

Der Wohnungsmarkt in Wien seit der Finanzkrise 2008: Eine Untersuchung auf die mögliche Entstehung einer Immobilienpreisblase als Folge einer Überbewertung von Immobilien

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades
„Master of Science“

eingereicht bei
Prof. Dr. Gerrit Leopoldsberger

Mag. Margit Bohrn

9926050

Wien, am 11.02.2015

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **MAG. MARGIT BOHRN**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "Der Wohnungsmarkt in Wien seit der Finanzkrise 2008: Eine Untersuchung auf die mögliche Entstehung einer Immobilienpreisblase als Folge einer Überbewertung von Immobilien", 94 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich diese Master These bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 11.02.2015

Unterschrift

Inhalt

1. EINLEITUNG	1
1.1. Problemstellung	1
1.2. Zielsetzung	2
1.3. Methodik und Aufbau der Arbeit	2
2. IMMOBILIENPREISBLASE: DEFINITION UND THEORETISCHE GRUNDLAGEN	5
2.1. Entstehung von (Immobilien-) Krisen im historischen Kontext	6
2.2. Die US- Immobilienkrise (Subprime)	10
2.2.1. Von der „New Economy“ zum Vorlauf einer Immobilienkrise	10
2.2.2. Beginn und Auswirkungen der Immobilienkrise	13
2.3. Allgemeine Rückschlüsse aus der US-Subprime-Krise auf eine Blasenbildung am Immobilienmarkt	16
2.3.1. Aus volkswirtschaftlicher Sicht	16
2.3.2. Aus rechtlicher Sicht	18
2.3.3. Aus Sicht der Investoren	19
2.4. Definitionsversuch des Begriffes „Immobilienpreisblase“	20
2.4.1. Robert James Shiller	22
2.4.2. Joseph Eugene Stiglitz	23
2.5. Kategorisierung der ökonomischen Herangehensweisen	25
2.5.1. Charttechnische Sichtweise	25
2.5.2. Fundamentale Sichtweise	27
2.5.3. Verhaltensbasierte Sichtweise	29
2.6. Phasen einer Immobilienpreisblase	31
2.6.1. Das Minsky Modell	33
2.7. Zusammenfassende Erklärungsansätze für das Entstehen von Immobilienpreisblasen	33
2.7.1. Makroökonomische Faktoren	34
2.7.2. Institutionelle Faktoren	34
2.7.3. Verhaltensbasierte Faktoren	35
3. DER IMMOBILIENPREIS	36
3.1. Das Liegenschaftsbewertungsgesetz	36
3.2. Discounted Cash- Flow- Verfahren	38
3.3. Marktwert und Preis	38
4. FUNDAMENTALPREISINDIKATOREN	39
4.1. Ermittlung des Fundamentalpreises	39

4.2.	Fundamentalpreisindikator für Wohnimmobilien für Wien und Gesamtösterreich	41
4.2.1.	Zusammensetzung des Fundamentalpreisindikators	41
4.2.2.	Der Fundamentalpreisindikator im Vergleich mit dem „UBS Swiss Real Estate Bubble Index“	43
4.2.3.	Der Fundamentalpreisindikator im Vergleich mit fundamentalen Bestimmungsfaktoren der Wohnungsmarktentwicklung in Deutschland	44
4.2.4.	EU-weite Preisindizes für Immobilienpreise und selbst genutztes Wohnungseigentum	46
4.3.	Zusammenfassende Interpretation der Ergebnisse	48
5.	DER WOHNUNGSMARKT IM ALLGEMEINEN	50
5.1.	Bestimmungsfaktoren des Wohnungsmarktes	50
5.2.	Wohnwertmerkmale	52
6.	DIE ENTWICKLUNG DES WIENER WOHNUNGSMARKTES	54
6.1.	Die Demographische Entwicklung	54
6.2.	Die Einkommensentwicklung	57
6.3.	Die Zinsentwicklung	58
6.3.1.	Inflation und Verbraucherpreisindex	61
6.4.	Die Baukosten	62
6.5.	Das Regulatorische Umfeld	63
6.6.	Die Leerstandsquote	64
6.7.	Die Neubauquote	65
7.	DIE ENTWICKLUNG DER IMMOBILIENPREISE IN WIEN	67
7.1.	Der Immobilienpreis im internationalen Vergleich	67
7.2.	Der Wiener Immobilienpreis	68
7.3.	Der Wiener Mietpreis	71
7.4.	Der Wiener Grundstückspreis	72
8.	GIBT ES EINE IMMOBILIENPREISBLASE IN WIEN?	74
8.1.	Rückschlüsse aus der charttechnischen Sichtweise	74
8.2.	Rückschlüsse aus dem Immobilienpreisindikator der OEnB und den Fundamentaldaten	76
8.3.	Rückschlüsse auf Basis der verhaltensbasierten Sichtweise	80
8.4.	Conclusio	81

9. ERGEBNIS	82
KURZFASSUNG	84
LITERATURVERZEICHNIS	86

1. Einleitung

Die Flucht der Investoren in vermeintlich sichere Anlagen hält auf Grund der immer noch nicht ausgestandenen Euro-Schuldenkrise an.

Nachdem die Europäische Union im Jahr 2013 nur ein leichtes reales Wachstum von 0,1%¹ verzeichnete, fürchten viele Anleger die ultra-expansive Geldpolitik der westlichen Notenbanken, die über kurz oder lang zu deutlich höheren Inflationsraten führen könnte. Sowohl private als auch institutionelle Investoren suchen daher seit ein paar Jahren verstärkt nach „realen“ Anlagen, weil sie mit der Haptik Schutz vor monetären Phänomenen verbinden.²

1.1. Problemstellung

Auch bleibt trotz teilweise starken Gewinnen auf dem Aktienmarkt die Nachfrage nach alternativen Kapitalanlagemöglichkeiten hoch. Immobilien stehen dabei nach wie vor im Fokus vieler Investoren. In diesem Zusammenhang titelte die Zeitschrift Format bereits im Jahr 2012 sinngemäß „Beim Immobilienboom in Wien ist kein Ende in Sicht. Preise und Mieten steigen weiter. Erstmals gibt es Warnungen vor einer Blase.“³ Obwohl zwischenzeitlich vom baldigen Ende der Eurokrise die Rede war,⁴ bleibt die konjunkturelle Entwicklung der Eurozone im zweiten Halbjahr 2014 angespannt. Die Frage nach der Gefahr einer Immobilienpreisblase bleibt daher weiterhin aktuell. Mit einem Plus von 39 Prozent verzeichnete die Nationalbank zwischen Anfang 2007 und Mitte 2013 im Euroraumvergleich die stärksten Preisanstiege bei Wohnimmobilien, wobei der Anstieg in Wien deutlich markanter ausfiel als in den anderen Bundesländern.⁵

¹ Vgl. Statistik Austria (2014), S 1.

² Vgl. Just / Möbert / Heinrich (2014), S 1.

³ Vgl. Otmar Lahodynsky (2012), S 1.

⁴ Spanien und Portugal konnten den Euro-Rettungsschirm verlassen und im Mai 2014 wurde von der EU-Kommission noch ein Wachstum der Eurozone von 1,2 % prognostiziert.

⁵ Vgl. Leo Himmelbauer (2014), S 1.

1.2. Zielsetzung

Die Gründe für einen Preisanstieg am Immobilienmarkt und die daraus resultierende Möglichkeit einer Immobilienblase sind vielfältig. Dabei bedarf es ausgehend vom Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers und der darauf folgenden US-Subprime-Krise im Jahr 2008 einer eingehenden wissenschaftlichen Untersuchung der fundamentalen Indikatoren, anhand derer das Entstehen von Immobilienpreisblasen erkennbar ist. Denn ein starker Preisanstieg allein rechtfertigt nicht zwingend die Existenz einer Blasenbildung. Entscheidend ist vielmehr, ob die Preisanstiege durch sogenannte Fundamentalfaktoren gerechtfertigt sind oder ob diese auf Übertreibungen beruhen. Zu diesen Fundamentalfaktoren zählen unter anderem die demografische Entwicklungen, das allgemeine Wohlstandsniveau, institutionelle Faktoren (Steuern, Wohnbauförderung, Entwicklungsstand des Finanzsystems), die Verfügbarkeit von Grund und Boden, Präferenzen (wachsende Wohnansprüche), sowie die zu erwarteten Erträge (aus Mieten) oder Zinsen.⁶

Als Umkehrschluss stellt sich daher einerseits die Frage, ob allein auf Basis der Auswertung von Fundamentalfaktoren eine Immobilienpreisblase diagnostizierbar ist. Die Untersuchung schließt daher auch den Einfluss massenpsychologischer Phänomene mit ein. Andererseits soll unter Betrachtung der Immobilienpreisentwicklung in Wien, beginnend mit der Finanzkrise 2008 bis zum Jahre 2014, die Existenz oder das Potential einer Immobilienpreisblase am Wiener Immobilienmarkt erforscht werden. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse sollen auch als Hilfestellung bei Ankaufsentscheidungen von Immobilien- und Grundstücks- Investitionen dienen.

1.3. Methodik und Aufbau der Arbeit

Am Beginn dieser Arbeit erfolgt eine Auseinandersetzung mit dem Begriff „Immobilienpreisblase“ und dessen verschiedene Definitionen und

⁶ ÖIZ (2014), S 14.

theoretische Grundlagen. Anhand der Entstehung der Sub-Prime in den USA wird versucht den Ablauf und die Gefahr einer Preisblase am Immobilienmarkt darzulegen. Im Rahmen dieser Analyse mit historischem Kontext soll vor allem die Bedeutung des Verhaltens der Marktteilnehmer erforscht werden. Darauf aufbauend werden die verschiedenen ökonomischen Herangehensweisen kategorisiert um anschließend in verschiedenen Erklärungsansätze einzufließen.

In einem weiteren Schritt folgt eine Untersuchung der Immobilienpreisbildung und der grundsätzlichen Eignung des österreichischen Fundamentalpreisindikators. Letzteres erfolgt anhand eines Vergleiches mit ähnlichen Instrumenten in der Schweiz und in Deutschland.

