

## Strukturelle und zyklische Risiken auf internationalen Wohnungsmärkten

Prof. Dr. Tobias Just, FRICS, Universität Regensburg und IRE|BS Immobilienakademie, und Hannah Salzberger, Universität Regensburg

Die große Finanz- und Wirtschaftskrise vor 15 Jahren hat Immobilien- und Finanzmarktakteuren, Regulatoren, aber vor allem Millionen Haushalten schmerzhaft vor Augen geführt, welche wichtige Rolle Immobilienmärkte für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sowie die Finanzmarktstabilität haben können. Dies war keineswegs die erste Lehrstunde zu dieser Beziehung, aber durch die – durch globale Vernetzung bedingte – Gleichzeitigkeit vieler regionaler Verwerfungen entstand eine weltweite Krise. Seitdem werden Immobilienmärkte zu Recht sehr aufmerksam beobachtet, und regulatorische Vorkehrungen wurden getroffen, um die Empfindsamkeit der Finanzmärkte zu senken; v. a. wurden die Kreditvergabemöglichkeit der Banken deutlich reduziert.

Gleichwohl bedeuten weder die globale Vernetzung noch die Lehren aus der Finanzkrise, dass sich harmonisierte Strukturen und folglich auch nicht einheitliche Marktdynamiken herausgebildet haben. Sicher, auch Wohnungsmärkte werden durch globale Trends und Zyklen bestimmt und haben Phasen mal stärkerer und mal schwächerer Korrelation. Doch genauso richtig ist es, dass es auch heute noch sehr starke regionale Unterschiede in den Immobilienmarktentwicklungen gibt. Zum Beispiel haben sich die Wohnungspreisindizes in den OECD-Ländern seit 2010 um insgesamt 110 Prozentpunkte unterschiedlich entwickelt – und dies sind bereits die inflationsbereinigten Werte. Die nominalen Wachstumsdifferenzen sind noch größer. Und natürlich verdecken die nationalen Indizes die großen regionalen Unterschiede in den einzelnen Ländern. Wenn sich Märkte unterschiedlich entwickeln, kann dies Ausdruck unterschiedlicher Knappheitsrelationen sein, die z.B. aufgrund verschiedener Einkommens- oder Bevölkerungsentwicklungen entstehen, aber sie können auch ein Indikator dafür sein, dass die Märkte verschiedenen Risiken einer potenziellen Marktkorrektur unterworfen sind.

Es lohnt sich daher, diese Empfindsamkeiten zu betrachten. Das ESRB (*European Systemic Risk Board*) tut dies mit einer Vielzahl von Parametern und leitet daraus für die Wohnungsmärkte in den untersuchten 31 Ländern Risikoeinschätzungen ab. Diese sollen abbilden, ob ein Markt korrigieren könnte und wie bedrohlich solch eine Korrektur für die Stabilität des Finanzsystems sein könnte.

Die Auswahl der berücksichtigten Indikatoren ist im Großen und Ganzen nachvollziehbar, doch sie folgt in erster Linie Plausibilitätsüberlegungen; sie ist somit nicht zwingend vorgegeben. Andere Analysen können andere Indikatoren auswählen. Vor allem ist die Gewichtung der Indikatoren immer etwas willkürlich. In einer aktuellen Studie haben wir gezeigt, wie stark die Bestimmung der Gewichtungsfaktoren die Risikoeinschätzung beeinflussen kann (Just/Salzberger, 2024).

