

Ralph Henger / Michael Voigtländer

# Immobilienfinanzierung nach der Finanzmarktkrise

Zusammenhänge, internationale Unterschiede  
und Regulierungsgefahren

# Analysen

Forschungsberichte  
aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Ralph Henger / Michael Voigtländer

## Immobilienfinanzierung nach der Finanzmarktkrise

Zusammenhänge, internationale Unterschiede  
und Regulierungsgefahren

**Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek.**

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie. Detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://www.dnb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-602-14882-0 (Druckausgabe)

ISBN 978-3-602-45497-6 (E-Book|PDF)

Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Grafik: Susanne Kuhnert

© 2011 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

[iwmedien@iwkoeln.de](mailto:iwmedien@iwkoeln.de)

[www.iwmedien.de](http://www.iwmedien.de)

Druck: Hundt Druck GmbH, Köln

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	4
<b>2</b>	<b>Immobilienfinanzierung und Makroökonomie</b>	5
2.1	Von der US-Subprime-Krise zur Finanzmarktkrise – die Rolle der Immobilienfinanzierung	6
2.2	Auswirkungen der US-Subprime-Krise auf die Immobilienmärkte anderer Staaten	14
2.3	Immobilienfinanzierung und die langfristige Stabilität des Immobilienmarktes	16
<b>3</b>	<b>Das deutsche Immobilienfinanzierungssystem</b>	23
3.1	Allgemeine Anforderungen an ein Immobilienfinanzierungssystem	23
3.2	Träger der Immobilienfinanzierung	25
3.3	Ausgestaltung der Finanzierungsprodukte	27
3.3.1	Zinsbindung	27
3.3.2	Beleihungswert, Beleihungshöhe und Haftung	31
3.3.3	Subprime-Markt und Eigenkapitalentnahmen	35
3.4	Fazit	37
<b>4</b>	<b>Refinanzierung</b>	38
4.1	Einlagenfinanzierung	38
4.2	Gedekte Schuldverschreibungen und Pfandbriefe	39
4.3	Verbriefung	43
<b>5</b>	<b>Regulatorische Herausforderungen für das deutsche Immobilienfinanzierungssystem</b>	47
5.1	Harmonisierung des EU-Binnenmarktes	47
5.1.1	Bisherige Harmonisierungsbemühungen in der EU	47
5.1.2	Die EU-Richtlinie über Wohnimmobilienkreditverträge	50
5.2	Basel III	53
5.2.1	Reformbestandteile	53
5.2.2	Auswirkungen auf das deutsche Immobilienfinanzierungssystem	59
5.3	Latente Gefahren für das deutsche Immobilienfinanzierungssystem	64
<b>6</b>	<b>Schlussfolgerungen</b>	65
	<b>Literatur</b>	68
	<b>Kurzdarstellung / Abstract</b>	74
	<b>Die Autoren</b>	75

# 1

## Einleitung

Immobilien stellen in einer Volkswirtschaft die mit Abstand wichtigste Kreditsicherheit dar. In Deutschland werden mehr als 50 Prozent aller Kredite mit Immobilienvermögen besichert (Demary et al., 2009), in manchen anderen Ländern sogar ein noch größerer Anteil. Fallende oder steigende Immobilienpreise haben einen mittelbaren Einfluss auf die Gesamtwirtschaft, denn über die Kreditvergabemöglichkeiten werden auch die Investitions- und Konsummöglichkeiten bestimmt. Die grundlegenden Zusammenhänge wurden in der Literatur schon oft analysiert (vgl. exemplarisch: Renaud, 1995; Miles, 2004) und auch das Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW) hat hierzu eine Studie vorgelegt (Jäger/Voigtländer, 2006). Bedingt durch die jüngste Finanzkrise ist es jedoch geboten, diese Zusammenhänge neu zu beleuchten. Die Krise hat die Bedeutung der Immobilienfinanzierung sehr deutlich gemacht und vor allem gezeigt, dass die unterschiedlichen Finanzierungssysteme der einzelnen Länder solche Schocks offenbar sehr unterschiedlich verarbeiten.

Während gerade angelsächsische Länder wie die USA, das Vereinigte Königreich und Irland sehr stark von der Krise getroffen wurden, gab es in Frankreich und besonders in Deutschland kaum negative Effekte in der Immobilienfinanzierung und im Immobilienmarkt. Wichtige Unterschiede zwischen den einzelnen Immobilienfinanzierungssystemen liegen zum Beispiel in der Zinsbindung, der Beleihungshöhe und den Refinanzierungswegen der Banken.

Das Ziel der vorliegenden Analyse ist es, herauszustellen, inwiefern bestimmte Finanzierungsstrukturen zur Stabilität des Immobilienmarktes beitragen. Dies ist auch deswegen wichtig, weil einige regulatorische Ansätze die Finanzierungsstrukturen künftig verändern könnten – speziell in Deutschland. Hierzu gehören die Harmonisierungsbemühungen der EU-Kommission und das Reformpaket Basel III.

Die Analyse konzentriert sich im Wesentlichen auf den Wohnimmobilienmarkt und Wohnimmobilienkredite. Dies ist vor allem dem Umstand geschuldet, dass die Datenlage im Gewerbeimmobilienmarkt schlechter und der Markt für Wohnimmobilien deutlich größer ist. Die Ergebnisse lassen sich jedoch größtenteils auf Gewerbeimmobilien übertragen. Wohnimmobilienkreditverträge stellen eine Teilmenge der Hypothekendarlehen oder auch

Hypothekarkredite dar. Hypothekendarlehen umfassen alle Darlehen, die mit Immobilien und Grundstücken besichert sind.

