

Sören Gröbel, Norbert Hiller

Regionale Verteilungseffekte geldpolitischer Maßnahmen auf dem Immobilienmarkt

Derzeit reagiert die EZB mit anhaltender Niedrigzinspolitik auf deflationäre Preisentwicklungen und schwaches Wirtschaftswachstum. Während die Konsumgüterpreisinflation auf einem ungewöhnlich niedrigen Niveau verharrt, steigt die Vermögenspreisinflation unvermindert an. Betroffen sind insbesondere nichtfinanzielle Vermögensgüter wie Immobilien, deren Preise in jüngster Zeit vor allem in den Ballungsregionen stark gestiegen sind. Dort liegen aufgrund geringerer Angebotselastizitäten höhere nachfrageinduzierte Preiseffekte vor. Aus verteilungspolitischer Sicht ist diese Entwicklung bedenklich, werden Immobilien in Großstädten doch überwiegend von Mietern bewohnt.

Seit dem Erscheinen des Buches „Das Kapital im 21. Jahrhundert“ von Piketty¹ ist das Thema der wachsenden Ungleichheit, insbesondere der Vermögensungleichheit, in den Fokus vieler Politiker und Wissenschaftler gerückt. Diverse Studien kommen zu dem Schluss, dass die Vermögens-Einkommensverhältnisse (international) zunehmend divergieren.² Individueller Reichtum wird demnach weniger erarbeitet, sondern überwiegend geerbt. Auch in Deutschland ist eine Zunahme des Vermögens-Einkommensverhältnisses von 3,2 in den Jahren 1970 auf 4,1 bis 2012 zu erkennen.³ Vor diesem Hintergrund werden vor allem mögliche Ursachen und Auswirkungen von Vermögensungleichgewichten immer intensiver diskutiert.⁴

Rognlie zeigt in Anlehnung an Picketty und Zucman,⁵ dass der langfristige Anstieg der Vermögens-Einkommensverhältnisse überwiegend auf einen Anstieg der Immobilien-

werte und den daraus zu erzielenden Renditen zurückzuführen ist.⁶ Die Geldpolitik trägt mit ihren niedrigen Leitzinsen zu einem Anstieg der Nachfrage und damit auch direkt zu Immobilienpreissteigerungen bei. Nicht-finanzielle Güter, wie Wohnimmobilien, werden dadurch zunehmend zum Investitionsobjekt.⁷ Im Zuge der aktuellen Immobilienpreisentwicklung kann davon ausgegangen werden, dass die Gesamtvermögen vor allem aufgrund der gestiegenen Immobilienvermögen wachsen werden. Allerdings gibt es verteilungswirksame Unterschiede hinsichtlich der regionalen Preisentwicklungen, des Marktzutritts und der Finanzierung. Darüber hinaus werden die räumlichen Ungleichheiten im Immobilienvermögen über indirekte Effekte verstärkt. Doch ist eine zunehmende Ungleichheit grundsätzlich schlecht?

- 1 T. Piketty: *Capital in the Twenty-First Century*, Cambridge MA 2014.
- 2 J. Goebel, M. Grabka, C. Schröder: Einkommensungleichheit in Deutschland bleibt weiterhin hoch: junge Alleinlebende und Berufseinsteiger sind zunehmend von Armut bedroht, in: DIW Wochenbericht, Nr. 25, 2015, S. 571-586; M. Grabka, C. Westermeier: Reale Nettovermögen der Privathaushalte in Deutschland sind von 2003 bis 2013 geschrumpft, in: DIW Wochenbericht, Nr. 34, 2015, S. 727-738; C. Dustmann, B. Fitzenberger, U. Schönberg, A. Spitz-Oener: From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy, in: *Journal of Economic Perspectives*, 28. Jg. (2014), H. 1, S. 167-188; D. Card, J. Heining, P. Kline: *Workplace Heterogeneity and the Rise of West German Wage Inequality*, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 128. Jg. (2013), H. 3, S. 967-1015. Allerdings wird ein rasanter Anstieg der Ungleichheit von einigen Ökonomen auch in Zweifel gezogen, vgl. L. P. Feld, C. M. Schmidt: *Jenseits der schrillen Töne*, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 17. Jg. (2016), H. 2, S. 188-205.
- 3 Dabei wurde das Nationalvermögen dem Nationaleinkommen gegenübergestellt, vgl. *The World Wealth and Income Database*, 2016.
- 4 A. B. Atkinson: *Inequality: What Can Be Done?*, Cambridge MA 2015; J. E. Stiglitz: *The Price of Inequality*, New York 2012.
- 5 T. Piketty, G. Zucman: *Capital is back: Wealth-income Ratios in Rich Countries 1700-2010*, in: *The Quarterly Journal of Economics*, 129. Jg. (2014), H. 3, S. 1255-1310.

6 Vgl. M. Rognlie: *A note on Piketty and diminishing returns to capital*, Massachusetts Institute of Technology, 2014.

7 Der Immobilienmarkt ist aufgrund seiner Wechselwirkung mit anderen Teilmärkten, wie Arbeitsmarkt, Bauwirtschaft und Finanzmarkt, direkten sowie indirekten Effekten ausgesetzt. Indirekte Effekte resultieren dabei aus dem veränderten Konsum- und Sparverhalten durch Vermögenspreisveränderungen; vgl. S. Gröbel, D. Ihle: *Saving Behavior and Housing Wealth: Evidence from German Micro Data*, in: *CAWM Discussion Papers*, Nr. 90, 2016.

Dr. Norbert Hiller ist im Bereich Immobilien-Research bei der WL Bank in Münster beschäftigt.

Sören Gröbel, M. Sc., ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Siedlungs- und Wohnungswesen der Universität Münster.

Müller-Armack bezeichnete z.B. „das Prinzip der Freiheit auf dem Märkte mit dem des sozialen Ausgleichs zu verbinden“⁸ als friedensstiftende Formel des gesellschaftlichen Zusammenlebens. Demnach ist es das Ziel einer Ökonomie, möglichst viele nutzenstiftende Güter⁹ effizient zu produzieren (Effizienzziel bzw. Freiheit auf dem Märkte) und diese gerecht auf alle Individuen der Gesellschaft zu verteilen (Verteilungsziel bzw. sozialer Ausgleich). Eine ungleiche Verteilung der Vermögenseinkommen hemmt aber das Wirtschaftswachstum¹⁰ und kann die Kosten des gesellschaftlichen Zusammenlebens erhöhen.¹¹ Und wie verändert die Geldpolitik die Entwicklung der Ungleichheit?

