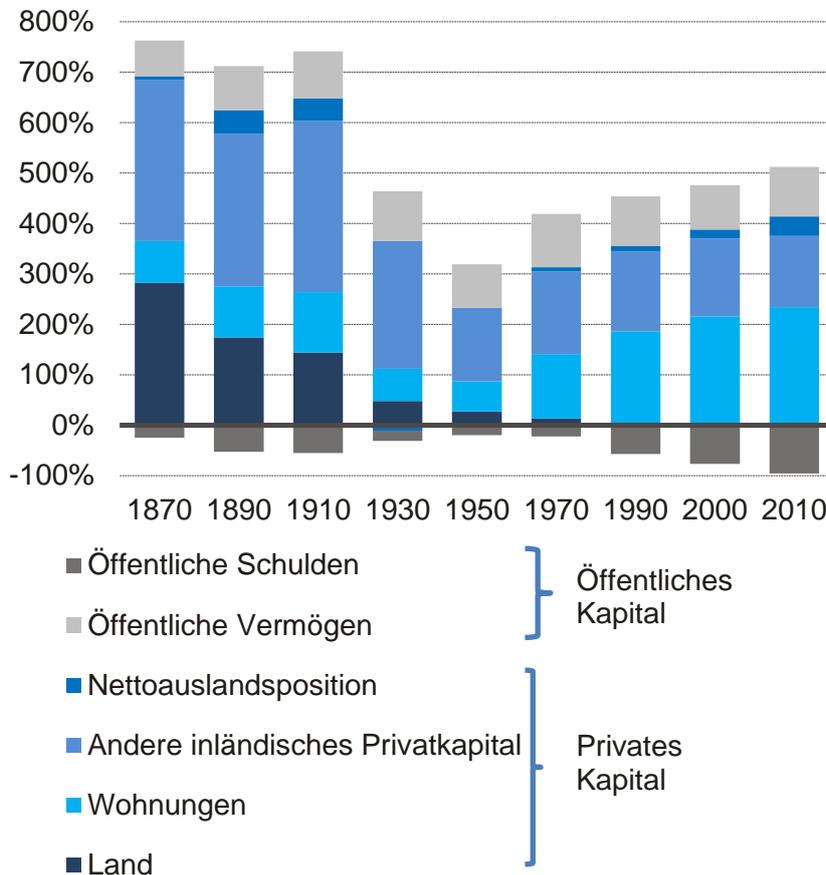
Und weil die realen Einkommen in Deutschland seit 1950 um mehr als das Achtfache gestiegen sind, ist dieser Anstieg der Vermögen gemessen in Nationaleinkommen beachtlich – und der Anstieg des Anteils der in Wohnungen gebundenen Vermögen ebenfalls. Es lohnt sich also mit dieser Assetklasse gerade jetzt zu befassen, weil wir nun in eine Phase kommen, in der das Erbvolumen stetig steigen wird, weil die Generation der Babyboomer, die dieses Vermögen in den ersten Jahrzehnten nach den Weltkriegen vor allem aufgebaut hat, allmählich in den Ruhestand geht und in den nächsten Jahrzehnten die beschleunigt aufgebauten Vermögen zur Vererbung anstehen. Dies dürfte weitreichende Implikationen für die erste echte Erbengeneration nach dem Zweiten Weltkrieg sowie für einzelne Immobilienmärkte haben.

¹⁵ In anderen westlichen Ländern verlief die Entwicklung in vielen Punkten ähnlich: Auch in Großbritannien und Frankreich brachen die Vermögenswerte in den Jahrzehnten der Weltkriege in Einheiten des Nationaleinkommens massiv ein und erholten sich in den letzten Jahrzehnten. Wohnungen als Anlageklasse spielt auch in Frankreich und Großbritannien eine sehr bedeutende Rolle.

Abb. 5: Entwicklung des Nationaleinkommens von 1870 - 2010

Entwicklung des Vermögens in Deutschland

in % des Nationaleinkommens



Quelle: Piketty, 2014

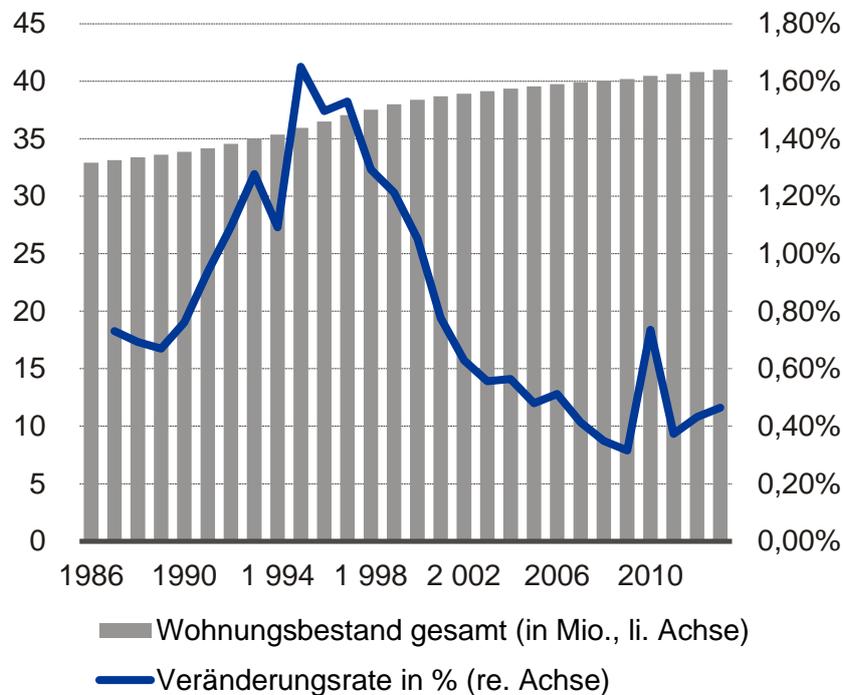
4.1 Entwicklung und Struktur des deutschen Immobilienbestandes

Zunächst werfen wir hierfür einen Blick auf die Struktur des deutschen Wohnungsbestands: Es gibt in Deutschland rd. 41 Mio. Wohneinheiten, das sind rund 7,6 Mio. mehr als noch vor 25 Jahren. Der Wohnungsbestand ist insbesondere in den ersten Jahren nach der Wiedervereinigung sehr stark gewachsen.