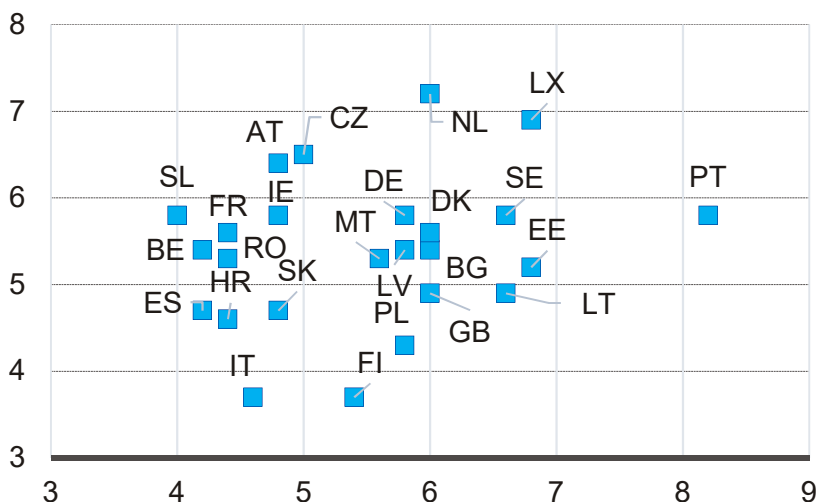
In diesem Beitrag geht es um einen weiteren, verwandten Aspekt: Wir unterteilen die verwendeten Risikoindikatoren, die sehr ähnlich (aber nicht deckungsgleich) zu jenen des ESRB sind, in Indikatoren, die strukturelle Unterschiede abbilden, und in zyklische Indikatoren. Um einen Vergleich zwischen den Risikoscores des ESRB und den eigenen ermittelten Scores zu ermöglichen, ist eine Angleichung der Bewertungsskalen erforderlich. Dazu werden die vier Risikokategorien des ESRB – 'limited', 'low', 'medium' und 'high', die ursprünglich Werte von null bis drei repräsentieren – mithilfe von Quantilen in eine erweiterte Skala von eins bis zehn überführt. Diese Umwandlung erfolgt unter Wahrung der Gleichgewichtung der zugrundeliegenden Kriterien, und dient dazu, einen konsistenten Gesamtrisikoscore zu berechnen, der mit den eigenen entwickelten Scores verglichen werden kann. Die Korrelation dieser zwei Risikoscores, sowohl zyklisch als auch strukturell, mit den transformierten Werten aus den ESRB-Analysen zeigt wertvolle zusätzliche Erkenntnisse.

Offensichtlich gibt es erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern, welche Risiken durch welche Indikatoren signalisiert werden: Einige Märkte (Portugal vor allem) erzielen hohe Werte in unserem Strukturrisiko-Subindex, aber moderate Scores im zyklischen Subindex. Für Tschechien oder Österreich ist das Bild genau umgekehrt, dort sind die Strukturindikatoren eher auf Stabilität zeigend, die zyklische Komponente signalisiert Risiken.

## Wohnungsmarktrisiken - Struktur

x-Achse: Strukturrisiko-Score IREBS

y-Achse: ESRB-Score (umgerechnet)

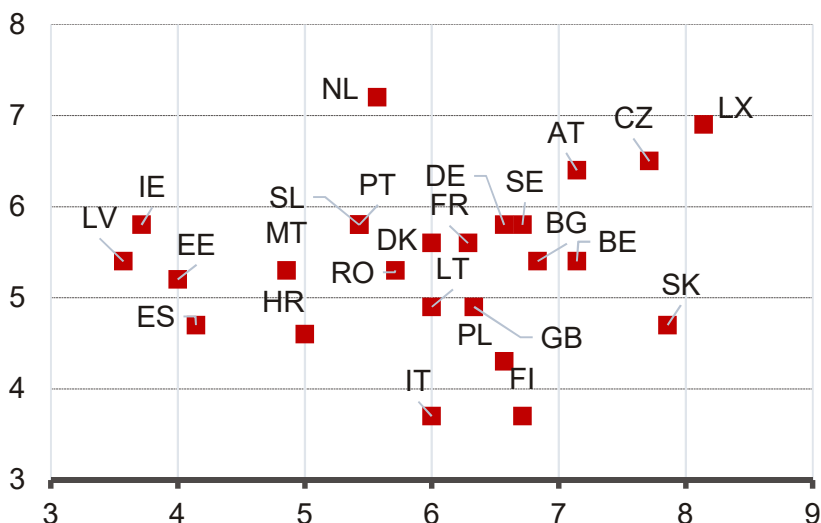


Quellen: ESRB (2019), Just/Salzberger (2024)

## Wohnungsmarktrisiken - zyklisch

x-Achse: Zyklusrisiko-Score IREBS

y-Achse: ESRB-Score (umgerechnet)



Quellen: ESRB (2019), Just/Salzberger (2024)

Diese Unterscheidung ist wichtig, da zyklische und strukturelle Risiken unterschiedliche Maßnahmen sinnvoll machen könnten: Ein zyklisches Risiko könnte eher zu einem zusätzlichen Risikopuffer führen, wohingegen ein Strukturrisiko vor allem durch eine Veränderung dieser Strukturen reduziert werden könnte. Diese Aufteilung ist daher sinnvoll, um Risiken mit geeigneten Maßnahmen zu unterlegen.

Nebenbei zeigen die Schaubilder auch, dass es Märkte gibt, die relativ hohe Werte im ESRB-Score erzielen und relativ niedrige Werte sowohl in der zyklischen als auch in der strukturellen Komponente unseres Scores. Dies gilt z. B. für Irland. Hier gibt es also Unterschiede, die allein aus der Indikator- und Gewichtungsauswahl resultieren. Welche „richtig“ ist, lässt sich erst im Nachhinein treffsicher bestimmen. In solchen unsicheren Fällen könnte es dann sinnvoll sein, mehrere Scores parallel zu ermitteln, um aus dann generierten Verteilungen ein relativ verlässliches Risikobild zu erhalten. Eine umfassende Sicherheit lässt sich auf diesem Wege leider auch nicht ermitteln, man reduziert nur etwas die Ungewissheit – immerhin.