Aufbauend auf den gewonnenen wissenschaftlichen Aspekten wird der Wohnungsmarkt danach zuerst allgemein und dann im speziellen für den Großraum Wien anhand von Zahlen und Fakten größtenteils graphisch dargestellt. Diese Daten wurden dabei zu einem Gutteil unter Zuhilfenahme der Internetsuche von der Statistik Austria und der Österreichischen Nationalbank bezogen. Auch bei der Heranziehung anderer Quellen, wie beispielsweise die am Markt vertretenen und anerkannten Immobilienplattformen, wurde stets auf deren qualitative Eignung geachtet.

Unter Auswertung der gesammelten Daten folgt abschließend ein Rückschluss anhand von differenzierten wissenschaftlichen Sichtweisen auf die Existenz einer Immobilienpreisblase am Wohnungsmarkt in Wien. Dabei bezieht sich das Ergebnis lediglich auf die Entwicklung der letzten Jahre bis zum Abschluss der Arbeit im Dezember 2014. Gerade aufgrund der aktuellen Unsicherheiten und Turbulenzen der wirtschaftlichen Entwicklung in der Eurozone werden Fragen wie „Was wäre wenn?“ tunlichst vermieden um ein aus wissenschaftlicher Sicht aussagekräftiges Ergebnis beizubehalten.

Neben dem Internet als Quelle für aktuelle Daten und internationale Literatur wurde auch die Literatur aus dem Bestand der Bibliotheken der

Technischen-, Haupt- und Wirtschaftsuniversität in Wien sowie der Fachhochschule der Wirtschaftskammer in Wien herangezogen.

2. Immobilienpreisblase: Definition und theoretische Grundlagen

Um die Existenz einer Immobilienpreisblase überhaupt feststellen zu können, bedarf es zu Beginn einer eingehenden Auseinandersetzung mit der Definition an sich. Dazu ist eine abstrakte Betrachtung des Phänomens einer Preisblase bzw. einer Blasenbildung, losgelöst vom Immobilienmarkt notwendig.

Blasen treten beispielsweise an Rohstoffterminbörsen sowie auch am Finanzmarkt auf. Grundsätzlich stellt eine Blase einen in sich selbst verstärkenden Trend dar, der aufgrund von übertriebener Nachfrage entsteht. Diese übersteigt dabei den eigentlichen Realwert, weshalb von einer Blasenbildung gesprochen wird. Wann diese vorliegt ist vor allem von der Bewertung verschiedener Marktindikatoren abhängig. Deren Gewichtung und Betrachtung führt zu teilweise fundamental unterschiedlichen Definitionen und Ergebnissen.

Da aus wissenschaftlicher Sicht noch keine einheitliche Definition über eine Blasenbildung vorliegt, ist insbesondere durch voneinander zu differenzierende historische Krisen bedingt. Hinzu kommen im wirtschaftlichen Bereich liegende länderspezifische Besonderheiten. Aus methodischer Sicht ist es daher nicht vorstellbar, eine einheitliche Definition für Preisblasen derart zu objektivieren, dass diese auf verschiedene Märkte anwendbar ist. Selbst wenn für jeden einzelnen Markt eine eigene Definition zur Blasenbildung existiert, bedarf es zusätzlich einer genauen Auseinandersetzung mit den wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Besonderheiten der verschiedenen Kulturkreise bzw. Nationalitäten. Dabei spielt neben den wirtschaftlichen Kennzahlen auch die Vertrauensbildung der einzelnen Marktteilnehmer eine zentrale Rolle. Auch unterschiedliche rechtliche Rahmenbedingungen dürfen nicht gänzlich außer Acht gelassen werden. Die Ausblendung dieser Faktoren hat in der Vergangenheit immer wieder zu Fehlbewertungen geführt.

Um sich einer möglichst hinreichend genauen Definition auf dem Wiener Immobilienmarkt nähern zu können ist es allerdings aus empirischer Sicht unumgänglich, aus vergangenen Krisen objektivierbare Schlüsse in die Beurteilung existenter oder zukünftiger Preisblasen miteinzubeziehen. Dieses Kapitel verfolgt daher das Ziel, die aus den größten historischen Krisen bedingten Definitionen hinsichtlich ihrer Relevanz für die Beurteilung einer Immobilienpreisblase auf dem Wiener Wohnungsmarkt zu untersuchen.

2.1. Entstehung von (Immobilien-) Krisen im historischen Kontext

Als Auslöser für das Entstehen von (Immobilien-) Preisblasen und der darauf oftmals folgenden Finanzkrisen gelten:

- Informationsbedingte Gründe wie Kriegsausbruch oder Missverhalten von Staaten,
- spekulative Verursachungsformen wie die Tulpenmanie von 1630 oder die New Economy-Blase Ende der 1990er Jahre,
- fundamentalwertbedingte Gründe wie die Wachstumstheorie der 1960er Jahre, welche auf falschen Vorstellungen basierte,
- geldpolitische Ursachen durch beispielsweise expansive Geldpolitik der Zentralbanken,
- kreditfinanzierungsbedingter Auslöser wie die Kreditvergabepraktiken von Geschäftsbanken,
- „Moral Hazard“ – Aktionen, die ein Vertragspartner unbemerkt vom anderen Vertragspartner zu dessen Nachteil und zum eigenen Vorteil unternimmt,
- Herdenverhalten im Sinne der Beeinflussung des Verhaltens einer Person durch den Druck einer Gruppe wie es auf dem Finanzmarkt immer wieder erkennbar ist („Monkey see, monkey do“)⁷.

Diese Gründe führen zu einer Fehlbewertung des Spekulationsobjekts und sind grundsätzlich seit jeher global und in allen Volkswirtschaften möglich.

⁷ Vgl. Mannsberger Christian (2009), S 8ff.

Weiters veranschaulicht folgende Tabelle, dass hinsichtlich des Spekulationsobjekts keine Grenzen erkennbar sind:

Jahr	Land	Spekulationsobjekt
1557	Frankreich, Österreich, Spanien	Anleihen
1636	Holland	Tulpen
1720	Frankreich	Compagnie d'Occident
1720	England	Südseeengesellschaft
1763	Holland	Waren
1773	England	Grundbesitz
1793	England	Kanalnetz
1797	England	Wertpapiere, Kanalnetz
1799	Deutschland	Waren im Allgemeinen
1811	England	Exportobjekte
1815	England	Exporte und Waren
1819	USA	Produktionsunternehmen im Allgemeinen
1825	England	Lateinamerikanische Anleihen, Mienen, Wolle
1836	England	Wolle, Eisenbahn
1838	Frankreich	Wolle, Bauvorhaben
1848	Europäisches Festland	Eisenbahn, Weizen, Immobilien
1857	USA	Eisenbahn, Land
1857	Europäisches Festland	Eisenbahn, Schwerindustrie
1873	USA	Eisenbahn
1882	Frankreich	Bankaktien
1890	England	Argentinische Aktien
1893	USA	Silber, Gold
1907	USA	Union Pazifik
1920	England, USA	Wertpapiere, Schiffe, Rohstoffe, Waren
1929	USA	Aktien
1974/75	Weltweit	Aktien, Bürogebäude, Tanker, Luftfahrt
1980	Weltweit	Gold, Silber, Platin
1987	Weltweit	Aktien
1990	Japan	Aktien, Immobilien
2001	Weltweit	Technologieaktien
2007/08	Weltweit	Immobilien, strukturierte Wertpapiere

Abb. 1: Historische Finanzkrisen⁸

⁸ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 11, 12.

Aus der Tabelle wird ersichtlich, dass die „Immobilienkrise“ nicht erst ein Phänomen der Neuzeit ist („Sub-Prime-Krise 2008“), sondern bereits in den vorangegangenen Jahrhunderten auftrat. Die Finanzkrisen vor dem 20. Jahrhundert beschränkten sich allerdings meist auf einzelne Staaten und beeinflussten anderer Länder nur geringfügig. Mit der internationalen Liberalisierungswelle auf den Finanz- und Gütermärkten ab Mitte des 20. Jahrhunderts wurden allerdings Zollschränken und Handelsbarrieren systematisch abgebaut. Dies führte zu dem heute hohen Maß an Integration der Finanzmärkte unter den Industrienationen. Neben den vorangegangenen Vereinbarungen wie die Grundfreiheiten in den Verträgen der Europäischen Union oder die Allgemeinen Zoll- und Handelsabkommen (besser bekannt als „GATT“), wird aktuell unter anderem über ein transatlantisches Freihandelsabkommen zwischen der EU und der USA verhandelt. Ein Ende der Globalisierungstendenzen ist daher nicht in Sicht. Diese Entwicklung birgt aber auch das Risiko eines Ansteckungseffekts, der ausgehend von einer nationalen Finanzmarktinstabilität zu einer Schieflage mit systematischer Relevanz führen kann.⁹

Gleichzeitig zeigt „Abbildung 1“, dass eine durch Blasenbildung ausgelöste Finanzkrise immer wieder mit der Entwicklung neuer Technologien einhergeht. Die Entwicklung der Textilindustrie in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts, als auch technische Innovationen im Bereich der Computer-Internet- und Telekommunikationstechnologie Ende des 20. Jahrhunderts führten aufgrund übertriebener Euphorie zu erheblichen Fehlbewertungen der Anleger.¹⁰ Auch in jüngerer Vergangenheit wurde von verschiedenen Finanzmarktanalysten vor einer Börsenblase rund um „3D-Drucker“ gewarnt.¹¹ Dabei spielt vor allem die Unsicherheit bei der Einschätzung des Zukunftspotentials und das zuvor genannte Herdenverhalten eine entscheidende Rolle. Solange das Vertrauen der Marktakteure in die hohen Gewinnerwartungen anhält, wird von einer sogenannten „Boom-Phase“ gesprochen. Der Expansionsdrang vieler Unternehmen (die durch die Börsengänge erzielte Liquidität wird in den Ankauf weiterer börsennotierte

⁹ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 13.

¹⁰ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 14.

¹¹ Vgl. Kalenda Florian (2013), S 1.

Unternehmen investiert) sorgt dabei für immer wiederkehrende Höhenflüge und begünstigt somit die Erfolgsaussichten der Analysten.