Abb. 6: Entwicklung Wohnungsbestand in Deutschland 1986-2013¹⁶

Veränderung des Wohnungsbestands

(in Mio. bzw. in %)



Quelle: Destatis 2014a

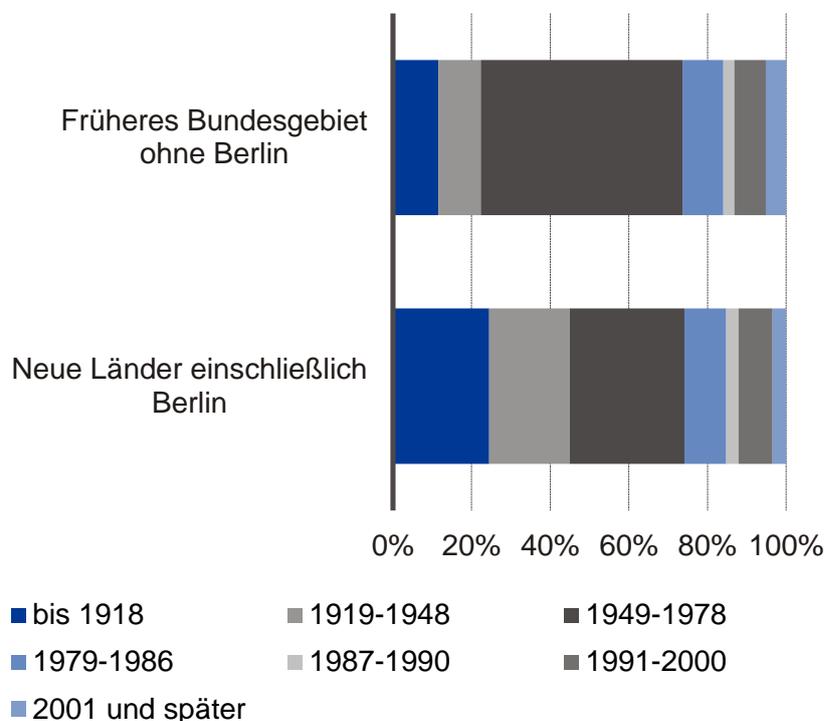
Die allermeisten Wohnungen in Deutschland stammen aus den Baujahren 1949 bis 1978, wobei es zum Teil erhebliche regionale Unterschiede gibt: Vor allem in der Mitte und im Osten Deutschlands ist der Anteil an Altbauten höher als in den sonstigen Regionen Deutschlands (vgl. Destatis 2014) und natürlich gibt es in den Städten deutlich mehr Wohnungen in Mehrfamilienhäusern als in den weiteren Verflechtungsgürteln der Städte oder ländlichen Regionen. In den neuen Bundesländern zeigt sich auch 25 Jahre nach der Wiedervereinigung noch immer die zuvor verfolgte Wohnungsbaupolitik: Der Anteil der Wohnungen in Mehrfamilienhäusern mit vielen Stockwerken ist spürbar höher als in den alten Bundesländern.

¹⁶ Der Wachstumsknick im Jahr 2010 ergibt sich durch die Ergebnisse des Zensus2011. Die Ergebnisse zeigten, dass der Wohnungsbestand in Deutschland um rd. 500.000 Wohnungen größer ist als aus den Bestandsfortschreibungen zuvor ermittelt wurde. Dieser „Anstieg“ des Wohnungsbestands wird in der offiziellen Statistik im Jahr 2010 abgebildet. Tatsächlich müsste sich der Anstieg über alle Jahre seit dem vorherigen Zensus verteilen.

Abb. 7: Wohnungsbestand nach Baujahr in Deutschland

Hoher Bestand an alter Substanz

Bewohnte Wohnungen nach Baujahr des Gebäudes 2010 (in %; Basis 36,1 Mio. WE)

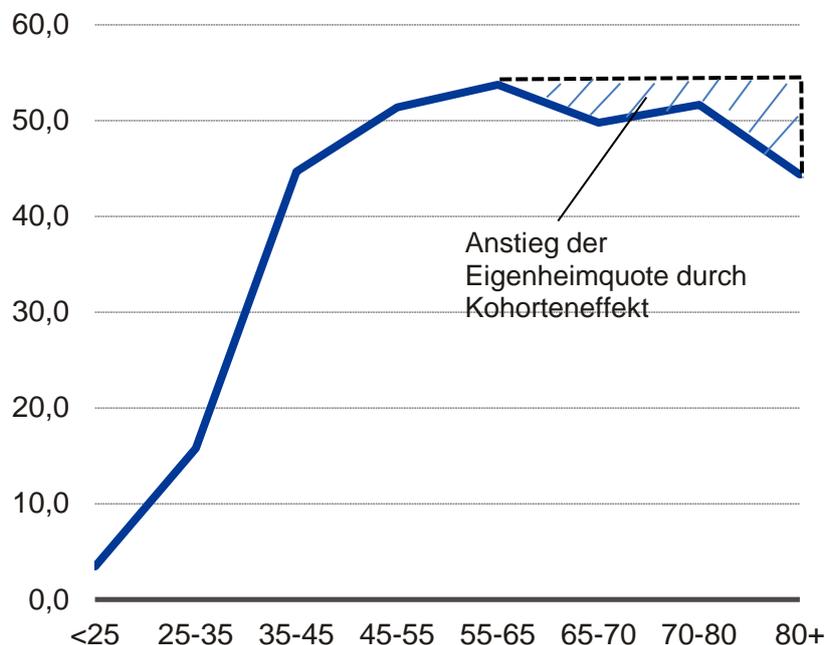


Quelle: Destatis; IREBS

Im Hinblick auf die Wohneigentumsquote zeigt sich, dass diese in den Altersgruppen 45 bis 65 am höchsten ist. Hier wirken mehrere Effekte zusammen: Zum einen steigen die Einkommen im Lebenszyklus an. Jüngere Menschen haben entweder noch keinen Bedarf oder noch kein Eigenkapital für die Eigenheimfinanzierung. Hinzu kommt, dass gerade die Menschen jenseits der 65 in ihrer ersten Haushaltsbildungsphase auf sehr illiquide Märkte stießen. Es gab für sie vielfach kein passendes Angebot. Und weil Menschen eben überwiegend ab diesem Alter remanent sind, das heißt, sie ziehen nur ungern um, liegt die Wohneigentumsquote bei den Senioren vergleichsweise niedrig (vgl. Abb. 8). Dies gilt insbesondere für Menschen in den neuen Bundesländern, denen der Eigenheimerwerb über Jahrzehnte verwehrt blieb. Die Eigenheimquote bei den älteren Menschen ist in den letzten Jahren stetig gestiegen und dürfte auch in Zukunft weiter steigen. Dafür spricht die Macht der Kohorteneffekte – wenn die heute 45-Jährigen älter werden, werden sie überwiegend Wohneigentümer bleiben (vgl. Just 2013).

Abb. 8: Eigentumsquote nach Alter in Deutschland (2013)

Entwicklung Eigentumsquote



Quelle: Destatis, EVS 2013

In Ostdeutschland ist die Wohneigentumsquote spürbar niedriger als im Westen. Dies gilt für alle Altersgruppen, im den Altersgruppen, die vor der Wiedervereinigung ihren ersten Haushalt gegründet haben, ist der Unterschied aber besonders ausgeprägt. Flächenstaaten wie das Saarland oder Rheinland-Pfalz weisen die höchste Wohneigentumsquote auf. Mit 56,8 % (Saarland, 2013) bzw. 54,5 % (R-P, 2013) liegen sie deutlich über dem deutschen Durchschnitt von nur 43,0 %. Die niedrigen Bodenpreise sind die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für diese regionalen Besonderheiten. Außerdem haben Stadtstaaten aufgrund der hohen Bevölkerungsdichte und den damit verbundenen sehr hohen Bodenpreisen natürlich eine Sonderrolle. Dass die regional spezifische Gebäudestruktur freilich ebenfalls zu beachten ist, zeigt der Fall Bremen. Dort ist die Wohneigentumsquote für eine Stadt sehr hoch. Hier könnten die Bremer Stadthäuser erklären helfen, denn Menschen bilden lieber Wohneigentum in Ein- und Zweifamilienhäusern als in Mehrfamilienhäusern.