Die Rolle der Geldpolitik bei der Vermögensverteilung

Die Geldmengen- und Zinssteuerung stimuliert Vermögensumschichtungen und beeinflusst damit auch deren Verteilung. Geld dient in einer Ökonomie als Wertmaßstab, wobei dem in Geldeinheiten gemessenen Vermögen der Gläubiger entsprechende Schulden der Schuldner gegenüberstehen. Das Vermögen kann dabei die Form nicht-finanzieller Güter (z.B. Immobilien) oder finanzieller Güter (z.B. Wertpapiere) annehmen. Geldvermögen ist daher nichts anderes als eine Anhäufung von in Geldeinheiten gemessenen Versprechungen, die von Schuldner erfüllt werden sollen.¹² Senkt die Zentralbank die Zinsen bzw. erhöht sie die Geldmenge, so sinkt auch der Wert der Schulden und der Preis für Kredite fällt geringer aus, was die Kreditnachfrage und damit die Nachfrage auf allen Gütermärkten erhöht. Deren Preisentwicklung hängt wiederum von der jeweiligen Nachfrage- und Angebotsituation ab. Wird bei sinkenden Zinsen bzw. steigender Geldmenge die Produktion von Energieträgern wie Öl und Gas stark ausgeweitet, so steigen die Preise dieser Güter kaum an, auch wenn die Nachfrage zunimmt. Anders verhält es sich bei Immobilien, die aufgrund institutioneller und natürlicher Restriktionen (lokale Bodenknappheit, langsame Baufertigstellung) eine vergleichsweise geringe Angebotselastizität aufweisen, sodass deren Preise bei zunehmender Nachfrage stark ansteigen.

Die weltweit niedrigen Zinsen haben durch ihre konjunkturellen Impulse für eine sehr geringe Arbeitslosenquote

und steigende Einkommen in Deutschland gesorgt.¹³ Allerdings verbleibt die Konsumgüterinflation derzeit auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Als Ursache können unterschiedliche Gründe angeführt werden, z.B. das demografischbedingte Überangebot an Ersparnissen, die zunehmende Einkommensungleichheit,¹⁴ die zunehmende internationale Arbeitsteilung (Billig-Importe) und fehlende lukrative Investitionsmöglichkeiten. Auch Inflationserwartungen spielen eine bedeutende Rolle, da sie das Angebots- und Nachfrageverhalten entscheidend beeinflussen. Angesichts der hohen Staatsverschuldungen in der Eurozone und den damit einhergehenden langfristig hohen Inflationserwartungen suchen Anleger ihr Heil in vermeintlich sicheren Sachgütern wie Immobilien. Im Zuge der Niedrigzinspolitik und Deflationsbekämpfung findet damit eine Umverteilung zwischen den Vermögensklassen statt.¹⁵ Durch das günstige Zinsniveau gewinnt Immobilieneigentum im Vermögensportfolio bestimmter Haushalte an Bedeutung, wodurch wiederum verteilungswirksame Effekte ausgelöst werden. Dies lässt sich insbesondere am Wohnimmobilienmarkt beobachten.

Immobilien als Investitionsobjekt

Allgemein zielt der Erwerb von Wohneigentum auf eine Vermögensumschichtung ab, also eine Umwandlung von finanziellem in nicht-finanzielles Vermögen. Dafür gibt es drei Motive, die allerdings auch in einer Mischform auftreten können: Erstens eine erwartete Entwertung von finanziellem Vermögen bzw. Schulden, zweitens eine erwartete Wertsteigerung bei nicht-finanziellem Vermögen wie Immobilien und drittens der Wunsch nach konsumierbarem Vermögen.¹⁶ Kauft ein Mieter von seinen Ersparnissen beispielsweise ein Haus, so kann er sein angespartes Vermögen durch Wohnen konsumieren. Das Kapital bleibt nun nicht zu Anlagezwecken ohne direkten konsumierbaren Nutzen auf einem Konto liegen und entgeht damit der Gefahr einer inflationsbedingten Entwertung. Darüber hinaus kann die Immobilie in Zukunft mit einem Gewinn veräußert werden, sofern Preissteigerungen eintreten. Wie Abbildung 1 zeigt, sanken in der Vergangenheit die Renditen für

8 Vgl. A. Müller-Armack: Soziale Marktwirtschaft, 1956, S. 390.

9 Dabei kann es sich um immaterielle Güter (z.B. Dienstleistungen und Rechte) und materielle Güter (z.B. Autos und Immobilien) handeln.

10 Vgl. K. Brenke, G. G. Wagner: Ungleiche Verteilung der Einkommen bremst das Wirtschaftswachstum, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg. (2013), H. 2, S. 110-116, <http://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2013/2/ungleiche-einkommensverteilung-bremst-wachstum/> (3.3.2017).

11 Vgl. T. Persson, G. Tabellini: Is inequality harmful for growth?, in: American Economic Review, 84. Jg. (1994), H. 3, S. 600-621.

12 Das Versprechen wird durch die staatliche Definition als „gesetzliches Zahlungsmittel“ untermauert.

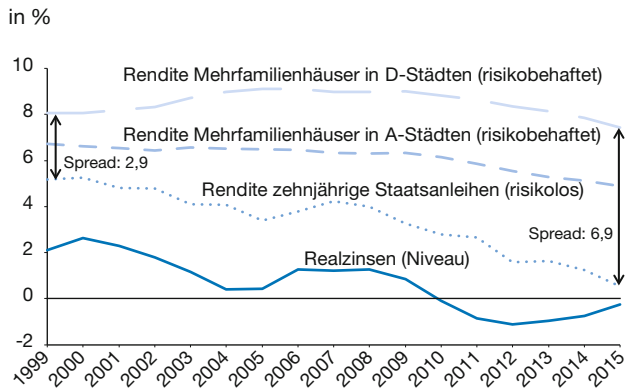
13 Zur empirischen Evidenz für positive Effekte auf die deutsche Wirtschaft durch geldpolitische Maßnahmen der EZB vgl. M. Rieth, M. Pfiffer, M. Hachula: EZB-Politik erfolgreich im Euroraum und in Deutschland, in: DIW Wochenbericht, Nr. 8, 2016, S. 139-147.

14 Vermögende Haushalte weisen eine vergleichsweise geringe Konsum- und eine hohe Sparquote auf, vgl. K. Brenke, G. G. Wagner, a.a.O.