Ein Beispiel ist die „Dotcom-Blase“ in der sich viele Unternehmenswerte wie jener des Mobilfunkanbieters „Mobilcoms“¹² innerhalb weniger Monate vervielfachten. Diese Entwicklung wurde von den Medien aufgegriffen und führte zu einer deutlich erhöhten Nachfrage, der vormals am Aktienmarkt nicht aktiven Neuanleger. Am Höhepunkt, dem 13. März 2000, der Tag des Infineon-Börsengangs, wurden so viele Infineon Aktien gehandelt, dass die Handelssysteme der Frankfurter Wertpapierbörse und damit zugleich die Orderverarbeitungen einiger Bankhäuser zusammenbrachen.¹³ Diese sogenannte „New Economy- Euphorie“ hielten viele Banker, Anleger und Journalisten für eine unerschöpfliche Goldgrube. Dabei wurde vor allem angenommen, dass sich die Bedeutung der Warenproduktion als „Old Economy“ zu den Dienstleistungen als „New Economy“ verlagern werde. Nicht die Waren der industriellen Massenfertigung, wo Angebot und Nachfrage den Preis bestimmen, sondern webbasierte Dienste deren Preise sich anhand ihrer Verfügbarkeit messen, wurden als die Wachstumsbörse schlechthin propagiert. Doch weil die Aufnahmekriterien zu lasch waren, die Banken trotz hochriskanter Unternehmungen ihre Geschäftschance witterten und sich die Skandale infolge krimineller Machenschaften häuften, erkannten viele Anleger erstmals ihre Fehlinvestitionen. Die daraus resultierenden Panikverkäufe führten schließlich zum Platzen der „Dotcom-Blase“, woraufhin Milliarden von Dollars und Euros innerhalb kürzester Zeit vernichtet wurden. Letztlich wurde die „New Economy“ zum Sinnbild für die Sprunghaftigkeit der Börsen und schreckt bis heute viele Anleger davor ab, Geld in Aktien zu stecken.¹⁴

Als ein zentrales Merkmal für das Auftreten fast aller in „Abbildung 1“ ersichtlichen Finanzkrisen fungieren Preisschwankungen bei Vermögensgütern. Starke und steile Preisanstiege im Vergleich zu der Entwicklung der Realwerte signalisieren dabei eine Fehlbewertung. Hierbei

¹² Der Unternehmenswert kletterte alleine im ersten Unternehmensjahr um 2800 Prozent (Quelle: www.focus.de)

¹³ Vgl. Glebe Dirk (2008), S 105, 106.

¹⁴ Vgl. Focus Online Money (2012), S 1.

ist das Preisniveau oft nicht mehr fundamental begründet. Die ebenfalls einsetzenden Panikverkäufe führen zu einem Kursverfall der Vermögensgüter und können finanzielle Engpässe bei Banken und Unternehmen auslösen. Dies stellt wiederum eine Gefahr für die gesamte Volkswirtschaft dar.¹⁵ Als Beispiel hierfür dient die „Subprime-Krise“, deren weitergehenden Folgen bis heute (2014) noch nicht ausgestanden sind.

2.2. Die US- Immobilienkrise (Subprime)

Das vorangegangene Kapitel diente als Überblick über das Wesen der allgemeinen Finanz-(markt)-krise anhand historischer Beispiele und unter Betrachtung verschiedener krisenbegünstigender Faktoren. In diesem Kapitel hingegen soll die Gefahr einer Blasenbildung auf dem Immobilienmarkt im Speziellen und dessen Bewertung als krisenauslösendes Vermögensgut anhand der „Subprime-Krise“ aus dem Jahr 2007/08 näher untersucht werden.

2.2.1. Von der „New Economy“ zum Vorlauf einer Immobilienkrise

Obwohl Alan Greenspan¹⁶ bereits im Dezember 1996 vor einem „irrationalen Überschwang“¹⁷ warnte, wurde den Exzessen an den Finanzmärkten bis zum Platzen der „Dotcom- Blase“ nichts im Rahmen einer aktiven Geldpolitik entgegengesetzt. Nach dem Ende der „New Economy“ und den Terroranschlägen vom 11. September 2001 versuchte die USA einer Rezession gegenzusteuern. Dazu senkte die amerikanische Notenbank kontinuierlich den Leitzins auf 1% bis zum Jahr 2003 herab. Im Sinne der keynesianischen Politik stärkte die Zurverfügungstellung billigen Geldes den Willen der Konsumenten und der Bankwirtschaft, Kredite aufzunehmen bzw. zu vergeben und löste gleichzeitig eine Jagd nach Rendite aus.¹⁸ Die Banken vergaben dabei auch an Menschen aus den einkommensschwachen Bevölkerungsschichten im großen Stil Kredite. Selbst diese Einkommen wurden aufgrund der niedrigen Zinsen für die

¹⁵ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 16.

¹⁶ Von 1987 bis 2006 Vorsitzender der US-Notenbank (Quelle: Wikipedia).

¹⁷ Eine Erläuterung des Begriffes „irrationaler Überschwang“ findet sich in Kapitel 2.5.3

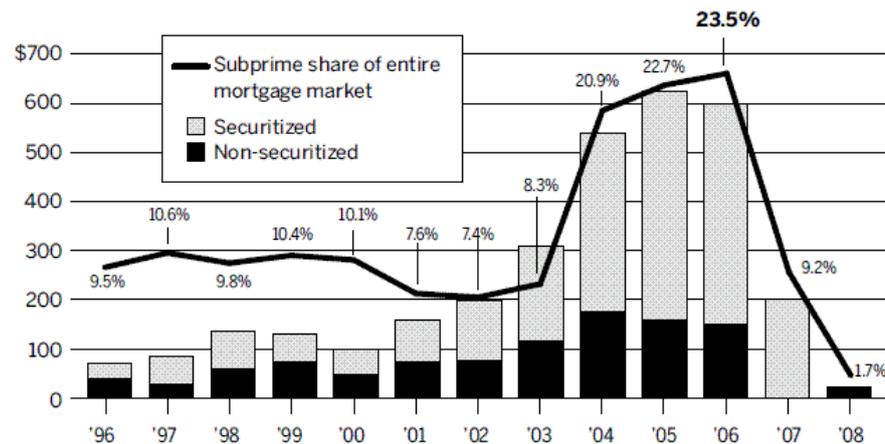
¹⁸ Vgl. Berg Bernd (2008), S 222.

Tilgung des Kapaldienstes als ausreichend angesehen. In den meisten Fällen wurden die Kredite allerdings lediglich mit der finanzierten Immobilie hypothekarisch besichert.¹⁹

Subprime Mortgage Originations

In 2006, \$600 billion of subprime loans were originated, most of which were securitized. That year, subprime lending accounted for 23.5% of all mortgage originations.

IN BILLIONS OF DOLLARS



NOTE: Percent securitized is defined as subprime securities issued divided by originations in a given year. In 2007, securities issued exceeded originations.

SOURCE: Inside Mortgage Finance

Abb. 2: Anteil der Subprimes an der gesamten Hypothekenvergabe²⁰

Die obige Abbildung veranschaulicht das Verhältnis der durch die Banken vergebenen „Subprimes“, also der zweitklassigen Hypotheken, zu dem Gesamtvolumen aller Hypotheken am Markt in den Jahren vor der Krise. Durch die schwarze Untermauerung wird zudem die fehlende Absicherung durch Realwerte sichtbar.

Gepaart mit der ohnehin lockeren Kreditvergabepolitik der Banken löste eine kontinuierlich wachsende Bevölkerungsentwicklung einen regelrechten Boom am Immobilienmarkt aus. Daher wuchs der Markt für Immobilienkredite bei Kunden mit schwacher Bonität bis Ende 2006 stetig an. Durch die steigende Immobiliennachfrage stiegen auch die Immobilienpreise was sich wiederum positiv auf die Immobilie als

¹⁹ Vgl. Pohl Mark (2009), S 19.

²⁰ Quelle: „The financial crisis inquiry report“ (2011), S 70 Abb. 5.2.

Kreditsicherheit auswirkte. Diese Entwicklung wurde von den Banken genutzt, um den Schuldern Zusatzkredite (als zweitrangige Hypothek) zu gewähren. Die Kredite selbst wurden von den Banken im großen Stil verbrieft und über den Kapitalmarkt an andere Investoren weiterverkauft.²¹ Unter den Abnehmern fanden sich auch viele europäische Investoren, was das rasche „Überschwappen“ der Krise auf den europäischen Raum erklärt. Größtenteils wurden hierfür „Asset Backed Securities“ (kurz ABS) bzw. „Mortgage Backed Securities“ (kurz MBS) oder sonstige durch Hypothekarkredite gesicherte Anleihen verwendet.

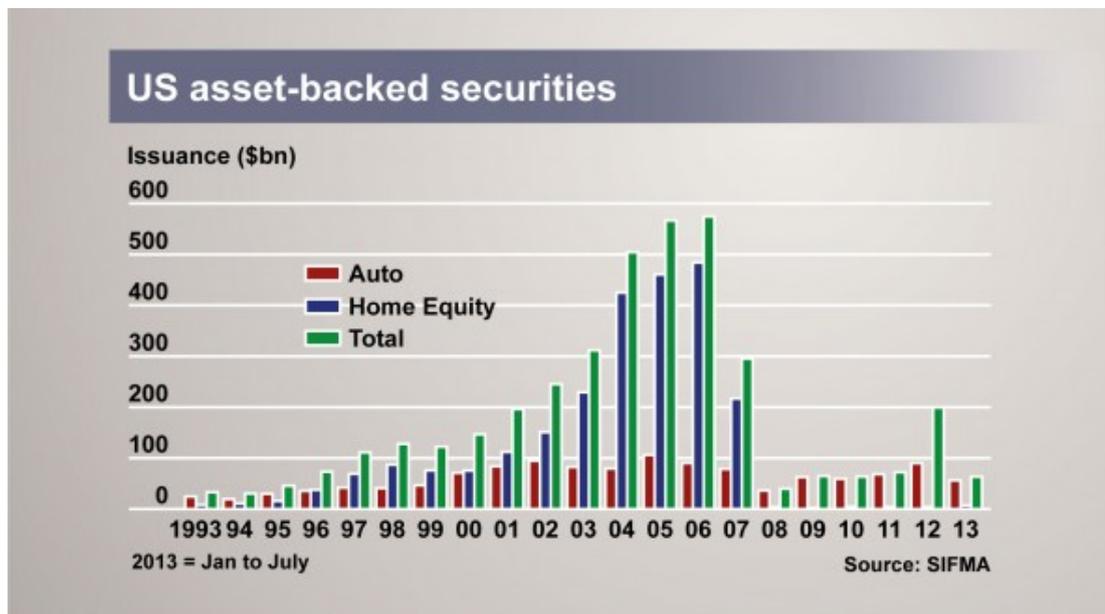


Abb. 3: Die Entwicklung der Verbriefung von Hypotheken in „Asset backed Securities“²²

„Abbildung 3“ veranschaulicht den stetigen Zuwachs von „Asset Backed Securities“ im Bereich der Eigenheimkredite von der Jahrtausendwende bis zum Platzen der Immobilienblase im Jahr 2007.

Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass das System der Investmentbanken sehr prozyklisch funktioniert. Ist das Geld also infolge niedriger Zinsen billig, haben Banken ein großes Interesse, überschüssiges Geld zu verleihen oder dergleichen. In dieser Zeit konnten Banken auf Grund der in „Abbildung 3“ ersichtlichen Volums-Steigerung strukturierter

²¹ Vgl. Glebe Dirk (2008), S 114; Pohl Mark (2009), S 19.

²² Quelle: <http://blogs.ft.com/ft-long-short/tag/mortgages/>, abgerufen am 19.11.2014

Produkte hohe Gewinne einstreifen. Allerdings mussten diese als „sicher“ gelten, um überhaupt weiterverkauft werden zu können.²³

Die Bewertung der Sicherheit wurde durch sogenannte „Ratingagenturen“ übernommen. Sie bildeten Vertrauen, indem sie den verbrieften und strukturierten Subprime-Krediten eine sehr geringe Ausfallswahrscheinlichkeit bescheinigten. Die durch die positiven Bewertung gelockten institutionellen als auch privaten Anleger versprachen sich dabei eine hohe Rendite, weshalb die später als „toxisch“ bezeichneten Papiere zu einer beliebten Anlageform avancierten. Das von den Ratingagenturen insbesondere bei den Subprime-Krediten unterschätzte Risiko war aus heutiger Sicht eine wichtige Ursache für das Entstehen der Finanzkrise.²⁴ Weiters konnten die Banken die Ausfallrisiken der strukturierten Produkte über sogenannte „Credit Default Swaps“ (CDS) versichern lassen.²⁵

Auf dem Höhepunkt des Immobilienbooms glaubte die Mehrzahl der Menschen in den USA, dass die Immobilienpreise nur mehr steigen könnten. Die daraus resultierende Inflation trug auch maßgeblich zur Steigerung des US-Amerikanischen Bruttoinlandsprodukts bei und stellte somit einen nicht zu unterschätzenden Wirtschaftsfaktor dar. Selbst im März 2007, als die kommende Krise bereits absehbar wurde, kämpften allein 32 Anbieter von Subprime-Krediten um die Gunst der unteren Bevölkerungsschichten.²⁶

2.2.2. Beginn und Auswirkungen der Immobilienkrise

Entsprechend dem Ansatz der keynesianischen Politik, während der Krise die Wirtschaft durch niedrige Zinsen anzukurbeln, versuchte die Federal Reserve (die US-Notenbank), beginnend mit Juni 2003 die im Immobilienboom anhaltenden Nachfrage zu dämpfen. Durch ein

²³ Vgl. Zumtobel Stephan (2008), S 49.

²⁴ Vgl. Konrad Adenauer Stiftung (2009), S 1.

²⁵ Vgl. Zumtobel Stephan (2008), S 49.

²⁶ Vgl. Berg Bernd (2008), S 223.

sukzessives Anheben der Leitzinsen sollte finanzpolitisch der entfesselten Nachfrage am Immobilienmarkt gegengesteuert werden.²⁷

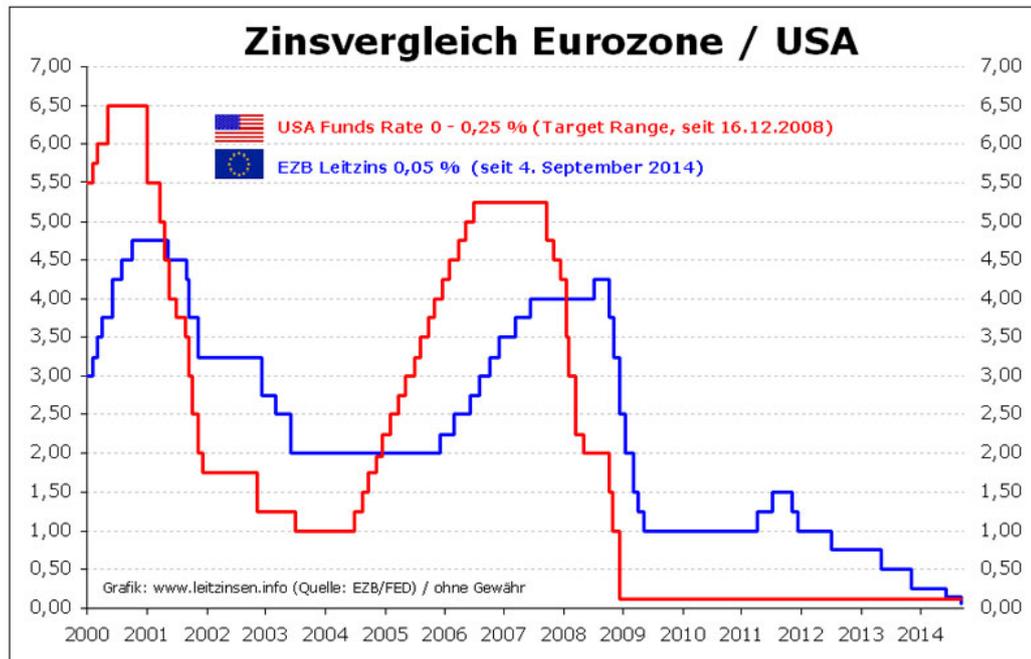


Abb. 4: Zinsvergleich zwischen der Eurozone und der USA²⁸

In „Abbildung 4“ wird ersichtlich, dass Europa zwar etwas zeitversetzt, aber im Grunde die gleiche finanzpolitische Strategie wie die USA verfolgte. Mit der Anhebung der Zinsen begannen allerdings auch erstmals seit 20 Jahren die Nachfrage und somit auch die Immobilienpreise leicht zu fallen. Die steigenden Zinsen mündeten in einer höheren Zinslast, was sich negativ auf die Zinsausfallsrate (Default Rate) von Hypotheken auswirkte. So konnten gerade jene Kreditnehmer mit niedriger Kreditwürdigkeit die Zinslast nicht mehr tragen und brachen infolge dessen ihre Kreditvereinbarungen mit den Banken.²⁹ Infolge des Anstiegs der kurzfristigen Zinssätze von etwa 1 % in 2003 auf 5,75 % in 2007 (siehe „Abbildung 4“), erwiesen sich dabei insbesondere Kredite mit variablen Zinssätzen sowie Hybridstrukturen (sogenannte „Subprime Mortgages“) als problematisch. Um die entsprechenden Mehrbelastungen zu bedienen, wurde diese neuen Hypothekenarten unter der Annahme geschaffen, das

²⁷ Vgl. Zumtobel Stephan (2008), S 48; Pohl Mark (2009), S 20.

²⁸ Quelle: <http://www.leitzinsen.info/charts/ezbfed1.jpg> , abgerufen am 19.11.2014

²⁹ Vgl. Pohl Mark (2009), S 20

die betroffenen Kreditnehmer in der Zukunft mehr verdienen werden. In der Folge stellten die Banken die Darlehen fällig und viele Kreditnehmer konnten das Haus nicht ohne Hinnahme von Verlusten verkaufen. In vielen Fällen blieb als Ausweg nur noch die Privatinsolvenz. Für die als Sicherheit in Ihren Händen verbliebenen Häuser fanden die Banken kaum mehr Abnehmer und der Boom mündete in einem Überangebot am Immobilienmarkt, das auch eine niedrigere Bauaktivität in Wohngebieten zur Folge hatte.³⁰

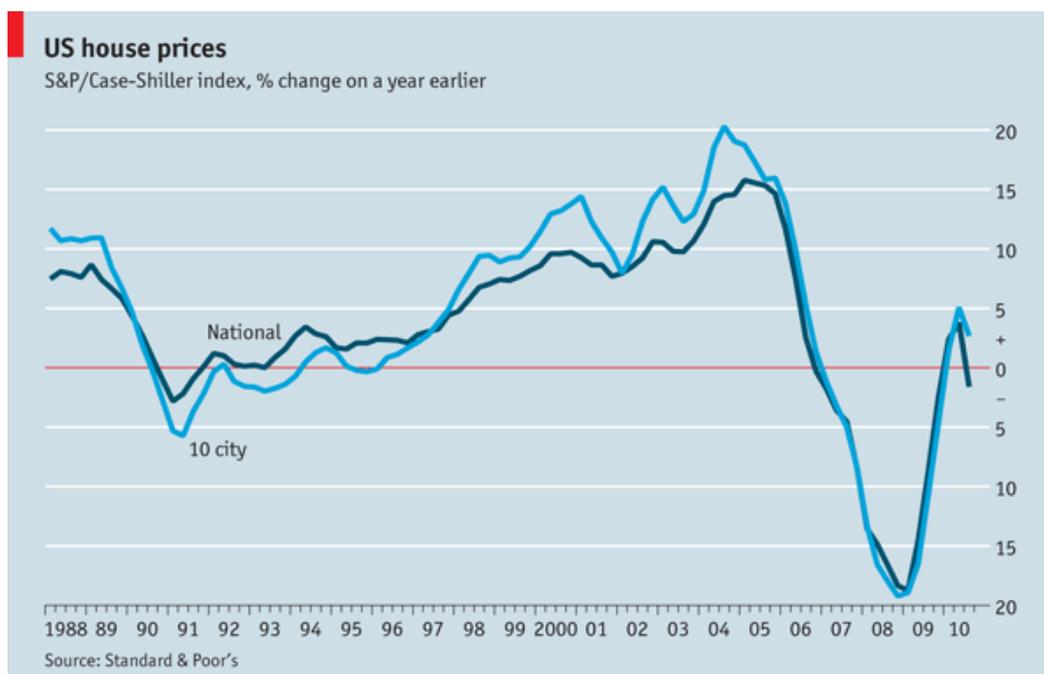


Abb. 5: Die Entwicklung der Häuserpreise in den USA³¹

Entsprechend dem deutlichen Rückgang der Hausverkäufe brachen auch die Preise auf dem US-Häusermarkt ein (siehe „Abbildung 5“). Dies hatte verheerende Folgen für einzelne mit dem Immobilienmarkt verbundene Marktteilnehmer. Gerade die Bankwirtschaft hatte durch die Securitisation³² von Hypotheken eine sehr einträgliche Form des Geschäftes gefunden. So konnten beispielsweise bei Subprime-Hypotheken weitaus höhere Gebühren in Rechnung gestellt werden, als für die Vergabe von normalen Hypotheken. Selbst für jene Konsumenten, die

³⁰ Vgl. Bloss, Ernst, Häcker, Eil (2009), S 27, 28.