Tab. 5: Wohneigentumsquote¹⁷ (in %)

	1998	2003	2008	2013
Deutschland	40,3	43	43,2	43
Sachsen-Anhalt	29,1	36	38,2	37,7
Schleswig-Holstein	45,3	47,4	51,6	49
Hamburg	20	22,3	23,9	21
Niedersachsen	45,7	48,4	50,4	46,1
Bremen	41,6	43,2	42,6	37,5
Nordrhein-Westfalen	37,8	40	43,1	41
Hessen	45,7	45,9	47,5	49,5
Rheinland-Pfalz	55,1	57,1	57,2	54,5
Baden-Württemberg	49,6	53,8	53,3	52,9
Bayern	49,4	50,2	49,2	46,9
Saarland	59,9	60,2	59,5	56,8
Berlin	12,1	11,5	16,2	14,8
Brandenburg	26,5	35,7	41,4	37,5
Mecklenburg-Vorpommern	22,5	28,5	34,4	35,1
Sachsen	27,2	31	32,1	31,9
Thüringen	33,1	41	43	44,2

Quelle: Destatis 2014

4.2 Aufbau von Vermögen im Lebenszyklus

Menschen passen ihr Konsumverhalten an die Höhe ihrer Einkommen an, wobei Haushalte im Durchschnitt einen Teil ihres Einkommens sparen. Allerdings verändert sich die Sparquote, also der Anteil, den ein Haushalt zur Ersparnis zurücklegt, im Laufe des Lebens. Damit erreichen Menschen, dass sie ihren Konsum über die Jahre etwas glätten. In jungen Jahren ist die Ersparnis häufig negativ, später werden im Erwerbsleben Vermögen aufgebaut, die dann für die Altersvorsorge dienen. Diese Lebenszyklushypothese, die vor allem mit dem Ökonomen Franco Modigliani verbunden wird, ließe erwarten, dass ein Großteil der selbst ersparten Vermögen im Alter aufgebraucht wird. Dies ist offenbar nicht der Fall. Empirisch geht die Sparquote zwar

¹⁷ Verhältnis der Haushalte, die im Wohneigentum leben zur Gesamtheit aller Haushalte

zwischen dem 55. und dem 70. Lebensjahr zurück (von etwa 14% auf knapp unter 8%). Danach steigt sie freilich wieder etwas an, sodass die Sparquote im Durchschnitt sogar bei Seniorenhaushalten (in Deutschland) in etwa auf dem Mittelwert aller Altersgruppen bleibt. Vermögen werden nicht im Alter konsumiert, tatsächlich werden sie sogar im Alter weiterhin aufgebaut, sodass Erbschaften überhaupt möglich werden.

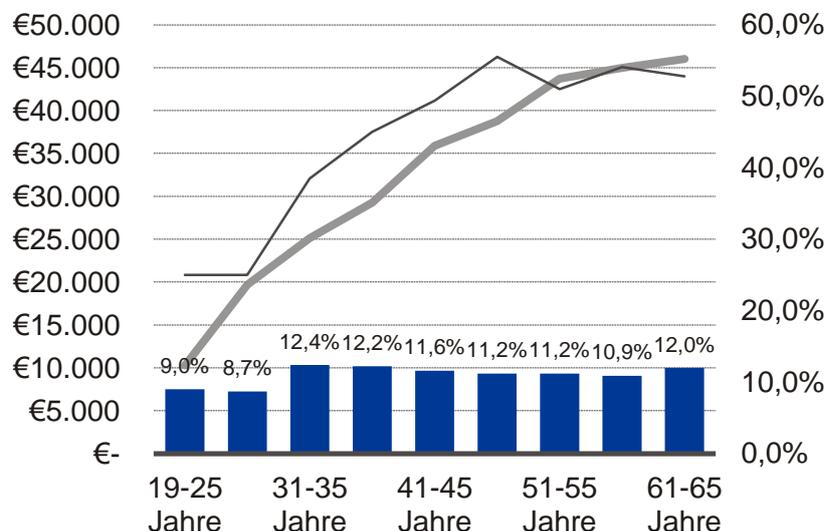
Ein Großteil des heutigen Vermögens in Deutschland wurde nach dem Zweiten Weltkrieg akkumuliert. Die Erwerbsbiografien zum Beispiel der so genannten Babyboomer-Generation, also der zwischen 1947 und 1965 geborenen Menschen gestalten sich vielseitiger als die früherer Kohorten, somit auch ihre Einkommen. Die Frauenerwerbsbeteiligung nimmt zu, es wird später geheiratet, und die Geburtenhäufigkeit ist nach 1970 dauerhaft niedrig. All dies hat einen positiven Einfluss auf die Einkommensentwicklung und die Vermögensbildung nach 1950 (Vgl. Coppola 2011).

Gemäß dem Sozio-Ökonomischen Panel (SOEP) verfügt ein durchschnittlicher Haushalt in Deutschland über ein Nettovermögen von rd. 83.000 EUR (Grabka und Westermeier, 2014). Für Westdeutschland liegt es bei etwa 94.000 EUR und für Ostdeutschland bei etwa 41.000 EUR. Wohneigentümer kommen regelmäßig auf höhere Vermögenswerte. Sie verfügen allein über ein Nettovermögen in Wohneigentum von fast 90.000 EUR – in Westdeutschland liegt dieser Wert sogar bei knapp 100.000 EUR. Dabei nehmen die Vermögen bis etwa zum 70. Lebensjahr zu. Ein 70-Jähriger Westdeutscher verfügt über ein Nettovermögen von rd. 170.000 EUR – dreimal so viel wie ein 70-Jähriger im Osten. Es gibt zwei weitere Strukturunterschiede: Erstens sind die Vermögen ungleich verteilt: Das Durchschnittsvermögen besagt nicht viel: 50% der Menschen in Westdeutschland verfügen über gerade 20.000 EUR und im Osten sogar über nicht mehr als 8.000 EUR. Die Vermögen des stärksten 1 Prozents belaufen sich indes auf über 800.000 EUR.

Zweitens bauen Wohnungseigentümer regelmäßig höhere Gesamtvermögen auf als Mieter – selbst wenn man Einkommensunterschiede berücksichtigt. Dies liegt wohl an drei Effekten: Wohneigentümer werden durch die Eigentumsbildung mehr zu Sparsamkeit gezwungen als Mieter, sie wohnen teilweise in günstigeren Wohnlagen (vor den Städten) und sind ggf. auch von der Persönlichkeitsstruktur vorsichtiger.