15 Vgl. M. Schrooten: Niedrige Zinsen – kein Allheilmittel, in: Wirtschaftsdienst, 94. Jg. (2014), H. 9, S. 611-630, <http://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2014/9/niedrige-zinsen-gesamtwirtschaftliche-ursachen-und-folgen/> (3.3.2017); zu allgemeinen Verteilungseffekten der Geldpolitik, vgl. O. Coibion: Are the Effects of Monetary Policy Shocks Big or Small?, in: American Economic Journal: Macroeconomics, 4. Jg. (2012), H. 2, S. 1-32.

16 Portfoliooptimierung im Sinne einer effizienten Risiko-Rendite-Mischung wird hier nachrangig behandelt.

Abbildung 1
Renditen von Staatsanleihen und
Mehrfamilienhäusern



Quelle: Bundesbank; bulwiengesa.

Staatsanleihen und bei Mehrfamilienhäusern.¹⁷ Jedoch ist der Spread zwischen diesen Anlageformen kontinuierlich gestiegen. Immobilien gehören trotz teils massiver Preissteigerungen weiterhin zu den gefragten und sicheren Anlageformen.¹⁸ Der niedrige bzw. negative Realzins hat diese Entwicklung stark begünstigt.

Aufgrund niedriger Anleihe-Renditen und fehlender sicherer Anlagealternativen rücken Mietimmobilien als Investment vermehrt in den Fokus von Marktakteuren wie institutionellen Anlegern, beispielsweise Fondsgesellschaften und Versicherern. Während z.B. private Haushalte eine gekaufte Immobilie eher selbst bewohnen (Konsumobjekt) und an einen Standort gebunden sind, unterliegen Investoren keiner räumlichen Bindung. Aktuell kommt es in Deutschland aufgrund struktureller Arbeitsmarktveränderungen (vergleichsweise hohe Einkommen, attraktiveren Arbeitsmöglichkeiten) zu starken Urbanisierungstendenzen.¹⁹ Davon profitieren vor allem A- und B-Städte. Die enormen Preissteigerungen in einigen Städten können durch Erwartungen hinsichtlich der wachsende Wohnungsnachfrage und der positiven Bevölkerungsentwicklung teilweise erklärt werden.²⁰ Verstärkt werden die Preiseffekte zusätzlich durch einen hohen Anteil ausländischer

17 Bei den Mehrfamilienhäusern handelt es sich um die Bruttorendite, welche mit Hilfe des Vervielfältigers berechnet wurde.

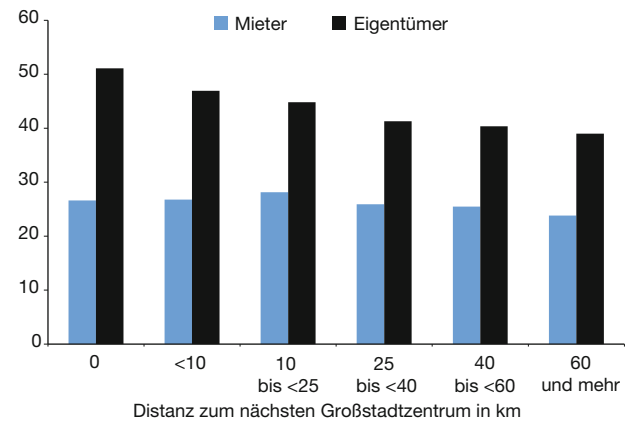
18 Die Rendite wurde anhand der Vervielfältiger berechnet.

19 Vgl. S. Gröbel, N. Hiller: Regionale Divergenz – die Mietpreisbremse und die Gleichwertigkeit der Lebensverhältnisse, in: Wirtschaftsdienst, 95. Jg. (2015), H. 11, S. 773-781, <http://archiv.wirtschaftsdienst.eu/jahr/2015/11/regionale-divergenz-die-mietpreisbremse-und-die-gleichwertigkeit-der-lebensverhaeltnisse/> (3.3.2017).

20 Erwartungen von Bevölkerungsentwicklungen besitzen eine große Bedeutung bei der Erklärung von Immobilienpreisen in Deutschland; vgl. O. Bischoff: Explaining regional variation in equilibrium real estate prices and income, in: Journal of Housing Economics, 21. Jg. (2012), H. 1, S. 1-15.

Abbildung 2
Einkommensniveau der Eigentümer und Mieter

Durchschnittliches Jahreseinkommen in 1000 Euro



Quelle: SOEP 2012.

Investoren, die aufgrund fehlender Marktkennntnis vorzugsweise in im Ausland namhafte A-Städte wie Berlin, Hamburg oder München investieren.²¹ Insgesamt kann man festhalten, dass Immobilien vor allem in den Ballungsgebieten eher als Investitionsobjekt denn als Konsumobjekt angesehen werden.

Direkte Verteilungseffekte

Die Niedrigzinspolitik der Zentralbank wirkt über die Hypothekenzinsen direkt auf das Immobilienvermögen und hat damit einen verteilungswirksamen Effekt. Geringere Hypothekenzinsen führen zu einer Verringerung der Netto-Schuldenlast. Aufgrund des Leverage-Effektes ist die Hebelwirkung einer Änderung umso größer, je größer der fremdfinanzierte Anteil an der Immobilie ist. Damit profitieren die Eigentümer am meisten von den günstigeren Finanzierungskosten, die den relativ größten Anteil an Immobilienschuldverschreibungen besitzen, und diejenigen, deren Immobilienvermögen einen relativ großen Teil des Gesamtvermögens ausmachen.²² Da Vermögensärmere insgesamt mehr Schulden als festverzinsliche Anlagen haben, wird der Rückgang der Zinserträge durch den Rückgang der Zinslast überwogen. Demary und Niehues zeigen, dass bei den Vermögensreicheren diese Effekte gerade umgekehrt

21 Vgl. N. Schwaldt: Ausländer kaufen deutsche Immobilien wie im Rausch, Welt Online vom 22.12.2015, <https://beta.welt.de/finanzen/immobilien/article149997628/Auslaender-kaufen-deutsche-Immobilien-wie-im-Rausch.html?wtrid=crossdevice.welt.desktop.vwo.google-referrer.home-spliturl&betaredirect=true> (3.3.2017).

22 Bessere Konditionen, d.h. niedrigere Finanzierungskosten im Sinne von Hypothekenzinsen, für Kreditnehmer mit besserer Bonität können dabei den Leverage-Effekt ausgleichen. Auch regionale Unterschiede können bestehen, etwa durch regionale Diskriminierung in der Kreditvergabe und -konditionen.