³¹ Quelle: http://media.economist.com/sites/default/files/imagecache/original-size/20101204_WOC745.gif, abgerufen am 30.11.2014

³² Unter „Securitisation“ wird die Ausstellung von handelbaren Wertpapieren verstanden.

sich eine Immobilie schlichtweg nicht leisten konnten, wurden die zuvor genannten „Subprime Mortgages“ erfunden.³³

Da die Sicherheiten für die Banken nicht als Kredittilgung ausreichten, kam es zu massiven Wertabschreibungen von Krediten bzw. Wertpapieren. Kurz nach der Insolvenz zweier Hedge-Fonds der Investmentbank „Bear-Stearns“ im Juni 2007, wurden die verbrieften ABS und CDOs von den Ratingagenturen über Nacht stark abgewertet und zu „Junk-Bonds“ herabgestuft. Bear-Stearns wurde zwar von JPMorgan Chase & Co mit Hilfe der US-Notenbank Federal Reserve übernommen, allerdings schitterten zahlreiche kleinere Banken in die Insolvenz. Da sich die Banken untereinander nicht mehr vertrauten, folgte eine globale Finanz- und Liquiditätskrise, die zu einem Zusammenbruch des Kreditmarktes führte. Dabei versuchte die amerikanische Regierung anfänglich die Folgen des Platzens der Immobilienblase durch die Milliarden Dollar gestützte Rettung dreier Bankhäuser (Bear Stearns, Freddie Mac und Fannie Mae) einzudämmen. Als in der Folge allerdings auch Lehman Brothers gerettet werden sollte, war der politische Druck bereits derart hoch, das auch der Grundsatz „too big to fail“ nichts mehr an der dramatischen Situation ändern konnte. Lehmann Brothers ging in Insolvenz und die Krise nahm ihren Lauf.³⁴

2.3. Allgemeine Rückschlüsse aus der US-Subprime-Krise auf eine Blasenbildung am Immobilienmarkt

Da die Erkenntnisse aus der Subprime-Krise in die spätere Untersuchung des Wiener Wohnungsmarkts einfließen sollen, wird in diesem Kapitel eine Abstrahierung der wesentlichen Faktoren vorgenommen.

2.3.1. Aus volkswirtschaftlicher Sicht

Die geldpolitischen Akteure orientierten sich nach dem Platzen der Dotcomblase insbesondere an John Maynard Keynes und wollten mit

³³ Vgl. Zumtobel Stefan (2008), S 55.

³⁴ Vgl. Pohl Mark (2009), S 21.

Zinsen auf Niedrigstniveau die Konjunktur stimulieren. Dabei stand vor allem die Angst vor einem Ausgreifen der Gefahrenherde auf die Gesamtwirtschaft im Mittelpunkt. Passend dazu hielt der frühere Chefökonom der EZB, Otmar Issing im Bewusstsein des Risikos fest: „Der sehr expansive Kurs der Geldpolitik hat die Liquidität global wie im Euroraum stark erhöht. Die hohe Liquidität birgt ein inflationäres Potential in sich. Sie hat auch beigetragen, dass bei der Jagd nach Renditen die Risikoprämien so abgeschmolzen sind, dass sie für viele Anlagen das wirkliche Risiko nicht angemessen abbilden.“ Die Lenkung und Stimulierung der Kaufkraft führen daher mittels niedriger Zinsen zwar einerseits auch zu höheren Preisen für Immobilien, diese werden allerdings aufgrund der sinkenden Finanzlast und dem Streben nach Realwerten im Rahmen der expansiven Geldpolitik nahezu unabwegig in Kauf genommen. Es gilt das Motto: „Kaufe oder baue heute, denn morgen ist es schon wieder teurer geworden“. Dem zu niedrigen Preis für Kapital entsprechend kommt es zu einem falschen Produktionsaufbau der erst im Zuge des im Konjunkturaufschwung anziehenden Zinses aufgedeckt wird. Dabei zeigt die Subprime-Krise, dass der einsetzende Anpassungsprozess infolge der Anhebung des Zinsniveaus durch die Zentralbanken geradezu das Gegenteil einer dämpfenden Wirkung zur Folge haben kann. Werden die Zinsen wie in „Abbildung 4“ ersichtlich in nahezu gleichbleibenden Trippelschritten in einem bestimmten Rhythmus über einen längeren Zeitraum angehoben, kann dies von den Marktteilnehmern als prozyklisches Signal im Sinne von „verschulde dich lieber heute als morgen“ verstanden werden. Die Belastung im Immobilienbereich steigt dabei insbesondere bei variablen Zinsverträgen entsprechend an. Sobald in weiterer Folge die ersten Hypothekenschuldner ausfallen, kommt es zu einer Trendwende und einer negativen Zinsausfallsrate.³⁵

Auch aus diesem Grund versteht die Lehre der Monetaristen die Zinsrate als wichtiges Preissignal über die Abwägung der Marktteilnehmer, ob eine wirtschaftliche Handlung Sinn macht oder nicht. Gerade wenn der Zinssatz unter der Inflationsrate notiert deckt die Bankwirtschaft gezwungenermaßen ihren Verlust anderwärtig ab. Die dafür notwendige

³⁵ Vgl. Bloss, Ernst, Häcker, Eil (2009), S 29ff.

höhere Rendite bestimmt sich ihrerseits aus einem steigenden Risiko. Gleiches gilt auch für den Konsumenten der Geld verliert, wenn er es zu dem festgelegten Zinssatz der Zentralbank anlegt. Eine Senkung des Zinssatzes unter die Inflationsrate kann daher schädlich und marktverzerrend sein.³⁶

Nach einem staatlichen Markteingriff durch Zinssenkungen, verhindern die politischen und gesellschaftlichen Konstellationen oftmals eine notwendige und schnelle Reaktion. Für antizyklisches Handeln ist dieses allerdings unabdingbar. Die große Schwäche der Regulatoren ist daher, dass diese stets einen Schritt hinter der Wirtschaft bleiben. Somit steht die Subprime-Krise auch für die Risiken einer finanzpolitischen Stimulierung und die Grenzen der staatlichen Einflussnahme auf die Märkte.³⁷

2.3.2. Aus rechtlicher Sicht

Der Immobilienboom lässt sich allerdings nicht nur auf Preissteigerungen infolge finanzpolitischer Markteingriffe zurückführen. Wesentlichen Einfluss auf die Kreditvergabepraktiken hatte auch die Veränderung der rechtlichen Rahmenbedingungen auf den Hypothekenmärkten. Erst die weniger restriktiven Hypothekenkreditvergabeestandards erlaubten eine Kreditvergabe an Schuldner mit schlechter Bonität. Die daraus resultierende Fehlallokation trug zu den übertriebenen Hauspreissteigerungen bei und führte dadurch zu Instabilitäten des gesamten Finanzsystems.³⁸

Beispielweise wurden die Anforderungen an die Dokumentation der finanziellen Verhältnisse der Schuldner auf ein Minimum reduziert. Als Sicherheit diente die Immobilie selbst unter der Annahme dass deren Preis weiter steigen werde. Diese Fehleinschätzung ging so weit, das die Einkommenssituation der Kunden nicht mehr geprüft wurde und das LTV - Verhältnis („Loan to Value“) nahezu 100 % betrug. Selbst als nur noch der laufende Zinsdienst geleistet wurde und die Darlehenstilgung ausblieb,

³⁶ Vgl. Zumtobel Stephan (2008), S 65.

³⁷ Vgl. Zumtobel Stephan (2008), S 69, 114.

³⁸ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 102, 103.

wurde die Kreditvergabepraxis nicht geändert. Doch zeigt die bereits ungewöhnlich früh ansteigende Zahl von Zwangsversteigerungen, dass bereits in der Phase ansteigender Immobilienpreise viele Hypothek von privaten Haushalten nicht mehr bedient werden konnten. Folglich gerieten viele Haushalte bereits vor dem Abfall der Häuserpreise in Zahlungsschwierigkeiten.³⁹

Die Aufweichung der Hypothekenkreditvergabestandards der privaten Geschäftsbanken leistete somit einen essentiellen Beitrag zu der Immobilienkrise. Ob die Marktakteure daraus die richtigen Lehren gezogen haben ist angesichts aktueller Schlagzeilen fraglich. Erst am 13.8.2014 titelte das deutsche Medium „Handelsblatt“: „Nicht alle haben aus der Immobilienkrise gelernt: In den USA vergeben viele Autokonzerne Kredite an schlechte Schuldner – und verkaufen sie an Investoren weiter. Droht die nächste Subprime-Krise?“⁴⁰

2.3.3. Aus Sicht der Investoren

Ein gewichtiger Faktor für die Dimension der Immobilienkrise war die Verbriefung von Kreditforderungen. Dabei verkauften die Banken den Investoren eine von Ratingagenturen bewertete Kreditforderung, um das notwendige Kapital für die Vergabe von immer neuen Krediten zu beschaffen. Durch den Verkauf entging die Bank ihrer Verpflichtung zur Bildung entsprechender Mindestreserven.⁴¹

Um aus einem Pool unterschiedlicher Hypothekenkredite ein handelbares Wertpapier zu konstruieren, wurden sogenannte Zweckgesellschaften, kurz SPVs („Special Purpose Vehicle“), gegründet. Unter diesen waren in der Subprime-Krise vor allem sogenannte „Collateralized Debt Obligation“ (kurz CDO) von Bedeutung. CDOs stellen ein Portfolio aus festverzinslichen Wertpapieren dar und gehören zu den eingangs erwähnten forderungsbesicherten Wertpapieren namens „Asset Backed Securitites“ (kurz ABS). Da aber immer mehr CDOs dazu übergingen in

³⁹ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 104 ff.

⁴⁰ Postinett Axel (2014), S 1.