Abb. 9: Finanzvermögen, Sparquote und Immobilienbesitz nach Altersklassen

Finanzvermögen und Immobilienbesitz nehmen zu



■ Durchschnittl. Sparquote (re. Achse)

— Durchschnittl. Finanzvermögen (exkl. Immobilienwert, li. Achse)

— Immobilienbesitz (re. Achse)

Quelle: Deutsche Bundesbank; Destatis 2014b; Coppola 2011

Für viele Menschen stellt die Immobilienanlage eine Ergänzung zur gesetzlichen Rentenversicherung dar. Es wurde zuvor gezeigt, dass die demografischen Entwicklungen in den Ballungsräumen nicht zu einem „Asset Meltdown“ führen; die Vermögenswerte erodieren in den strukturstarke Regionen nicht. Dies ist für Anleger in Wohneigentum sowie in indirekte Anlageprodukte wichtig. In strukturschwachen Regionen sind hingegen aufgrund der demografischen Perspektive nicht nur Mieten und Preise unter Druck geraten, auch die Vermarktungsrisiken sind gestiegen. Da in vielen Städten aber Preise und Mieten bereits in den letzten 20 Jahren stark zurückgingen, ist es wahrscheinlich, dass ein großer Teil des „demografischen Risikos“ bereits heute in den Preisen enthalten ist (Just, 2013). Es ist jedoch auch richtig, ob sich alle Wohneigentümer und Kapitalanleger bewusst sind, dass die eigene Immobilie möglicherweise heute schon weniger wert ist als zum Zeitpunkt der Anschaffung. Wenn sie sich dessen nicht bewusst sind, droht in Zukunft der gefühlte Asset Meltdown, wenn nämlich ruckartig der Preis für das eigene Objekt reduziert wird.

Was bedeuten die obigen Vermögenswerte für das künftig zu erwartende Vererbungsvolumen? Dafür kann man das eingangs erwähnte Wohnimmobilienvermögen von 4,5 Bio. EUR auf die Alterskohorten gemäß der Vermögensstatistik nach Jahrgängen zurechnen und dann ermitteln, welches Volumen in den kommenden Jahren gemäß der Sterbewahrscheinlichkeiten übertragen wird. Das empirica-Institut hat in einer Studie für das Deutsche Institut für Altersvorsorge (DIA) ermittelt, dass in dem Jahrzehnt von 2011 bis 2020 insgesamt rd. 2.500 Mrd. EUR vererbt werden, also etwa 250 Mrd. EUR pro Jahr.

Tab. 6: Erbschaftsvolumen im Zeitraum 2011 – 2020 (alle Angaben in Mrd. EUR)

	Summe	Geldvermögen	Immobilien	Sachvermögen
Erbschaftsvolumen 2011-2020				
Insgesamt	2584	1280	1004	300
Erbschaft in derselben Generation	843	405	343	95
Erbschaft in die nächste Generation	1741	875	661	205
Ohne die obersten 2%				
insgesamt	1804	754	873	177
Erbschaft in derselben Generation	593	239	298	56
Erbschaft in die nächste Generation	1211	515	575	121

Quelle: empirica 2011

Immobilienerbenschaften machen von diesem Volumen knapp die Hälfte aus. Zu einem sehr ähnlichen Ergebnis kommt auch Thomas Piketty in seinem Buch „das Kapital im 21. Jahrhundert (2014). Piketty schätzt für 2010 das jährliche Vererbungsvolumen auf 10,7% des Nationaleinkommens.¹⁸ Bei einem Nettoinlandsprodukt von rd. 2.200 Mrd. EUR im Jahr 2010 folgt daraus ein jährliches Vererbungspotenzial von 235 Mrd. EUR. Auf Immobilienerbenschaften entfällt rd. 40 bis 45% der gesamten Erbmasse, also rd. 100 Mrd. EUR pro Jahr – und zu diesem Ergebnis kommt auch das empirica-Institut. Von diesen 100 Mrd. EUR werden über 60% auf Wohnimmobilien entfallen. Dieser Anteilswert entspricht dem aktuellen Anteil, den Wohnimmobilien an dem gesamten Vermögen in Bauten ausmachen.

Bemerkenswert hierbei ist, dass das Volumen gemäß den Schätzungen in den nächsten Jahren kontinuierlich ansteigen wird, weil sowohl die Einkommen steigen als auch der Trend zu höherem Anteil der Erbschaften als Teil des Nettoinlandsprodukts noch ungebrochen zu sein

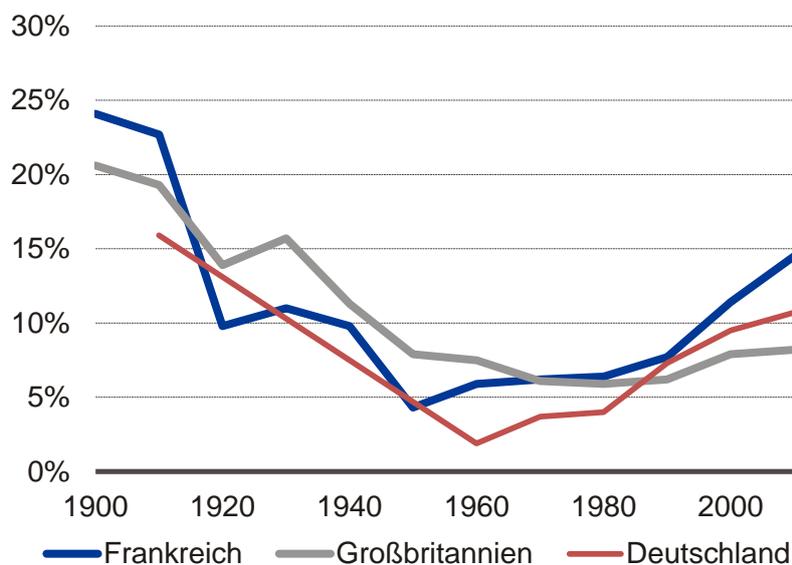
¹⁸ Sehr ähnliche Anteilswerte erhält Piketty auch für andere Länder.

scheint. Hier zeigt sich eben der sukzessive Wiederaufbau von Vermögen in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts. Dass hier noch sehr viel Spielraum nach oben sein dürfte, zeigt der Vergleich mit den deutlich höheren Anteilswerten der Erbschaften an den Einkommen vor 100 Jahren. Damals machten Erbschaften rd. 20 bis 25% des Nationaleinkommens aus. Das entspräche für Deutschland heute einem jährlichen Vererbungsvolumen von 500 Mrd. EUR und einem Immobilienvererbungsvolumen von knapp 200 Mrd. EUR. Schaut man auf die Entwicklungsdynamik der letzten vier Jahrzehnte, ist es nicht auszuschließen, dass diese hohen Anteilswerte bis zur Jahrhundertmitte erreicht werden.

Abb. 10: Entwicklung des Erbvolumens in Europa

Erbvolumen in Europa

Jahreswert der Erbschaften und Schenkungen
(in % des Nationaleinkommens)



Quelle: Piketty 2014

Der größte Teil der Erbschaften sind zwar kleinteilig, und dies dürfte wohl auch für Immobilienerbschaften gelten, doch aufgrund der ungleichmäßigen Verteilung der Vermögen, sind wenige Erbfälle mit sehr hohen Vermögen in der Statistik besonders wichtig: Allein die obersten zwei Prozent aller Erbfälle machen ein gesamtes Erbvolumen von über 70 Mrd. EUR und 20 Mrd. EUR für Immobilien pro Jahr aus.