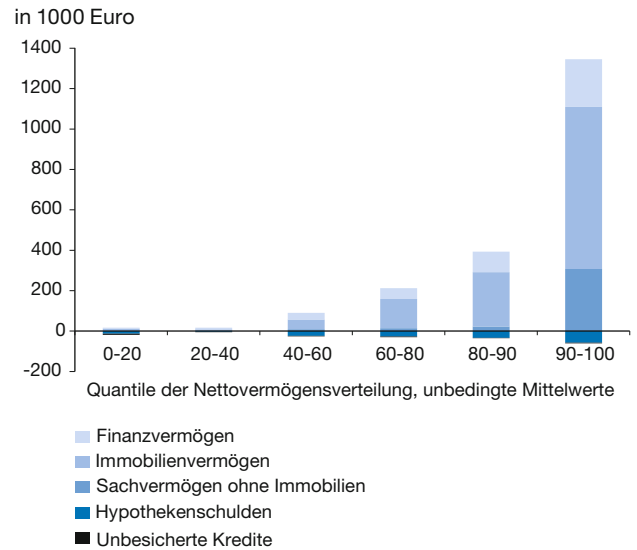
wirken, und dies nicht zu mehr Ungleichheit beiträgt.²³ Die Zusammensetzungen der Vermögen in einzelnen Quantilsgruppen kann der Abbildung 2 entnommen werden. Die obersten 10% der Nettovermögen besitzen mit 802 000 Euro pro Kopf ein vergleichsweise großes Immobilienvermögen.

Eine expansive Geldpolitik durch niedrige Zinsen führt zudem über eine höhere Immobiliennachfrage bzw. -preissteigerungen zu einem Anstieg der Immobilienvermögen. Der Nachfrageanstieg lässt sich durch gesunkene Finanzierungskosten²⁴ und abnehmende Investitionen in Anleihen und festverzinsliche Anlagen erklären.²⁵ Immobilien weisen aufgrund institutioneller und natürlicher Restriktionen (Bodenknappheit) regional unterschiedliche Angebotselastizitäten auf, weshalb es bei einem Anstieg der Nachfrage zu heterogenen Preissteigerungen kommt und die verteilungswirksamen Effekte damit einer regionalen Dimension unterliegen.

So zeigen etwa Füss und Zietz, dass Immobilienpreissteigerungen in Wohnungsmärkten mit hoher Nachfrage und geringer Angebotselastizität stärker ausfallen.²⁶ Weitere Studien, wie etwa von Christidou und Konstantinou, Vansteenkiste oder Saks, weisen darauf hin, dass regionale Unterschiede in den Immobilienpreisen vor allem auf Bodenrestriktionen zurückzuführen sind.²⁷ Dies korrespondiert mit den beobachteten Entwicklungen in Deutschland, wo die Immobilienpreise in den Metropolregionen stark gestiegen sind, während ländliche Räume nur moderate bis gar keine Zuwächse verzeichnen. Die langanhaltende Niedrigzinspolitik stimuliert zwar insgesamt die Nachfrage, diese wirkt sich jedoch aufgrund der Unterschiede in den Angebotselastizitäten völlig unterschiedlich auf die regionalen Immobilienpreise und damit die Ungleichheit der Im-

23 Vgl. M. Demary, J. Niehues: Die Auswirkungen von Niedrigzinsen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf die Vermögensverteilung, IW Policy Paper, Nr. 15, 2015. Nachfragewirksame Vermögens-effekte, die sich insbesondere regional-spezifisch auswirken, werden allerdings nicht berücksichtigt.
 24 J. M. Poterba: Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach, in: The Quarterly Journal of Economics, 99. Jg. (1984), H. 4, S. 729-752.
 25 Der Effekt wird theoretisch unter anderen von DiPasquale und Wheaton dargestellt; vgl. D. DiPasquale, W. C. Wheaton: Housing Market Dynamics and the Future of Housing Prices, in: Journal of Urban Economics, 35. Jg. (1994), H. 1, S. 1-27.
 26 Vgl. R. Füss, J. Zietz: The Economic Drivers of Differences in House Price Inflation Rates across MSAs, in: Journal of Housing Economics, 31. Jg. (2016), H. 1, S. 35-53.
 27 Vgl. M. Christidou, P. Konstantinou: Housing Market and the Transmission of Monetary Policy – Evidence from US States, University of Macedonia, Department of Economics, Discussion Paper, Nr. 14, 2011; I. Vansteenkiste: Regional Housing Market Spillovers in the US: Lessons from Regional Divergences in a Common Monetary Policy Setting, ECB Working Paper, Nr. 708, 2007; R. E. Saks: Job creation and housing construction: Constraints on metropolitan area employment growth, in: Journal of Urban Economics, 64. Jg. (2008), H. 1, S. 178-195.

Abbildung 3
Vermögen nach Nettovermögensperzentilen



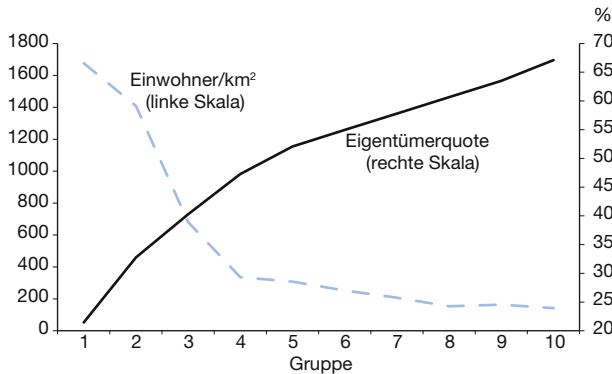
Quelle: Deutsche Bundesbank: Private Haushalte und ihre Finanzen 2014 – Datenstand 3/2016.

mobilienvermögen aus. Am stärksten profitieren dabei die Eigentümer, deren Immobilien in Regionen mit einer hohen Nachfrage und einer geringen Angebotselastizität liegen.²⁸