⁴¹ Vgl. Glebe Dirk (2008), S 116.

andere CDOs zu investieren, wurden die Strukturen immer komplexer und auch immer schwieriger zu bewerten. Dies hatte eine Informationsasymmetrie zwischen der den originären Kredit vergebenden Bank und dem das verbriefte Wertpapier erwerbenden Investor zur Folge.⁴²

Dabei spielten auch die Mängel und Schwachpunkte in der Tätigkeit der Ratingagenturen und ihr mangelhaftes Verständnis der komplexen Finanzprodukte eine entscheidende Rolle. Sie bescheinigten diesen Papieren eine sehr geringe Ausfallwahrscheinlichkeit, indem das Risiko der verbrieften und strukturierten Subprime-Kredite systematisch unterschätzt wurde. Sowohl institutionelle, als auch private Investoren wurden von den positiven Bewertungen angezogen und erhofften sich eine hohe Rendite bei geringem Ausfallrisiko.⁴³

Damit verblieb die Entscheidung über die Risikoeinstufung hinsichtlich der Kreditwürdigkeit der am Anfang der Verbriefung stehenden Individuen bzw. Unternehmen bei den Banken. Das Verlustrisiko hingegen wurde mit dem Verkauf der verbrieften Wertpapiere an die Investoren übertragen. Der Bank ermöglichte diese Praxis die zuvor beschriebene Profitmaximierung durch Lockerung ihrer Kreditvergabepraxis. Dieses Phänomen entspricht dem bereits unter Kapitel 2.1 beschriebenen „Moral Hazard“.⁴⁴

2.4. Definitionsversuch des Begriffes „Immobilienpreisblase“

Die Verwendung des Terminus „Preisblase“ beziehungsweise der englische Ausdruck „Housing-Bubble“ ist spätestens seit dem Ende der 1990 Jahre und dem Fall der „New Economy“ fester Bestandteil des allgemeinen Sprachgebrauchs geworden. Nachfolgende Grafik veranschaulicht diesen Umstand durch die Auswertung der in den US-amerikanischen Medien verwendeten Begriffe „Housing Bubble“ und „Housing Boom“ in den Jahren 1980 - 2003. Der Höhepunkt über die Verwendung des Terminus „Housing Bubble“ fällt dabei auf den Oktober

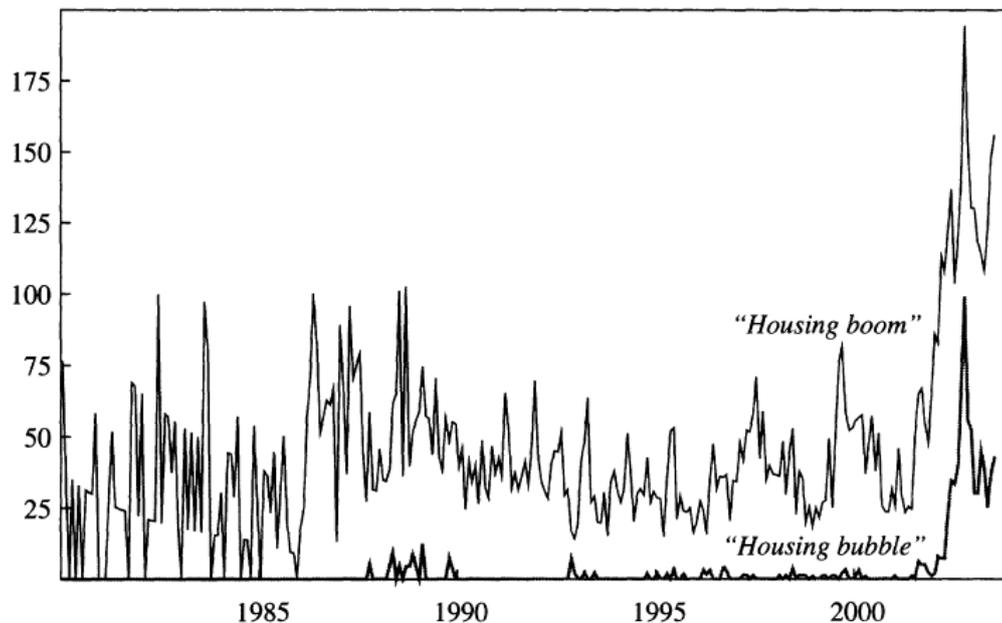
⁴² Vgl. Rombach Tobias (2011), S 108.

⁴³ Vgl. Konrad Adenauer Stiftung (2009), S 1.

⁴⁴ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 108.

2002 und indiziert damit gleichzeitig eine rege mediale Diskussion über die Existenz einer Immobilienblase vor Ausbruch der Sub prime-Krise.

Figure 1. Appearances of “Housing Bubble” and “Housing Boom” in U.S. Newspapers and Wire Services, 1980–2003^a



Source: Lexis-Nexis.

a. Data cover January 1980 through July 2003. They are rescaled for changes in the size of the database.

Abb. 6: Die Verwendung der Termini „Housing Bubble“ und „Housing Boom“ in den US-amerikanischen Zeitungen von 1980 - 2003⁴⁵

Der Begriff „Housing Bubble“ erläutert das auf Finanzmärkten immer wieder zu beobachtende Phänomen der starken Preisanstiege und anschließenden Preisabfälle bei diversen Vermögensgütern. Dabei erscheint die Preisblase in Analogie zum Lebenszyklus einer Seifenblase als instabiles Gebilde, das die Eigenschaft besitzt, sich immer weiter aufzublähen, bis es schließlich so instabil wird, dass es platzt und in sich zusammenfällt.⁴⁶

Obwohl die Immobilienmärkte durch die „Subprime-Krise“ in den Fokus der Preisblasenforschung rückten, konnte sich bislang keine allgemein akzeptierte Definition in den Wirtschaftswissenschaften durchsetzen. Der

⁴⁵ Quelle: Schiller Robert J./ Case Karl E. (2004), S 302.

⁴⁶ Vgl. Francke Hans-Hermann/Rehkugler, Heinz (2012), S 162.

US-amerikanische Nationalökonom Peter M. Garber führt diesen Umstand auf den hohen Komplexitätsgrad und der Interdisziplinarität von Preisblasen auf dem Immobilienmarkt zurück. Die Beurteilung der Existenz oder das Potential einer Immobilienpreisblase ist daher in entscheidendem Maße von der verwendeten Definition abhängig. Vereinfacht formuliert verfolgen diese Definitionen den Zweck, verschiedene Meinungen und Ansichten voneinander abzugrenzen.⁴⁷

Exemplarisch werden im Folgenden die Sichtweisen zweier US-amerikanischer Nobelpreisträger näher dargestellt. Weitere, durchaus relevante Vorstellungen einer Preisblase werden im darauffolgenden Kapitel, der besseren Übersicht halber, zu drei unterschiedlichen Sichtweisen zusammengefasst.

2.4.1. Robert James Shiller

Über die Frage nach der Existenz einer Immobilienkrise in den USA erlangte vor allem Robert James Shiller, ein US-amerikanischer Ökonom, Nobelpreisträger und Professor für Wirtschaftswissenschaften an der Yale Universität an Bekanntheit. Shiller entwickelte den „Case-Shiller-Immobilienindex“ über den Häusermarkt in den USA mit und stellt mit dem „Shiller-Kurs-Gewinn-Verhältnis“ die langfristige Gewinnentwicklung von Unternehmen dar. Shiller, der einen keynesianischen Ansatz vertritt, hatte stets vor irrationalen Übertreibungen gewarnt und das Platzen der New-Economy-Blase ebenso vorausgesagt wie die US-Subprime Krise.

Letzteres geschah im Jahr 2003/04 anlässlich einer gemeinsamen Analyse des US-amerikanischen Immobilienmarktes mit Karl E. Case. Dabei stellten sie bereits vor Platzen der Blase fest, dass stetig und rasch ansteigende Immobilienpreise von Natur aus instabil sind: „If expectations of rapid and steady future price increases are important motivating factors for buyers, then home prices are inherently unstable. Prices cannot go up rapidly forever, and when people perceive that prices have stopped going up, this

⁴⁷ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 21.

support for their acceptance of high home prices could break down. Prices could then fall as a result of diminished demand: the bubble bursts.“⁴⁸

Laut Shiller und Case dürfen dabei allerdings auch die psychologischen Komponenten nicht außer Acht gelassen werden: „The basic questions that still must be answered are whether expectations of large future price increases are sustaining the market, whether these expectations are salient enough to generate anxieties among potential homebuyers, and whether there is sufficient confidence in such expectations to motivate action.“⁴⁹

Um ein aussagekräftiges Ergebnis zu erzielen, spielen neben dem rapiden Preisanstieg auch andere Fundamentalmarktdaten wie Einkommensstatistiken eine bedeutende Rolle: „As we will show, income growth alone explains the pattern of recent home price increases in most states. Falling interest rates clearly explain much of the recent run-up nationally; they can also explain some of the cross-state variation in appreciation because of differences in the elasticities of supply of homes, including land.“⁵⁰

2.4.2. Joseph Eugene Stiglitz

Eine etwas ältere, aber dennoch eine der am häufigsten zitierten Definitionen einer Preisblase stammt von Joseph Eugene Stiglitz, einem ebenfalls US-amerikanischen Wirtschaftswissenschaftler, Nobelpreisträger und Vertreter des Neukeynsianismus.⁵¹ Nach Stiglitz liegt eine Preisblase vor, wenn der Preisanstieg nicht durch Fundamentalfaktoren, sondern durch Erwartungen über zukünftige Preissteigerungen betrieben wird:

„If the expectations of investors change in such a way that they believe they will be able to sell an asset for a higher price in the future than they

⁴⁸ Vgl. Schiller Robert J., Case Karl E. (2004), S 300.

⁴⁹ Vgl. Schiller Robert J., Case Karl E. (2004), S 300.