Tab. 7: Vererbte Immobilien zwischen 2001 und 2010

Alte Bundesländer			Neue Bundesländer		
Volumen	Erbfälle (in Tsd.)	Anteil Erbfälle	Volumen	Erbfälle (in Tsd.)	Anteil Erbfälle
0 €	3.822	61%	0 €	1.258	78%
0-150 Tsd. €	909	14%	0-150 Tsd. €	282	18%
150-300 Tsd. €	1.110	18%	150-300 Tsd. €	57	4%
>300 Tsd. €	454	7%	>300 Tsd. €	7	0%
Summe	6.295	100%	Summe	1.605	100%

Quelle: empirica o.J.

4.3 Modernisierung und Sanierung von Bestandsobjekten

Empirische Untersuchungen des Wohnbestands von Senioren zeigen, dass über 80% der Wohnungen mittelschwere Barrieren vorliegen. Diese Barrieren betreffen sowohl den Innen- als auch den Außenbereich von Wohnungen bzw. Gebäuden. Solche Barrieren können im Wohnungszuschnitt liegen oder in Form von Stufen und Schwellen zur und in der Wohnung bestehen, mitunter fehlen seniorengerechte WC- und Waschvorrichtungen (vgl. BMVBS 2011, S.34-37). Bislang sind nicht mehr als 5% aller Wohnungen für Seniorenhaushalte barrierefrei (vgl. Kapitel 2.4 sowie DV (Hrsg.) 2009, S.7 und Pestel 2013, S. 10).

Natürlich benötigt nicht jeder 70-Jährige eine barrierefreie Wohnung. Doch selbst wenn wir die Angebotsseite mit der Zahl der Haushalte mit Personen über 85 Jahre vergleichen, das sind über 1,5 Mio. Haushalte, bleibt eine erhebliche Angebotslücke. Hieraus lässt sich ein akuter Investitions- und Finanzierungsbedarf für den Umbau ableiten (s.o.).

Im Falle einer Erbschaft kann sich ein Modernisierungs- und Sanierungsfall entweder als Fluch oder als Segen erweisen. Im Falle von unterlassener energetischer Sanierung oder unterlassenen Schönheitsreparaturen büßt ein Objekt offensichtlich an Wert ein. Auch kann sich der Umbau zur pflegegeeigneten Wohnung dann als Segen erweisen, wenn angesichts der Angebotslücke rasch eine Anschlussnutzung gefunden werden kann. Dies muss jedoch nicht zwingend einfach sein, da wie oben skizziert, die Umzugshäufigkeit von Senioren sehr gering ist. Wenn man keinen pflegebedürftigen Nachnutzer findet, können sich beispielsweise die spezifischen Sanitärvorrichtungen als Problem bei der Vermarktung an Jüngere erweisen. Eine Reduktion von Schwellen und Stufen dürfte indes auch bei Familien beliebt sein (vgl. R+V 2014).

Eine frühzeitige altersgerechte Sanierung kann dann den Immobilienwert erhöhen. Für Finanzdienstleister ist hierbei zu beachten, dass eine Tilgung der (Umbau- resp. Finanzierungs)Kosten entweder bereits zu Lebzeiten des ursprünglichen Eigentümers erfolgt oder im Erbfall sicher auf den Erben übergeht, sodass etwaige Ansprüche gesichert fortbestehen.

4.4 Gesetzlicher Rahmen und Rahmenänderungen

Seit 2010 ist das deutsche Erbrecht in seiner heutigen Form in Kraft (vgl. BGB, Fünftes Buch - Erbrecht). Das Vererben in Deutschland ist gesetzlich über das Erbrecht, Buch 5 BGB sowie steuerlich über das Erbschafts- und Schenkungssteuergesetz geregelt. Das Erbrecht regelt insbesondere die Ordnung der Vermögensverhältnisse nach dem Tod eines Menschen. Sofern der Erblasser darauf verzichtet, die Erbverhältnisse selbst zu gestalten (gewillkürte Erbfolge), beispielsweise mittels Testament oder Erbvertrag, tritt die gesetzliche Erbfolge in Kraft. Das Erbe kann auf einzelne Personen (Erben) oder mehrere Personen (Erbengemeinschaft) übergehen. Will ein Erbe oder eine Erbengemeinschaft ein Erbe nicht annehmen, so ist binnen einer engen zeitlichen Frist eine Ausschlagung möglich. (Vgl. IFP 2002).

Aus steuerlicher Sicht greifen im Erbfall das Erbschafts- und Schenkungssteuergesetz sowie die Erbschaftssteuer-Durchführungsverordnung. Die jeweilige Steuerhöhe ist individuell abhängig von der verwandtschaftlichen Nähe vom Erben zum Erblasser sowie der Höhe des vererbten Vermögens je Erbe. Hierbei sind Freibeträge zu berücksichtigen, die sich gemäß §16 des Erbschaftssteuergesetzes nach dem Verwandtschaftsgrad richten. Für Ehegatten resp. Lebenspartner sind beispielsweise bis 500.000 EUR steuerfrei, für Kinder 400.000 EUR und für Enkel noch 200.000 EUR (Vgl. ErbStG, §§ 1-37a).

Im Fall von Immobilien gilt der Verkehrswert (auch: Gemeinwert) als Bemessungsgrundlage für die Erbschaftssteuer. Eine Ausnahme besteht, wenn sich in der vererbten Immobilie eine eigengenutzte Wohnung befindet, die von den Erben für mindestens zehn weitere Jahre bewohnt wird. Unter diesen Umständen ist eine steuerfreie Vererbung möglich (vgl. u.a. ErbStG, §13 Steuerbefreiungen). Alternativ besteht über eine Schenkung bzw. Nießbrauch die Möglichkeit, eine Immobilie bereits zu Lebzeiten zu übertragen und so die Erbschaftssteuer zu sparen. Der Vorteil der Nießbrauchregelung besteht ferner darin, dass der Eigentümer mit der Schenkung nicht seine kompletten Ansprüche und Nutzungsrechte verliert. Zu unterscheiden ist hierbei zwischen dem Vorbehaltsnießbrauch, d.h. der Schenkende behält beispielsweise das

Wohn-Vermietungsrecht sowie dem Zuwendungsnießbrauch, bei welchem der Schenkende zivilrechtlicher Eigentümer bleibt, aber das Wohn(-und Mieteinnahme)recht an die Angehörigen abtritt (vgl. R+V 2014a).

Für Erbfälle ab dem 17. August 2015 ist auf Ebene der europäischen Staaten zukünftig die Europäische Erbrechtsverordnung anzuwenden, welche bereits 2012 in Kraft getreten ist. Sie regelt insbesondere die Fragen, welches Erbrecht im Falle eines Ausländerfalls anzuwenden ist sowie welches Gericht im Falle von Streitigkeiten zuständig ist. (Vgl. Förschner Rechtsanwälte 2014).