## Zum Weiterlesen:

ESRB (2019). Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries. September 2019. Frankfurt a. M.

Just, T. (2023). Europäische Wohnungsmärkte mit uneinheitlichen Risiken. Wirtschaftliche Freiheit, 03.07.2023, <https://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=33938> [Zugriff am 03.07.2023]

Just, T. und Salzberger, H. (2024). Structural and Cyclical Risk on Housing in OECD Countries. In: Intereconomics 3 (2024).

## Anhang 1

Tabelle 1 in die Analyse eingeflossenen Indikatoren

Zyklische Indikatoren	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mittleres Hauspreiswachstum (2012-2022)</li> <li>- Entwicklung der Hauspreise seit dem Peak</li> <li>- BIP-Prognose 2024</li> <li>- Veränderung der Anleiherenditen (10y)</li> <li>- Veränderung der Wohnungsbaukredite, in %</li> <li>- Entwicklung der Haushaltsschulden als Anteil des Einkommens</li> <li>- Veränderung der Baukosten</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OECD</li> <li>- OECD</li> <li>- OECD</li> <li>- Trading Econ.</li> <li>- EMF</li> <li>- OECD</li> <li>- Eurostat</li> </ul>
Strukturelle Indikatoren	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Bevölkerungsprognose bis 2030</li> <li>- Wohnungsausgaben als Anteil zum Einkommen</li> <li>- Anteil der variablen Wohnungsfinanzierungsdarlehen</li> <li>- Relation aus Privatschulden zum Einkommen</li> <li>- Relation der ausstehenden Wohnungsbaudarlehen zum BIP</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- OECD, UN</li> <li>- EU</li> <li>- EMF</li> <li>- OECD</li> <li>- EMF</li> </ul>
ESRB	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Wohnimmobilien-Preisindex (reales Wachstum)</li> <li>- Wohnimmobilienpreisindex im Verhältnis zum Trend</li> <li>- Verhältnis von Hauspreisen zum Einkommen</li> <li>- Überbewertung in %</li> <li>- Darlehen an Haushalte für den Kauf von Häusern (reales Wachstum, Durchschnitt %)</li> <li>- Darlehen an Haushalte für den Kauf von Häusern im Verhältnis zum Trend</li> <li>- Haushalts-Darlehensspanne</li> <li>- Haushalts-Schulden (% des Einkommens)</li> <li>- Haushalts- Finanzvermögen zu Schulden (%)</li> <li>- Schuldendienst zu Einkommen für Haushalte (%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ECB</li> <li>- EBA,</li> <li>- Eurostat,</li> <li>- EMF</li> <li>- nationale Behörden</li> </ul>

Quelle: ESRB (2019), Just/Salzberger (2024)

## Erstveröffentlichung des Beitrages:

Just, T. und Salzberger, H. (2024) Strukturelle und zyklische Risiken auf internationalen Wohnungsmärkten. *Wirtschaftliche Freiheit* 25.05.2024, <https://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=36969> [Zugriff am 27.05.2024].

### Prof. Dr. Tobias Just FRICS

IRE|BS Immobilienakademie GmbH  
Kloster Eberbach  
65346 Eltville  
Telefon: 06723 9950-30  
E-Mail: [tobias.just@irebs.de](mailto:tobias.just@irebs.de)  
[www.irebs-immobilienakademie.de](http://www.irebs-immobilienakademie.de)



Prof. Dr. Tobias Just FRICS ist Wissenschaftlicher Leiter und Geschäftsführer der IRE|BS Immobilienakademie und Lehrstuhlinhaber für Immobilienwirtschaft an der Universität Regensburg.

### Hannah Salzberger

IRE|BS International Real Estate Business School  
Universitätsstr. 31  
93053 Regensburg  
Telefon: 0941 943-5773  
E-Mail: [hannah.salzberger@wiwi.uni-regensburg.de](mailto:hannah.salzberger@wiwi.uni-regensburg.de)  
[www.irebs.de](http://www.irebs.de)



Hannah Salzberger erlangte 2023 ihren M.Sc. der Immobilienwirtschaft (IRE|BS, Universität Regensburg) und arbeitet dort seitdem als wissenschaftliche Mitarbeiterin am Lehrstuhl für Immobilienwirtschaft (Prof. Dr. Tobias Just).