⁵⁰ Vgl. Schiller Robert J., Case Karl E. (2004), S 300.

had been expecting, then the current price of the asset will rise. While the papers in the Symposium present different formal definitions of what a bubble is, the basic intuition is straightforward: if the reason that the price is high today is only because investors believe that the selling price will be high tomorrow—when “fundamental” factors do not seem to justify such a price—then a bubble exists. At least in the short run, the high price of the asset is merited, because it yields a return (capital gain plus dividend) equal to that on alternative assets.”⁵²

Die Frage nach einer verpassten Möglichkeit zur Verhinderung der Subprime-Krise beantwortete Stiglitz in einem deutschsprachigen Interview vom 25. Oktober 2008 folgendermaßen: „Amerikas Regulatoren sind so sehr überzeugt, dass der Markt immer Recht hat, dass sie gar nicht auf die Idee kamen, einzugreifen. [...]“⁵³ Deutet daher das Verhalten der Regulatoren auf eine Blasenbildung hin? In diesem Zusammenhang ist es wichtig, die Frage nach der Existenz einer Blase genau abzugrenzen. Es ist nur von untergeordneter Bedeutung, ob die Preisblase im Zeitpunkt der Beurteilung unmittelbar zu platzen droht. Überhaupt kann aus wissenschaftlicher Sicht im Vorhinein kein genauer Zeitpunkt definiert werden, da ein Platzen der Blase stark vom Vertrauen der Finanzmärkte abhängt. Allerdings können regulatorische Eingriffe der Finanzaufsicht auf eine Blasenbildung hinweisen. Bleiben diese jedoch untätig, kann eine Blasenbildung nicht als Umkehrschluss verneint werden. Dies zeigt die Kritik von Stiglitz an den amerikanischen Regulatoren. Zu bedenken gilt dabei auch, dass die Signalwirkung derartiger Eingriffe ein Platzen potentieller Blasen zur Folge haben könnte.

Einen weiteren möglichen Indikator für die Existenz einer Preisblase sieht Stiglitz im Konsumverhalten der Marktteilnehmer selbst: „In den USA durchlebte man einen Konsumboom. Die Sparquote der Haushalte war nahe null. Als die Immobilienblase platzte, erwachte die Nation aus dem Konsumrausch. Die Sparquote geht hinauf, der Konsum sinkt. Dazu hatten

⁵² Stiglitz Joseph E. (1990), S 13.

⁵³ Vgl. Schönstein Jürgen (2008), S 1.

wir eine Regierung, die eine völlig unverantwortliche Fiskalpolitik betrieben hat.“⁵⁴

2.5. Kategorisierung der ökonomischen Herangehensweisen

Nachdem sich in der wissenschaftlichen Literatur bislang keine einheitliche Definition durchgesetzt hat, lassen sich die die unterschiedlichen Sicht- und Herangehensweisen der Ökonomen am besten durch folgende drei Sichtweisen kategorisieren:⁵⁵

2.5.1. Charttechnische Sichtweise

Wird eine Preisblase anhand eines bestimmten Kursverlaufsmuster charakterisiert, handelt es sich um eine „charttechnische Sichtweise“.

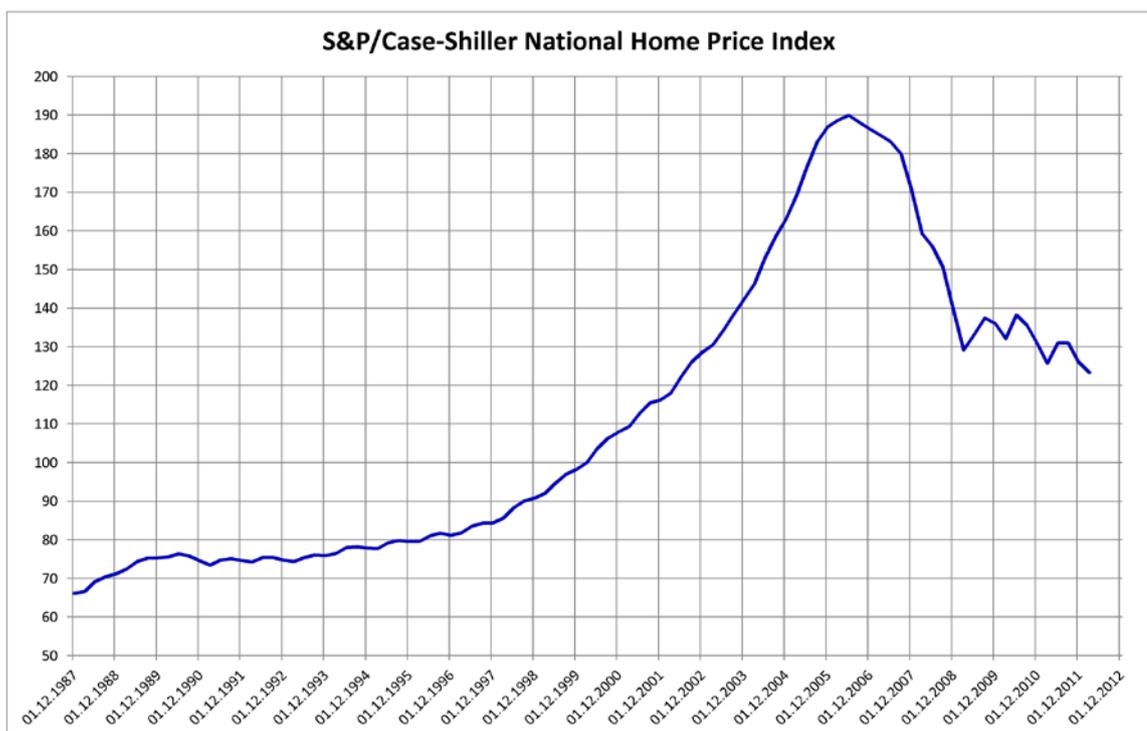


Abb. 7: Preiswachstum am US-amerikanischen Immobilienmarkt vor und nach Ausbruch der Subprime-Krise⁵⁶

⁵⁴ Vgl. Seifert Thomas (2008), S 1.

⁵⁵ Diese Kategorisierung geht auf Professor Dr. Heinz Rehkugler und Dr. Tobias Rombach als Weiterentwicklung der Unterteilung von Fernandez-Kranz, D. und Hon, M. (2006), S 450, zurück.

⁵⁶ Quelle: http://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/9/91/Case-Shiller_index.png.

Dabei stellt eine Preisblase einen starken, innerhalb kurzer Zeit auftretenden Preisanstieg („rapid expansion“) dar, der in der Literatur häufig als „Boom“ bezeichnet wird.

Die obige „Abbildung 7“ veranschaulicht, wie ein moderates Wachstum seinen historischen Kursverlauf um die Jahrtausend-Wende verlässt und in einen exponentiell ansteigenden Preisanstieg übergeht. Dabei ist die Frage, ob es sich um eine Preisblase handelt, nicht unproblematisch, zumal auch ein rascher Preisanstieg fundamental gerechtfertigt sein kann. Zwischen einem Boom und einer Blase zu deren konstituierenden Merkmalen das Platzen gehört – kann daher allein aus charttechnischer Sichtweise - nicht unterschieden werden.⁵⁷

Dieser Umstand erklärt laut Case und Shiller auch die häufigere Verwendung des Terminus „Housing Boom“ gegenüber „Housing Bubble“ in den amerikanischen Medien (siehe „Abbildung 6“ oben): „The term ‚boom‘ is much more neutral than ‚bubble‘ and suggests that the rise in prices may be an opportunity for investors. In contrast, the term ‚bubble‘ connotes a negative judgement on the phenomenon, an option that price levels cannot be sustained.“⁵⁸

Eine schnelle und starke Preissteigerung könnte zudem auch in einer fundamentalen Änderung des Marktumfeldes gerechtfertigt sein. In diesem Fall würde das exponentielle Wachstum rein die Folge eines Anpassungsprozesses hin zu einem Marktgleichgewicht darstellen und wäre keine spekulative Übertreibung in Form einer Preisblase.

Aus „Abbildung 7“ ist allerdings auch der abrupte Preisrückgang, der häufig als „Bust“ oder „Crash“ bezeichnet wird ersichtlich. Durch diese Ergänzung, die den typischen Kursverlauf für einen „Boom-Bust-Zyklus“ liefert, gibt ein Chart im Nachhinein durchaus Aufschluss über die Existenz einer vorangegangenen Blase. Aus diesem Grund bedienen sich viele empirische Untersuchungen der charttechnischen Sichtweise, um die Eigenschaften von Preisblasen auf Immobilienmärkten zu beschreiben. Allerdings handelt es sich auch dabei um ein reines Bewegungsmuster, das

⁵⁷ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 25 ff.

⁵⁸ Schiller Robert J., Case Karl E. (2004), S 300

die Erklärung für das Entstehen von Preisblasen außer Acht lässt und sich daher nicht als Preisblasen-Definition eignet. Vielmehr droht die Gefahr, gewöhnliche Kursschwankungen falsch zu interpretieren. Für das Erkennen einer Preisblase im Vorhinein, ist die charttechnische Sichtweise für sich allein gesehen, daher nicht aussagekräftig genug. Als Hinweis auf die Existenz möglicher Übertreibungen nimmt sie allerdings eine gewisse „Indikatorfunktion“ ein.⁵⁹

Ökonomen wie Stephen Cecchetti, Charles P. Kindleberger, Andrew J. Filardo und Robert J. Shiller charakterisieren Ihre Definitionen einer Preisblase unter anderem mit Hilfe der charttechnischen Sichtweise.⁶⁰

2.5.2. Fundamentale Sichtweise

Die fundamentale Sichtweise hat sich in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung als ökonomisch fundiertes Konzept durchgesetzt und bildet die heute wohl am häufigsten verwendete Methode. Demnach liegt eine Blase vor, wenn die Marktpreise von den durch die fundamentalen Faktoren gerechtfertigten Preisen (= „Fundamentalwert“) abweichen. Dieser Fundamentalwert, auch als objektiver, bzw. wahrer Wert bezeichnet, ist ein rationaler Wert, der sich unter Berücksichtigung aller öffentlich verfügbaren und relevanten Informationen und werttreibenden Faktoren ergibt. Entgegen dem Marktpreis (auf dem die charttechnische Sichtweise beruht) bleiben die persönlichen Verhältnisse und Erwartungen der Vertragspartner in den Preisindex dabei außer Acht. Durch das grundsätzliche Hinterfragen von Angebot und Nachfrage verringert sich auch die Gefahr von Vermögensspekulationen, weshalb im Falle einer Blasenbildung der Fundamentalwert stets unterhalb des Marktwerts bleibt. Weicht der Marktwert daher über längere Zeit vom Fundamentalwert ab, wird von einer Preisblase gesprochen.⁶¹

⁵⁹ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 28 ff.