5 MARKTIMPLIKATIONEN DIESER ENTWICKLUNGEN

Insgesamt beläuft sich das privat gehaltene Wohnimmobilienvermögen (brutto) der Erwachsenen in Deutschland auf durchschnittlich rd. 141.000 Euro pro Person (Vgl. Grabka und Westermeier, 2014). Selbst in einer konservativen Hochrechnung, bei der wir mit 60 Mrd. EUR vererbter Wohnimmobilien pro Jahr rechnen, würden bis 2060 Wohnimmobilien im Wert von 2,7 Bio. vererbt.¹⁹ Hiermit sind zentrale Fragen verbunden: Ist durch diese Erbschaften mit negativen Wirkungen auf die Wohnungspreise zu rechnen? Verhält sich dies regional uneinheitlich? Welche Vorsorge könnten Anleger treffen, damit den Nachkommen die Erbschaft nicht zur Sorge wird?

5.1 Strukturen vererbter Immobilien

Grundsätzlich muss natürlich zwischen wirtschaftsstarken und wirtschaftsschwachen Regionen unterschieden werden sowie zwischen marktgängigen und nicht-marktgängigen Objekten. Die Stärke des Wirtschaftsraums sowie die Marktgängigkeit des Objekts bestimmen, ob es für die Immobilie eine Nachnutzung geben kann. Wenn dies der Fall ist, ist es für den Markt im

¹⁹ Tatsächlich dürfte dieser Wert deutlich höher ausfallen, weil einerseits die Einkommen steigen werden und weil zum anderen der Anteil der Erbschaften an den Einkommen im Trend ebenfalls zunimmt. Der Wert der 3,6 Bio. ist also eine Untergrenze. Unterstellt man ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum von 1,5% bis zum Jahr 2060 und einen stetigen Anstieg des Anteils der Erbschaften von aktuell 10,7% auf 20% im Jahr 2060 so wie ihn Thomas Piketty begründet, dann würde sich das gesamte in Wohnimmobilien vererbte Volumen bis 2060 real auf 5,8 Bio. belaufen.

Wesentlichen unerheblich, ob der Erbe die Immobilie selbst nutzen möchte oder nicht, denn in beiden Fällen würde das zusätzlich auf den Markt kommende Objekt aus dem Bestand von der Nachfrage (mittelfristig) absorbiert. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Erbe die Wohnung selber nutzen wird, dürfte sich in den letzten Jahren etwas vermindert haben, da viele Berufe eine hohe Mobilität junger Menschen erfordern und es daher seltener als früher vorkommt, dass Eltern und berufstätige Kinder an einem Ort wohnen.

In wirtschaftsschwachen Regionen fehlt durch den Tod des Erblassers letztlich Nachfrage an dem Ort. Wird die Immobilie an den Lebenspartner vererbt, ist nicht mit direkten Marktfolgen zu rechnen. Wird die Immobilie indes an die nächste Generation vererbt, ist zu erwarten, dass dieses Zusatzangebot nicht mittelfristig absorbiert werden kann. Es entsteht Druck auf die Mieten und Preise. Wie oben argumentiert, ist freilich selbst für die strukturschwachen Regionen plausibel, dass ein Teil dieses Druckes bereits in den heute sehr niedrigen Preisen der wirtschaftsschwachen Regionen enthalten ist. Es ist freilich ebenso plausibel, dass dies nicht für den gesamten möglichen Preisdruck gilt. Das heißt, Erben von Immobilien in schwachen, von Fortzug bedrohten Regionen müssen sich auf lange Vermarktungszeiten einlassen. Dies dürfte die Umzugsneigung dann erhöhen, wenn sie am selben Ort wohnen und zuvor Mieter waren, denn so wird das Vermarktungsrisiko auf den Eigentümer der zuvor gemieteten Immobilie übertragen. Ein Risiko, das es in wirtschaftsstarken Regionen nicht gibt. Dieser Sachverhalt ist ein weiteres Argument dafür, dass es in Fortzugsregionen lohnt, Mieter zu bleiben, wohingegen dies in starken Regionen nicht gelten muss.

Sowohl für marktstarke als auch für marktschwache Regionen gilt, dass flexible Immobilien wertvoll sind. Die Präferenzen an gewünschte Wohnungszuschnitte können sich ändern, Farbwünsche sind Moden unterworfen, technische Entwicklungen können das Nachrüsten von Gebäudetechnik erfordern. Je besser eine Immobilie auf diese Anpassungen vorbereitet ist, je flexibler sie also ist, desto leichter lässt sie sich künftig umrüsten. Dies gilt nicht nur im Erbfall, dann aber besonders, weil gerade bei selbstgenutzten Immobilien dann mit hoher Wahrscheinlichkeit eine neue Generation zum Nutzer des Objektes wird. Ebenso hat Objektspezifität mitunter ihren Preis: Je spezifischer ein Objekt auf die Bedürfnisse und Vorlieben des aktuellen Nutzers zugeschnitten ist, umso schwerer kann es künftig werden, einen Nachnutzer zu finden. Gerade Kapitalanleger sollten daher eher auf Standardobjekte achten. Für die selbstgenutzte Immobilien, die immer auch zu großen Teilen Konsumgut ist, gilt dies eingeschränkt – freilich zahlen dann möglicherweise die Erben später den Preis für diese Einschränkung.

5.2 Neue Nutzungsformen und Finanzierungsmodelle

Die zuvor herausgearbeiteten Aspekte führen zu der Überlegung, ob neue Nutzungsformen und Finanzierungsmodelle auf dem deutschen Wohnungsmarkt notwendig werden.

Die mitunter hohen steuerlichen Belastungen im Fall einer Vererbung motivieren Immobilienbesitzer immer wieder zu alternativen Lösungen, wie der Schenkung mit verbundenem Nießbrauch. Ohne notarielle Regelung kann es hier zu Konflikten zwischen dem Schenker und den Beschenkten kommen. Als Beispiel sind unterschiedliche Sichtweisen der Nutzung zu nennen (z.B. reines Nutzungsrecht in Form von Wohnnutzung versus Recht, neben der Nutzung auch Mieteinnahmen zu vereinnahmen). Aus Nutzungssicht sind daher neue Formen notwendig, die insbesondere das hohe Alter und somit die Wohnsituation des Vererbenden/Schenkenden berücksichtigen. Denkbar wären hier seniorengerechte Wohnformen, die einerseits die technischen Anforderungen erfüllen (barrierefreie/-reduzierte Umwandlung von Immobilien), andererseits aber auch eine gesicherte Wohnsituation bis zum Tod garantieren. Diese Garantie des „sicheren, alterskonformen Nießbrauches“ kann beispielsweise an die Bedingung geknüpft sein, dass der Beschenkte eine Immobilie erhält. Darüber hinaus kann alternativ eine Art „erweiterter Nießbrauch“ kreiert werden, bei welchem der Schenkende einen alternativen Altersruhesitz zugesichert bekommt, beispielsweise in einem Senioren- oder Pflegeheim. Erweitert kann dies auch über den Tod hinaus für vom Vererbenden testamentarisch berücksichtigte Personen gelten, beispielsweise den Ehe-/Lebenspartner, sofern die Immobilie an die Kinder oder sonstige Erben übergeht.