Wohnimmobilieneigentümer unterscheiden sich von Mietern nicht nur durch das Eigentumsverhältnis. Der Erwerb von Immobilien ist mit hohen finanziellen Belastungen verbunden. Sofern diese nicht durch bereits vorhandenes (Spar- und/oder Erbschafts-)Vermögen gedeckt werden, muss aus Gründen der Bonität ein hohes und sicheres Einkommen zu ihrer Finanzierung vorliegen. Das Einkommen der Wohneigentümer in Ballungszentren ist im Durchschnitt höher als das der Wohneigentümer auf dem Land, während bei Mietern kaum Unterschiede im durchschnittlichen Einkommen vorliegen (vgl. Abbildung 3). Das verdeutlicht, dass in Ballungszentren im Schnitt ein höheres Einkommen vorliegen muss, um Wohneigentum zu erwerben.²⁹ Immobilien nehmen derzeit den größten Anteil des Portfolios vermögender Haushalte ein. Laut einer Umfrage der Bundesbank beträgt dieser im obersten Dezil der Vermögenden rund 60% und macht einen Großteil des gesamtdeutschen Immobilienvermögens aus (vgl. Abbildung 2).³⁰ Über die Zeit kann durch Vererbung mit einem

28 Unabhängig von anderen nachfragebedingten Preissteigerungen, etwa durch vermehrten Zuzug in Ballungszentren.
 29 Dies trifft auch auf großräumigere Regionen zu, vgl. O. W. Lerbs, C. A. Oberst: Explaining the spatial variation in homeownership rates: Results for German regions, in: Regional Studies, 48. Jg. (2014), Nr. 5, S. 844-865.
 30 Vgl. Deutsche Bundesbank: Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2014, Monatsbericht März, 2016, S. 61-86.

Abbildung 4
Eigentümerquote und Einwohnerdichte



Quelle: Zensus 2011, Statistisches Bundesamt.

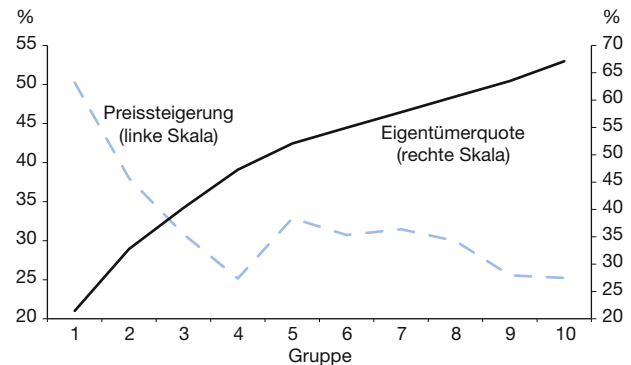
Anstieg der Immobilienpreise ein Anstieg der Vermögens-Einkommensverhältnisse einhergehen. Damit würde sich Ungleichheit nicht nur über die sozio-ökonomischen Charakteristika der Haushalte (wie Humankapital) verstärken, sondern auch aufgrund von regional-differenzierten Preissteigerungen. Es kommt also nicht nur darauf an, wer die Immobilien besitzt, sondern auch, wo diese Immobilien liegen.

Um die regionalen Preissteigerungen einzuordnen, wurden 396 Kreise und kreisfreie Städte in Deutschland aufsteigend nach der ermittelten Eigentümergequote des Zensus 2011 sortiert.³¹ Anschließend wurden diese in zehn gleich große Gruppen aufgeteilt, wobei Gruppe 1 die im Durchschnitt niedrigste und Gruppe 10 die höchste Eigentümergequote aufweist. Die Durchschnittswerte wurden dabei nach der Zahl der Wohneinheiten innerhalb der Gruppe gewichtet. Wie Abbildung 4 verdeutlicht, sind die Gruppen 1 und 2 durch eine vergleichsweise hohe durchschnittliche Bevölkerungsdichte charakterisiert.³² Folglich weisen vor allem Ballungsregionen eine niedrige Eigentümergequote auf. Abbildung 5 zeigt die jeweiligen durchschnittlichen Preissteigerungen bei Eigentumswohnungen zwischen 2009 – dem Beginn der Niedrigzinsphase – und 2015: In den Ballungsregionen sind hohe Immobilienpreissteigerungen zu beobachten. Insbesondere Eigentümer von Immobilienvermögen in den Regionen profitieren von dieser Entwicklung.

31 Die Kreise in Mecklenburg-Vorpommern bleiben aufgrund fehlender Daten unberücksichtigt.

32 Städte mit höherer Bevölkerungsdichte und wenig verfügbarem Bauland werden aufgrund der Baulandpreise vorrangig bodenintensiv, d.h. mit Mehrfamilienhäusern, bebaut, in denen seltener Eigentum gebildet wird; vgl. E. Glaeser: Rethinking the federal bias towards homeownership, in: Cityscape: A Journal of Policy Development and Research, 13. Jg. (2011), H. 2, S. 5-37.

Abbildung 5
Eigentümergequote und Preissteigerungen bei Eigentumswohnungen



Quelle: Zensus 2011; bulwiengesa.

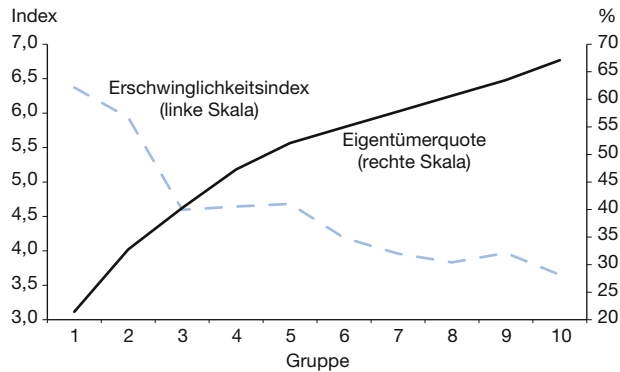
Allerdings steigen mit den Immobilienpreisen auch die kalkulatorischen Mieten der selbst bewohnten Immobilien. Die Eigentümer wohnen zwar in wertvolleren Häusern, deren gesteigerten Wert sie aber nicht direkt konsumieren können, da die Einkommens- und Ausgabensituation unverändert bleibt.³³ Vermieter hingegen profitieren von Mietsteigerungen, die die Rendite und damit die Einnahmen ihrer Investitionen erhöht.³⁴ Bemerkenswerterweise leben gerade in den Ballungsgebieten rund 44% aller Miethaushalte und lediglich 18% aller Eigentümerhaushalte. Mit abnehmender Einwohnerdichte kehrt sich das Verhältnis um. Abbildung 6 zeigt, dass der Erschwinglichkeitsindex insbesondere in den Ballungsgebieten angestiegen ist. Der Index setzt die Immobilienpreise und Einkommen ins Verhältnis und gibt an, wie viele Jahreseinkommen für den Erwerb einer Immobilie notwendig sind. Das Preis-Einkommens-Verhältnis kann man daher auch vereinfacht als Vermögens-Einkommensverhältnis betrachten. Die durch die Zinspolitik initiierte Vermögenspreisinflation reduziert letztlich die Erschwinglichkeit von Immobilien in Ballungsregionen.