Die Analyse ist wie folgt aufgebaut: Kapitel 2 betrachtet die Finanzkrise und deren Auswirkungen auf die Immobilienmärkte ausgewählter Länder. Zudem werden grundlegende strukturelle Unterschiede von Immobilienfinanzierungssystemen erläutert und es wird anhand empirischer Modelle gezeigt, wie unterschiedlich die Märkte auf makroökonomische Veränderungen reagieren. In Kapitel 3 folgt eine Darstellung des deutschen Immobilienfinanzierungssystems, wobei der Fokus auf den stabilitätsfördernden Elementen liegt. Anschließend wirft Kapitel 4 einen Blick auf das Thema Refinanzierung, die strukturgebend für die Finanzierung ist. Kapitel 5 bietet eine Einordnung der aktuellen regulatorischen Ansätze und eine erste Einschätzung der Folgen für den deutschen Immobilienmarkt. Zudem sollen Handlungsempfehlungen für die Weiterentwicklung des deutschen Systems abgeleitet werden.

## 2

## Immobilienfinanzierung und Makroökonomie

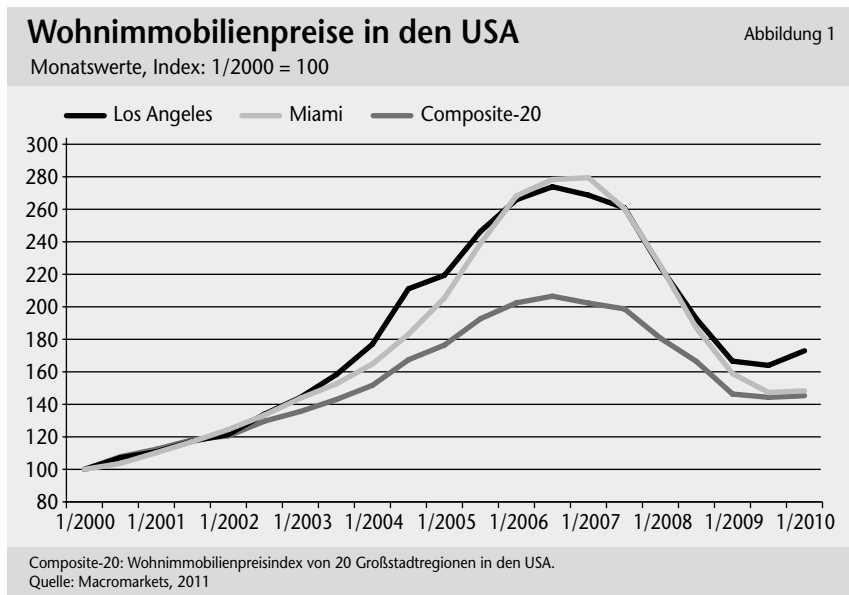
Immobilienkäufe werden in der Regel nur zu einem Teil mit eigenen Mitteln getätigt, der größere Teil ist Fremdkapital. Das hat verschiedene Gründe, zum Beispiel mangelnde Liquidität, steuerliche Vorteile oder eine Renditemaximierung mittels des sogenannten Fremdkapitalhebels. Art und Struktur der Immobilienfinanzierung in einem Land entscheiden darüber, in welchem Maße Kunden bestimmte Vorteile nutzen können und wer die Risiken der Finanzierung trägt. Dies wiederum wirkt sich auf den Immobilienmarkt und auf die Gesamtwirtschaft aus. Besonders plastisch lässt sich dies anhand der US-Immobilienkrise (Subprime-Krise) und der darauffolgenden Finanzkrise illustrieren.

Auf dieser Basis wird dann gezeigt, wie unterschiedlich stark die nationalen Immobilienmärkte von der Finanzkrise getroffen wurden und wie die nationalen Immobilienkreditmärkte sich grob nach der Finanzierungsstruktur unterscheiden lassen. Zudem werden die Zusammenhänge anhand eigener ökonomischer Analysen präzisiert.

## 2.1 Von der US-Subprime-Krise zur Finanzmarktkrise – die Rolle der Immobilienfinanzierung

Als Ausgangspunkt der Finanzmarktkrise wird im Allgemeinen der Preisboom bei Wohnimmobilien in den USA angesehen. Im US-Durchschnitt stiegen die Preise für Wohnungen und Einfamilienhäuser allein zwischen Januar 2000 und Juli 2006 um mehr als 100 Prozent. In manchen Metropolen (etwa Los Angeles und Miami) gab es sogar Zuwächse um mehr als 170 Prozent (Abbildung 1). Ab Sommer 2006 gaben die Preise zunächst leicht, ab Mitte 2007 dann beschleunigt nach. Danach stabilisierten sich die Preise langsam wieder und lagen im Zeitraum 2009/2010 auf dem Niveau des Jahres 2003.

Diese Preisentwicklung weist den typischen Verlauf einer Preisblase auf. Kennzeichnend hierfür war vor allem die Entkopplung von fundamentalen



Faktoren wie der Höhe der Mieten und der Einkommen. Im Zeitraum von 2000 bis 2006 übertraf die Immobilienpreissteigerung die Steigerung bei den Einkommen um mehr als 25 Prozent und die bei den Mieten sogar um knapp 35 Prozent – beides wichtige Indizien für den Aufbau einer Preisblase (OECD, 2005).

Nach Shiller (2005) gibt es verschiedene Auslöser für einen solchen „irrationalen Überschwang“. So können zum Beispiel die Medien, die tendenziell