Im Hinblick auf die bisherigen Finanzierungsmodelle sind Modifikationen denkbar. Zwecks einer frühzeitigen Werterhaltung und somit einer Attraktivitätssteigerung für potenzielle Erben sind Instandhaltungs- und Modernisierungsmaßnahmen in der Regel unabdingbar, um der Alterung der Immobilie entgegenzuwirken. Insbesondere für ältere Immobilienbesitzer stellen diese Investitionen jedoch hohe finanzielle Belastungen dar, die mit Eigenkapital oftmals nicht alleine finanzierbar sind. Dementgegen steht das hohe Alter der Eigentümer, das eine Bankenfinanzierung von Umbau- oder Sanierungsmaßnahmen in der Regel deutlich erschwert. Denkbar wären hier flexible Finanzierungsmodelle, die beispielsweise bereits frühzeitig die zukünftigen Erben involvieren und gemeinsam mit ihnen, den finanzierenden Banken und den bisherigen Eigentümern adäquate Lösungen erarbeiten. Im Sinne einer „generationenübergreifenden Finanzierung“ kann so nicht nur der Immobilienwert durch technisch notwendige Maßnahmen (bspw. energetische Sanierungen, Sanierungs- und Modernisierungsmaßnahmen) nachhaltig und langfristig erhalten resp. gesteigert werden,

sondern es können zugleich auch seniorenrechtliche Umbaumaßnahmen in die Planungen aufgenommen und durchgeführt werden.

Eine weitere finanzielle Unterstützung ist über eine Ausdehnung von Förderprogrammen denkbar, wie sie beispielsweise bereits in Form der KfW-Programme existieren.²⁰

6 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Immobilienanlagen sind zur Absicherung der Altersvorsorge beliebt. Selbst in Krisenzeiten hat „Betongold“ den Vorteil, dass es dem Eigennutzer eine zentrale Dienstleistung – die Wohnnutzung - bringt. Im Zuge demografischer Veränderungen verändert sich auch die Nachfragestruktur nach Immobilien. Insbesondere das durch die Babyboomer-Generation aufgebaute Immobilienvermögen muss nun teilweise veränderte Anforderungen erfüllen: Durch die fortschreitende Alterung der Bevölkerung gewinnen technische Lösungen an Relevanz, die den veränderten Wohnbedürfnissen im Alter Rechnung tragen. Ziel ist es, möglichst lange im eigenen Zuhause verbleiben zu können.

Für Finanzdienstleister ergeben sich hier gleichermaßen Chancen und Risiken. Zum einen bedeutet das Umbauerfordernis immer auch eine regelmäßige Finanzierungsnotwendigkeit. Zum anderen muss der Finanzgeber diese konkreten Bedarfe verstehen und bewerten können: Was ist notwendig? Was rechnet sich? Wo gibt es eine unterstützende Förderung? Welche Regionen bieten langfristig für welche Wohnqualitäten Sicherheit?

Auch aus dem ansteigenden Erbvolumen folgen für Finanzdienstleister zahlreiche Herausforderungen und Chancen: Auf der einen Seite müssen Objekte nach der Vererbung möglicherweise saniert und modernisiert werden, und dies kann Finanzbedarfe erfordern. Hinzu kommt, dass natürlich mit den Erbfällen die Vermögen der Haushalte – und hier insbesondere die der besonders vermögenden Haushalte – wachsen werden. Die Nachfrage nach professionellem Asset Management wird also zunehmen.

Auf der anderen Seite sorgen Erbschaften eben für Zusatzeinkommen für die Erben. Dies macht sie weniger abhängig von Fremdkapital.

Für Finanzdienstleister ist es notwendig, sich mit den regionalen Risiken sowie den Objektrisiken der Immobilienmärkte zu beschäftigen, denn im Erbfall kann es sonst passieren,

²⁰ Für weitere Informationen zu den KfW-Programmen: <https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Privatpersonen/Bestandsimmobilien/> (Erhöhung Wohnkomfort, Energieeffiziente Sanierungen, erneuerbare Energien und Photovoltaik)

dass es zu Nachnutzungsproblemen der Immobilien kommt. Dieses Risiko einer angemessenen Anschlussnutzung kann z.B. Art und Umfang von Finanzierungen von Modernisierungs- und Sanierungsmaßnahmen prägen. Dies sind keine trivialen Fragen, denn in der Immobilienbewertung spielen demografische Risiken bisher keine systematische Rolle. Dies könnte dazu führen, dass Kreditnehmer und –geber derzeit diese Risiken unterschätzen.

LITERATURVERZEICHNIS

BBSR (Hrsg.): Bevölkerungsentwicklung: Schere zwischen wachsenden und schrumpfenden Städten und Gemeinden öffnet sich. Bonn, 2012. [<http://www.bbsr.bund.de/BBSR/DE/Raumentwicklung/RaumentwicklungDeutschland/Projekte/Bevoelkerung/bevoelkerungsentwicklung.html?nn=391978>, abgerufen am 08.01.2015]

BBSR (Hrsg.): Auf der Suche nach dem guten Leben. Bonn, 2013.

BBSR (Hrsg.): Wohnungstransaktionsvolumen im ersten Halbjahr 2014 weiterhin auf hohem Niveau, BBSR-Analysen KOMPAKT 10/2014. Bonn 2014.

BBSR (Hrsg.): Potenzialanalyse altersgerechte Wohnungsanpassung. Bonn, 2014.

BMVBS (Hrsg.): Wohnen im Alter. Marktprozesse und wohnungspolitischer Handlungsbedarf. Berlin, 2011.

Börsch-Supan, Axel: Wie gut können wir die Folgen des demographischen Wandels abschätzen? Was ist sicher? Wozu brauchen wir bessere Daten? In: Asta Wirtschafts- und Sozialstatistisches Archiv Volume 6 (Heft 1-2), S.65-82. O.O, 2012.

Braun, R. et al. (2011). Erben in Deutschland. Volumen, Verteilung und Verwendung. Deutsches Institut für Altersvorsorge. Berlin.

Bundesministerium für Arbeit und Soziales (Hrsg.): Aufbruch in die altersgerechte Arbeitswelt. Bericht der Bundesregierung gemäß §154 Abs. 4 Sechstes Buch Sozialgesetzgebung zur Anhebung der Regelaltersgrenze auf 67 Jahre. Berlin, 2010.

Bundesministerium für Gesundheit (Hrsg.): Pflegeleistungen ab 1. Januar 2015. [https://www.bundesgesundheitsministerium.de/fileadmin/dateien/Downloads/P/Pflegestaerkungsgesetze/Tabellen_Pflegeleistungen_BRat_071114.pdf, abgerufen am 11.01.2015]

Coppola, Micheal: Einkommens- und Vermögenssituation der Babyboomer. In: Vierteljahrehefte zur Wirtschaftsforschung, DIW Berlin, 80. Jahrgang, 04-2011, S. 31-50.

Demary, M., Voigtländer, M. (2009) Immobilien 2025. IW Analysen Nr. 50. Köln.

Destatis (Hrsg.): Einkommens- und Verbrauchsstichprobe - Haus- und Grundbesitz sowie Wohnsituation privater Haushalte. Fachserie 15 Sonderheft 1. Wiesbaden, 2004.