Ein weiterer direkter verteilungswirksamer Effekt geht mit dem regionalen Markteintritt einher. Aufgrund der Finanzierungsbedingungen muss ein hoher Eigenkapitalanteil zum Erwerb von Immobilienvermögen vorhanden sein, der

33 Es sei denn, die Immobilienpreis- bzw. Vermögenssteigerungen erhöht die Bonität des Kreditnehmers, wodurch der kreditfinanzierte Konsum steigt. Dieser Vermögenseffekt ist insbesondere in den USA ausgeprägt, vgl. K. E. Case, J. M. Quigley, R. J. Shiller: Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market, in: The B.E. Journal of Macroeconomics, 5. Jg. (2005), H. 1, S. 1-32. Eine weitere Möglichkeit Immobilienvermögen direkt zu konsumieren sind sogenannte „reverse mortgages“, die in Deutschland allerdings wenig verbreitet sind und damit nur eine geringe Bedeutung besitzen.

34 Es sei jedoch erwähnt, dass Mietsteigerungen aufgrund von institutionellen Restriktionen erst langfristig durchgesetzt werden können.

Abbildung 6
Eigentümerquote und Erschwinglichkeitsindex



Quelle: Zensus 2011; bulwiengesa.

mit dem absoluten Preis und damit auch mit einer geldpolitisch induzierten Inflation bei Immobilien steigt.³⁵ Die notwendige Eigenkapitalgrenze bzw. Bonitätsanforderung für den Erwerb von Eigentum verschiebt sich mit steigenden Preisen ebenfalls nach oben. Damit verschiebt sich auch der Anteil potenzieller Eigentümer auf der Einkommensverteilung nach rechts, weshalb die Bildung von Immobilienvermögen ärmeren Gruppen zunehmend vorenthalten bleibt. Bestätigt wird dies durch die Entwicklung der Eigentumsquote, die seit 2010 allein im oberen Quartil der Vermögensverteilung merklich angestiegen ist.³⁶

Verstärkt werden diese regionalen Effekte durch die zunehmende Bedeutung der Metropolregionen und Polarisierungstendenzen in der Bevölkerungsentwicklung. Ballungsregionen bieten aufgrund struktureller Arbeitsmarktveränderungen immer höhere Einkommen und gleichzeitig gewinnen Annehmlichkeiten wie das Kulturangebot, Parks und die Infrastruktur zunehmend an Qualität und Wertschätzung. Zudem ist die Lohnschere zwischen Gering- und Hochqualifizierten weit auseinander,³⁷ wobei Hochqualifizierte aufgrund der hohen Einkommen und Mobilität eher Ballungsregionen bevorzugen. In der Summe übersteigt der Nutzen dieser Komponenten die Wohnkosten, weshalb viele Städte auch bei steigenden Immobilienpreisen attraktiv bleiben. Dies führt dazu, dass die Einwohnerzahl in Regionen mit einer niedrigen Eigentumsquote stärker wächst als jene in Regionen mit einer hohen Ei-

gentumsquote.³⁸ Aufgrund der Schaffung von günstigem Wohnraum, z.B. durch Markteingriffe wie der Mietpreisbremse oder der Ausweitung des sozialen Wohnungsbaus, wird diese Entwicklung verstärkt und die Anziehungskraft der Großstädte langfristig weiter erhöht. Die regionale Einkommensdivergenz überträgt sich damit auf die Immobilienpreisdivergenz.³⁹ Verstärkt werden diese Entwicklungen zudem durch die beschriebene zunehmende Bedeutung von Wohnimmobilien als Investitionsobjekt gepaart mit der Konzentration auf A- und B-Städte.

Zusammenfassend wirken neben den direkten Verteilungseffekten über die Finanzierung zwei weitere direkte Verteilungseffekte, die sich regional auswirken: Erstens kann Wohneigentum überwiegend und zunehmend im oberen Einkommensbereich erworben werden, da mit höheren Preisen auch höhere Bonitätsanforderungen einhergehen. Zweitens profitieren Wohneigentümer in Ballungsgebieten, die ohnehin relativ vermögend sind, von höheren Mieteinnahmen. Falls diese Entwicklung weiter anhält, werden nachfolgende Generationen der heutigen städtischen Wohneigentümer ein hohes Vermögen erben, wodurch sich die Ungleichheit verschärfen wird.

Indirekte Verteilungseffekte

Neben den direkten gibt es indirekte Verteilungseffekte, die sich nur mittelbar aus den geldpolitischen Maßnahmen bzw. der zunehmenden Ungleichheit ergeben, jedoch die bestehende Ungleichheit weiter verstärken und zu weiteren Preissteigerungen führen. Eine zunehmende Polarisierung am Arbeitsmarkt führt neben Diskrepanzen bei Wohnungsnachfrage und -angebot (qualitatives Mismatch) auch zu steigenden absoluten Wohnkosten aufgrund von Filtering-Prozessen. Auf der einen Seite steigt der Anteil von Haushalten mit unterdurchschnittlichen Einkommen/Vermögen aufgrund von stagnierenden Reallöhnen im Niedriglohnssektor. Dies führt im Bereich günstiger und kleinerer Bestandswohnungen zu einer Verstärkung der Nachfrage. Auf der anderen Seite wächst die Zahl einkommensstarker/vermögender Haushalte, die ihr Budget für luxuriöseren und spezifischeren Wohnraum nutzen.⁴⁰ Folglich mangelt es an günstigem, aber auch an qualitativ hochwertigerem Wohnraum, wodurch es insgesamt zu einem qualitativen Mismatch kommt. Wachsende Einkommens- und Vermö-

35 Oder eine gute Bonität des potenziellen Käufers, die sich beispielsweise über ein hohes Einkommen ergibt. Hauskäufer mit hoher Bonität sind damit per se im oberen Bereich der Vermögens- oder Einkommensverteilung angesiedelt.

36 Vgl. J. Niehues, M. Voigtländer: Geringe Dynamik in der Wohneigentumsbildung, IW Kurzberichte, Nr. 22, 2016.

37 J. Möller: Lohnungleichheit: Gibt es eine Trendwende?, IAB-Discussion Paper, Nr. 09/2016, Nürnberg 2016, S. 17, <http://www.iab.de/183/section.aspx/Publikation/k160229301>.

38 Von 2011 bis 2014 ist die Einwohnerzahl in Gruppe 1 bis 3 um 583 852 (1,9%), in Gruppe 4 bis 7 um 209 357 (0,7%) und in Gruppe 8 bis 10 lediglich um 87 354 (0,5%) Personen gestiegen.

39 Der Zusammenhang wurde unter anderem in den USA ermittelt; vgl. D. Albouy, M. Zabek: Housing Inequality, NBER Working Paper Series, Working Paper, Nr. 21916, 2016.

40 Vgl. P. Westerheide, C. Dick: Determinanten für die langfristige Wertentwicklung von Immobilien, Gutachten im Auftrag der Arbeitsgemeinschaft Baden-Württembergischer Bausparkassen, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung ZEW, Mannheim 2010.

gensungleichheiten führen nicht nur zu steigenden Immobilienpreisen im oberen Segment, sondern aufgrund von Filtering-Prozessen auch zu Preissteigerungen in den unteren Segmenten.⁴¹ Vermögende weiten ihren Wohnungskonsum aus und halten Wohnungsbestand in gefragten Ballungszentren. Unter Umständen werden diese auch nur zeitweise selbst in Anspruch genommen, wodurch regelrechte „Geisterstraßen“ entstehen.⁴² Durch einen uneingeschränkten Marktzutritt und verstärkte Investitions- statt Konsummotive werden Immobilienpreise an gefragten Standorten durch überregionale bzw. internationale Zahlungsbereitschaften determiniert. Der ursprünglich lokal-determinierte Markt wird damit globalisiert. Folglich kann die Wohnraumnachfrage der einheimischen Bevölkerung auch durch in- und ausländische Investoren eingeschränkt werden.

Zudem beeinflusst der Staat durch die Bestimmung von Nutzungsrechten, Infrastrukturmaßnahmen und Fiskalpolitik maßgeblich den Bodenwert. Immobilieneigentümer haben ein großes Interesse daran, diesen Wert zu erhalten bzw. zu steigern. Allein die Ankündigung eines Stadtentwicklungsplans kann Investoren dazu veranlassen, in betroffenen Gebieten Immobilien zu erwerben und damit den Preis zu erhöhen. Entschließt sich beispielsweise eine Kommune dazu, die Nutzungsrechte und -pflichten der Bodeneigentümer zu einer höherwertigen Verwertbarkeit von Boden zu verändern, so verbessern sich damit auch die Renditen. Verbessert die Kommune durch den Bau von Grünanlagen die Lebensqualität, so wird das Wohnumfeld und damit der Wert der in der Nähe befindlichen Immobilien steigen. Wird die Verkehrsinfrastruktur zwischen Stadt und Land verbessert, so erhöhen sich die Bodenpreise in vormals abgelegenen Regionen und sinken in Ballungsgebieten. Die Haushalte werden aufgrund neuer Pendelmöglichkeiten auch ihre Wohnortwahl überdenken. Immobilien, die sich allerdings in unmittelbarer Nähe von Hauptverkehrsstraßen oder Bahngleisen befinden, werden stark durch Lärm und Abgase belastet, weshalb ihr Wert geringer ausfällt.

Da sich durch Steuergelder finanzierte Investitionen in Bodenwerten und damit in Häuserpreisen kapitalisieren, haben insbesondere Eigentümer einen Anreiz, planungs- und infrastrukturbedingte Wertsteigerungen zu beeinflussen. Durch Lobbyarbeit können politische Entscheidungen

zugunsten der Eigentümer gelenkt und entsprechende Erträge generiert werden (Rent Seeking). So könnten die Eigentümer z.B. Druck ausüben, kein weiteres Bauland freizugeben, um die Rendite ihrer Objekte zu erhöhen. Im Rahmen der aktuellen Preissteigerungen könnte es also durchaus Anreize geben, diese Entwicklung beizubehalten. Wertsteigerungen werden damit nicht vom Eigentümer leistungsbezogen erarbeitet. Aber auch die Mieter können z.B. durch strenge Mietpreisgrenzen eine politische Rendite erzielen. Da staatliche Maßnahmen in der Regel jedoch die Standortqualität verbessern, werden Eigentümer besser gestellt. Vermögende Haushalte wiederum besitzen einen überproportional hohen Anteil an Eigentum, weshalb solche Maßnahmen langfristig zu einer Umverteilung eines Teils der Steuergelder zugunsten reicherer Haushalte führen.⁴³

Starke Preissteigerungen bewirken auf urbaner und regionaler Ebene Verdrängung und räumliche Segregation, die auch über soziale Kanäle die Ungleichheit erhöhen.⁴⁴ Der Wohnort bestimmt im Wesentlichen das soziale Umfeld, das insbesondere für die Entwicklung und Zukunftschancen von Kindern und Jugendlichen von großer Bedeutung ist. Durch räumliche Ballung der Bevölkerungsgruppen verstärken die positiven wie negativen Skaleneffekte die Polarisierung der Gesellschaft. Letztlich beeinflussen reiche Haushalte durch den Erwerb teurer Immobilien indirekt die Zusammensetzung der Nachbarschaft, da sich Preissteigerungen über den Raum ausbreiten, dem sogenannten Ripple- oder Contagion-Effekt. Räumlich wird der Marktzutritt für einkommensschwache Haushalte erschwert und bestehende Ungleichgewichte verstärkt.

Bei der Wertentwicklung einer Wohnimmobilie spielen sozio-ökonomische Determinanten ebenfalls eine bedeutende Rolle. Die Qualität eines Wohngebietes und damit der Preis der dort liegenden Immobilien wird nicht nur durch den Zustand der Gebäude und die Infrastruktur bestimmt, sondern auch durch die Zusammensetzung und Charakteristika der Bevölkerung. Eigentümer neigen im Gegensatz zu Mietern eher dazu, den Wert ihrer Immobilie z.B. durch die Kultivierung, Bepflanzung, Bebauung oder Reparaturen zu erhalten. Diese Maßnahmen entfalten wiederum positive externe Effekte auf benachbarte Immobilien. Ein gepflegtes Eigenheim wird mit sozialen Verhaltensweisen verbunden, die auf das nachbarschaftliche Umfeld stabilisierend wirken können, sogenanntes Incumbent-

41 Filtering-Prozesse beschreiben einen Vorgang, bei dem z.B. Immobilien über die Zeit von wohlhabenden Haushalten an einkommensschwache Haushalte weitergereicht werden.