Destatis (Hrsg.): Haushalte mit und ohne Senioren/-innen nach Baualtersklasse der bewohnten Wohnung. Wiesbaden, 2011. [https://www.destatis.de/DE/Methoden/Zensus_/Tabellen/Wohnsituation_HH_Zensus11_Baualter.html, abgerufen am 16.12.2014]

Destatis (Hrsg.): Bevölkerung Deutschlands bis 2060. 12. Koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung. Wiesbaden, 2009.

Destatis (Hrsg.): Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. Wiesbaden, 2013a.

Destatis (Hrsg.): Durchschnittliches Sterbealter, 2006 - 2012. Wiesbaden, 2013a.

Destatis (Hrsg.): Zensus 2011 - So wohnt Deutschland. Wiesbaden, 2014.

Destatis (Hrsg.): Gebäude und Wohnungen. Lange Reihen ab 1969-2013. Wiesbaden, 2014a.

Destatis (Hrsg.): Verdienste und Arbeitskosten. Wiesbaden, 2014b.

Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. Einkommen der privaten Haushalte. [[http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Gesamtwirtschaftliche_Rechenwerke/Volkswirtschaftliche_Gesamtrechnungen/Tabellen/tabellen_zeitreihenliste.html?id=22086&nsc=true&view=render\[Druckversion\]](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Gesamtwirtschaftliche_Rechenwerke/Volkswirtschaftliche_Gesamtrechnungen/Tabellen/tabellen_zeitreihenliste.html?id=22086&nsc=true&view=render[Druckversion]), abgerufen am 18.11.2014]

Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. (DV) (Hrsg.): Wohnen im Alter. Berlin, 2009.

empirica (Hrsg.): Erben in Deutschland. 2. Die quantitativen Grundlagen. O.O., o.J.

Finanztip Verbraucherinformation gemeinnützige GmbH (Hrsg.): Erbrechtsreform 2010 – Pflichtteilsrecht. Berlin, 2012. [<http://www.finanztip.de/erbrechtsreform-2010/>, abgerufen am 24.11.2014]

Förschner Färbinger Rechtsanwälte (Hrsg.): Europäische Erbrechtsverordnung bringt wesentliche Veränderungen - Handlungsbedarf für neue und bestehende Testamente! München, 2014. [<http://www.ff-rechtsanwaelte.de/aktuelles/erbrecht-testamentsvollstreckung/europaeische-erbrechtsverordnung-bringt-wesentliche>, abgerufen am 24.11.2014]

Grabka, M., Westermeier, C. (2014). Anhaltend hohe Vermögensungleichheit in Deutschland, in: DIW Wochenbericht 9/2014, S. 151-164, Berlin.

Hamm, Hartwig/Simons, Harald: Vermögensbildung der Baby-Boomer Generation. Bonn/Berlin, o.J.

Heinze, R.G.: Altengerechtes Wohnen: Aktuelle Situation, Rahmenbedingungen und neue Strukturen. In: BBSR (Hrsg.): Informationen zur Raumentwicklung, Heft 2. Bonn, 2013.

Hesse, M., Just, T.: IREBS German Debt Project 2014. Analyse des deutschen Marktes für gewerbliche Immobilienfinanzierungen. Eltville 2014.

ImmobilienScout24 (Hrsg.): Erbschaftssteuer bei Immobilien. 2014. [<http://www.immobilienscout24.de/immobilienbewertung/lexikon/erbschaftssteuer-immobilien.html>, abgerufen am 24.11.2014]

Just, T./Reuther, S.: Wohnungsportfolios in Deutschland: Weitere Verkäufe programmiert, in: Aktuelle Themen 321, Mai 2005, Frankfurt 2005.

Just, T.: Deutsche Wohnimmobilien: Zu Recht wieder geschätzt? In Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen 491, September 2010, Frankfurt 2010.

Just, T.: Demografie und Immobilien. 2.Aufl. München, 2013.

Just, T.: Asymmetrien in der Wohnungspolitik reduzieren., in: *Zeitschrift für Wohnungspolitik* 63. Jg., Nr. 1, S. 63-73. 2014.

Just, T., Möbert, J., Heinrich, M.: Deutsche Wohnimmobilien als Kapitalanlage, IREBS Beiträge zur Immobilienwirtschaft Nr. 6, Studie im Auftrag von Deutsche Bank PGK, Regensburg 2014.

Just, T., Uttich, S.: Es sind nicht nur Gebäude. Frankfurter Societäts Medien. Frankfurt 2015.

KfW (Hrsg.): Merkblatt 159, Bauen, Wohnen, Energie sparen: Altersgerecht Umbauen. Frankfurt am Main, 2014.

Orszulok, C.: Altersgerechte Immobilienkonzepte – Eine Analyse der Region Frankfurt/Rhein Main. Eltville im Rheingau, 2015.

Pestel Institut (Hrsg.): Wohnen der Altersgruppe 65plus. Hannover, 2013.

Piketty, T.: Das Kapital im 21. Jahrhundert. München, 2014.

Richter, Götz/Bode, Silke/Köper, Birgit: Demografischer Wandel in der Arbeitswelt. Dortmund, 2012.

Rombach, Tobias: Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten. Eine theoretische und empirische Analyse der internationalen Märkte. Lohmar, 2011.

Rostocker Zentrum für demografischen Wandel (Hrsg.): Räumliche Ungleichheit nimmt zu - nicht nur zwischen Ost und West. [http://www.zdwa.de/zdwa/artikel/20081023_66837126W3DnavidW2636.php, abgerufen am 20.05.2014]

R+V Versicherung AG (Hrsg.): Vererben von Immobilien - so machen Sie es richtig. Wiesbaden, 2014. [http://www.ruv.de/de/r_v_ratgeber/bauen_wohnen/geld_recht/immobilien_vererben.jsp, abgerufen am 24.11.2014]

R+V Versicherung AG (Hrsg.): Erbschaftssteuer sparen durch Nießbrauch. Wiesbaden, 2014a. [http://www.ruv.de/de/r_v_ratgeber/bauen_wohnen/geld_recht/niessbrauch.jsp, abgerufen am 24.11.2014]

Schwäbisch Hall (Hrsg.): KfW-Programm „Altersgerecht Umbauen“ wird doch fortgesetzt. [<https://www.schwaebisch-hall.de/ham/energie-sparen/planung-foerderung/news/KfW-Programm-Altersgerecht-Umbauen-wird-doch-fortgesetzt.php>]

Siebert, H.: Der Kobra-Effekt: wie man Irrwege der Wirtschaftspolitik vermeidet. überarbeitete Neuauflage, Stuttgart 2002.

Staatsinstitut für Frühpädagogik (IFP) (Hrsg.): Erben und Vererben – rechtliche und steuerliche Aspekte. München, 2002. [<http://www.familienhandbuch.de/rechtsfragen/andere-relevante-gesetze/erben-und-vererben-rechtliche-und-steuerliche-aspekte>, abgerufen am 24.11.2014]

Voigtländer, M./ Just, T./Steininger, B./Bienert, S. et. al
Wirtschaftsfaktor Immobilien 2013. Gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft. Gutachten im Auftrag des DV und der gif unter Mitwirkung und finanzieller Unterstützung des BMVBS, BID, DVP, Haus und Grund, immoebs, KfW, LBS. Berlin, 2013.