42 Diese Entwicklung war z.B. in London zu beobachten, vgl. M. Theurer: Für Luxuswohnungen sinkt der Preis, Frankfurter Allgemeine Zeitung Online vom 16.2.2015, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/immobilien/immobilienpreise-in-london-koennten-sinken-13424561.html> (3.3.2017).

43 Vgl. C. Hilber: Die unsichtbare Umverteilung: Beeinflussung der Bodenpreise durch staatliche Tätigkeit, in: *disP – The Planning Review*, 33. Jg. (1997), Nr. 129, S. 10-15.

44 Vgl. S. Gröbel, N. Hiller, a.a.O..

Upgrading.⁴⁵ Die Qualität des Wohnumfeldes muss daher nicht als gegeben hingenommen und kann indirekt beeinflusst werden. Hier kommt es auf die finanziellen Möglichkeiten der Eigentümer an.

Als Investor macht es daher durchaus Sinn, die gesellschaftliche Zusammensetzung der Quartiere zu beeinflussen und den Ausbau von Annehmlichkeiten anzuregen. Allerdings gehen durch die Schaffung von Grünflächen Bauland und damit mögliche Mieterträge verloren. Hier liegt ein Optimierungsproblem vor. Der Grenznutzen in Form von Mieterträgen durch zusätzliche Annehmlichkeiten nimmt mit zunehmender Grünfläche ab, weshalb aus ökonomischer Sicht nur in einem bestimmten Verhältnis von Annehmlichkeiten und (un-)bebaubarer Fläche die maximale Rendite erwirtschaftet werden kann.

Schlussfolgerungen

Anhand regionaler Vermögens-Einkommensverhältnisse können zwei direkte Verteilungseffekte gemessen werden: Erstens haben sich die Wohneigentumsverhältnisse auf der Vermögens-/ Einkommensverteilung, trotz der absolut wachsenden Eigentümerquote, nach rechts verschoben. Dies ist vor allem auf die regionale Polarisation in der Bevölkerungsentwicklung zurückzuführen: Ländliche Räume mit anfänglich hohen Wohneigentumsquoten und hohem Anteil von Wohneigentümern der unteren Einkommensquantile verlieren an Bevölkerung, während Ballungsräume mit relativ reichen Wohneigentümern an Bevölkerung gewinnen.

Zweitens kommt es zu einem weiteren Unterschied in den Verteilungseffekten, da die Immobilienpreise aufgrund von spezifischen Nachfrageelastizitäten regional unterschiedlich auf die von der Geldpolitik initiierten Nachfrageände-

rungen reagieren. Da sich die Finanzierungsbedingungen und damit die Effekte auf die Netto-Schuldenlast regional nicht unterscheiden, kommt es zu heterogenen Netto-Effekten. Am stärksten profitieren die Eigentümer, deren Vermögen am stärksten auf Nachfrageveränderungen reagiert. Dies ist vor allem in Regionen der Fall, in denen eine hohe Nachfrage und geringe Angebotselastizitäten vorliegen. Es gewinnen damit die Haushalte am stärksten, die die höchsten Wertzuwächse aufgrund höherer lokaler Nachfrageelastizitäten aufweisen. Es kommt zu einer Zunahme der Ungleichheit, wenn die Eigentümer dieser Objekte dem oberen Quartil der Vermögensverteilung angehören. Des Weiteren ist aufgrund der hohen Anforderung bei der Anzahlung ein hoher anfänglicher Eigenkapitalanteil nötig. Diese Regionen, oft Ballungszentren, weisen allerdings absolut höhere Preise auf. Hier liegen damit räumliche einkommens- und vermögensabhängige Markteintrittsbeschränkungen vor, die Haushalte unterer Vermögens-/Einkommensquantile daran hindern, Wohneigentum zu erwerben. So zeigt die regionale Differenzierung, dass vor allem das Immobilienvermögen der oberen Einkommens- und Vermögensgruppe die stärksten Zugewinne verzeichnet. Dieses ist sowohl auf die anfängliche Wohneigentumsverteilung als auch auf die Fähigkeit dieser Haushalte in stark nachgefragten Lagen Wohneigentum zu erwerben, zurückzuführen. Damit ist nicht die geringe Eigentumsquote im Allgemeinen ein Hauptgrund für die vergleichsweise hohe Vermögensungleichheit in Deutschland, sondern die Eigentumsquoten und die Verteilung der Immobilienvermögen in Regionen mit geringer Angebotselastizität.

Darüber hinaus treten indirekte Verteilungseffekte auf (Filtering-Prozesse, Rent Seeking, Gentrifizierung und Segregation), die mit wachsender Einkommens- und Vermögensungleichheit zunehmen. Je nach Zusammensetzung des Wohnungsbestandes oder des politischen Organisationsgrades der Marktteilnehmer kann die Preisentwicklung durch institutionelle Maßnahmen weiter angetrieben werden. Die Wirkungszusammenhänge sind dabei äußerst komplex und bedürfen einer umsichtigen und nachhaltigen Wohnungs- und Steuerpolitik.

45 Vgl. D. DiPasquale, E. Glaeser: Incentives and Social Capital: Are Homeowners Better Citizens?, in: Journal of Urban Economics, 45. Jg. (1999), H. 2, S. 354-384; vgl. I. G. Ellen, K. O'Regan: Gentrification: Perspectives of Economists and Planners, in: N. Brooks, K. Donaghy, G.-J. Knaap (Hrsg.): The Oxford Handbook of Urban Economics and Planning, 2012, S. 372.

Title: *The Regional Perspective of Housing Wealth Effects in the Low-Interest Phase*

Abstract: For some years now, the ECB is responding to the current deflationary phase and slow economic growth in the Euro zone with a low interest policy and bond purchasing programs. This has led to a surge in real asset prices, such as real estate. Inflation in residential property prices however varies regionally as a result of differences in supply elasticities. Thus, highest growth in prices could be observed in metropolitan areas. This article shows that such developments may lead to an increasing housing wealth inequality due to existing housing wealth distributions, local differences in homeownership, and barriers to entry to the property market. Additionally, these effects might be strengthened by indirect effects, such as filtering, rent-seeking, gentrification, and segregation.

JEL Classification: R12, R31, D31, H23