⁶⁰ Als Quelle diene die Tabelle von Rombach Tobias (2011), S 23 ff über die Definitionsversuche in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur.

⁶¹ Vgl. Francke Hans-Hermann, Rehkugler Heinz (2012), S 163, 164.

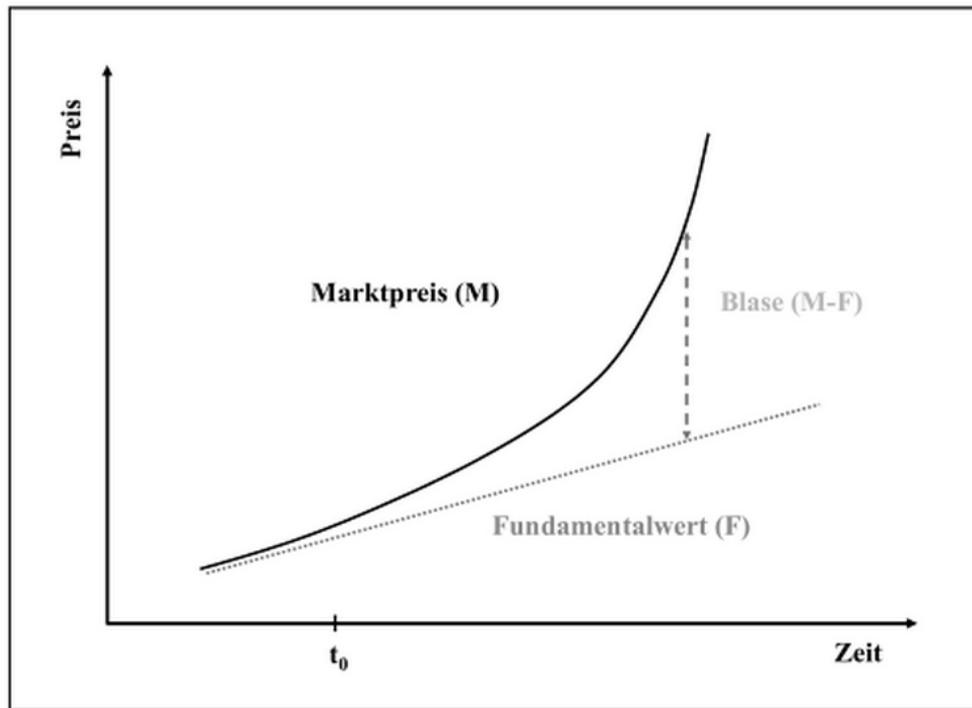


Abb. 8: Abweichung des Marktwertes vom Fundamentalwert⁶²

Abbildung 8 zeigt das Auseinanderfallen von Marktpreis (M) und Fundamentalwert (F).

Die Berechnung des Fundamentalwerts erfolgt entweder durch den „Barwertansatz“, der den fundamentalen Wert eines Vermögensgutes durch das Abzinsen der Cash Flows und des Endwertes mittels des Diskontierungszinssatzes bestimmt, oder durch ein „allgemeines Gleichgewichtsmodell“. Bei letzterem Modell, das auch bei der Bestimmung des Fundamentalwertes von Immobilien hauptsächlich zur Anwendung gelangt, berechnet sich der fundamentale Wert eines Vermögensguts aus makroökonomischen Größen wie Zinsen, Einkommen oder Inflation.⁶³

Bei der Berechnung kann vor allem die Unsicherheit zukünftiger Zahlungsströme Schwierigkeiten bereiten. Diese können lediglich prognostiziert, aber nicht mit Sicherheit vorhergesagt werden. Gleiches gilt für die Bestimmung eines risikoadäquaten Diskontierungsfaktors.⁶⁴ Hinzu kommt, dass sich der Fundamentalwert einer Immobilie aus vielen

⁶² Quelle: Rombach Tobias (2011), S 45.

⁶³ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 42, 43.

⁶⁴ Vgl. Mannsberger Christian (2009), S 11.

ökonomischen Variablen ableitet, die nicht alle direkt beobachtbar oder messbar sind und sich daher nur annäherungsweise durch einen sogenannten „Proxy“ bestimmen lassen. Dies ist beispielsweise hinsichtlich der Erwartungen von Marktteilnehmern der Fall. Zuletzt sollte stets bedacht werden, dass die Auswertung der verschiedenen Variablen im Vergleich zur charttechnischen Sichtweise entsprechend unflexibel verläuft und sich nicht täglich durch das Aufeinandertreffen von Angebot und Nachfrage ermitteln lässt. Dennoch haben sich in der Praxis leichter handhabbare Bewertungskonzepte entwickelt, die auf bestimmte Kennzahlen abstellen und in Form von Fundamentalpreisindizes (siehe dazu Kapitel 3.1) regelmäßig erscheinen.⁶⁵

Der für diese Arbeit besonders bedeutsame „Fundamentalpreisindikator für Wohnimmobilien in Wien und der in der Schweiz bereits zuvor etablierte „UBS Swiss Real Estate Bubble Index“ werden in Kapitel 3.1 eigens vorgestellt und näher untersucht.

Mit Hilfe von fundamental gerechtfertigten Werte charakterisieren unter anderem die Ökonomen Stiglitz E. Joseph, Smith Gary und Smith Margret Hwang, Feinman Joshua N. und Flood Robert P. ihre Definition bzw. Vorstellung von einer Preisblase. Zu beachten gilt in diesem Zusammenhang allerdings, dass keine genaue Abgrenzung zwischen den Sichtweisen vollzogen werden kann, da viele der angeführten Ökonomen die verschiedenen Sichtweisen miteinander kombinieren. Dies gilt auch für die nachfolgende verhaltensbasierte Sichtweise.⁶⁶

2.5.3. Verhaltensbasierte Sichtweise

Verhaltensbasierte Ansätze zur Erklärung von Immobilienpreisblasen stellen die Stimmung und Verhalten der „unvollkommenen“ Akteure am Immobilienmarkt in den Mittelpunkt. Spekulation übertriebene Erwartungen spielen dabei eine wesentliche Rolle und geben Rückschlüsse auf das Verhalten der Käufer. Gerade für die Erklärung des extremen Preisanstiegs

⁶⁵ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 45, 46.

⁶⁶ Als Quelle diente die Tabelle von Rombach Tobias (2011), S 23 ff über die Definitionsversuche in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur.

bei Technologieaktien im Vorfeld der New Economy Krise, lieferte die Verhaltensbasierte Sichtweise daher wichtige Erklärungsansätze. Dabei steht nicht der eigentliche Ertrag der Immobilie im Vordergrund, sondern der erwartete Wertzuwachs im Rahmen spekulativer Käufe. Die Immobilie dient in erster Linie als Anlageobjekt und wird weniger für den Eigenbedarf gekauft.⁶⁷ Obwohl sich die meisten Anleger dem Risiko aufgrund des hohen Preisniveaus durchaus bewusst sind, rechnen sie mit einem rechtzeitigen Verkauf und den daraus resultierenden Gewinn („Greater Fool“ – Theorie).⁶⁸

Demgegenüber differenziert die Ökonomin Katja Taipalus die sogenannte „Sure Thing“ - Mentalität: „Concerning the bubbling features, we do have some interesting information for example from the US. One of these features has been the enormously increased faith to continuously rising prices. As history has shown, the basic reason for the bubbles has always been the speculation and related to it the growing overconfidence among the market players: people have become too confident that this ‘sure thing’ will always make them money.⁶⁹ Das heißt, dass für viele Anleger stetig ansteigende Preise vertrauensbildend wirken und somit Einfluss auf die Erwartung in weitere Kurssteigerungen haben. Meistens tritt dieses Phänomen gerade in der Spätphase auf und trägt zu dem exponentiellen Anstieg einer klassischen Preisblase bei. Die „Sure Thing“ - Mentalität erklärt daher auch die in Kapitel 2.3.1 erwähnte Einstellung vieler Kreditnehmer während der Subprime Krise: „Kaufe oder baue heute, denn morgen ist es schon wieder teurer geworden“.

Als weitere Verhaltensweise, die zum amerikanischen Immobilienboom maßgeblich beitrug, qualifiziert Katja Taipalus die „Buy Now, Pay Later“ Mentalität: "Furthermore according to the recent report by the Joint Center for Housing Studies of Harvard University (2005), between 1998 and 2003 the share of home purchase loans made to other than owner-occupants climbed from 7 to 11 per cent."⁷⁰ Demnach vereinbarten viele Kreditnehmer

⁶⁷ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 34 ff.

⁶⁸ Vgl. Douglas E. French (2009), S 1 ff.

⁶⁹ Taipalus Katja (2006), S 13.

⁷⁰ Taipalus Katja (2006), S 14.

in der Erwartung ständig steigender Immobilienpreise tilgungsfreie Zeiträume. Der dadurch gewonnene finanzielle Spielraum förderte wiederum die Konsumausgaben. Daneben diente vielen amerikanischen Immobilienbesitzern auch die sogenannte „Mortgage Equity Withdrawal“ (kurz MEW), die eine Erhöhung der Kreditlinien auf Basis der gestiegenen Häuserpreise (die wiederum als Sicherheit fungierten) zuließ. Diese MEWs wurden von Banken und Makler in teils übertrieben großzügigem Maße gewährt und zeugen von den teils unrealistischen Vorstellungen während der amerikanischen Immobilienblase.⁷¹

In seiner Funktion als Vorsitzender der US-amerikanischen Zentralbank FED beschrieb Alan Greenspan im Jahr 1996 mit den Ausdruck „Irrational Exuberance“ (Irrationaler Überschwang) das Verhalten der Anleger auf den internationalen Aktienmärkten, welches unter anderem zu der New Economy Krise führte. Dieser Ausdruck wurde wohl sein bekanntestes Zitat und dient heute nahezu als Synonym für die verhaltensbasierte Sichtweise. Auch Palgrave R.H. Inglis, Collyns Charles und Meltzer Allan H. charakterisieren ihre Definitionen einer Preisblase mit Hilfe der verhaltensbasierten Sichtweise.⁷²

2.6. Phasen einer Immobilienpreisblase

Anhand der zuvor getätigten Ausführungen wird im folgendem ein kurzer Überblick über den klassischen Zyklus einer Immobilienpreisblase dargestellt:

⁷¹ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 37, 38.

⁷² Vgl. Rombach Tobias (2011), S 23, 24, 39.

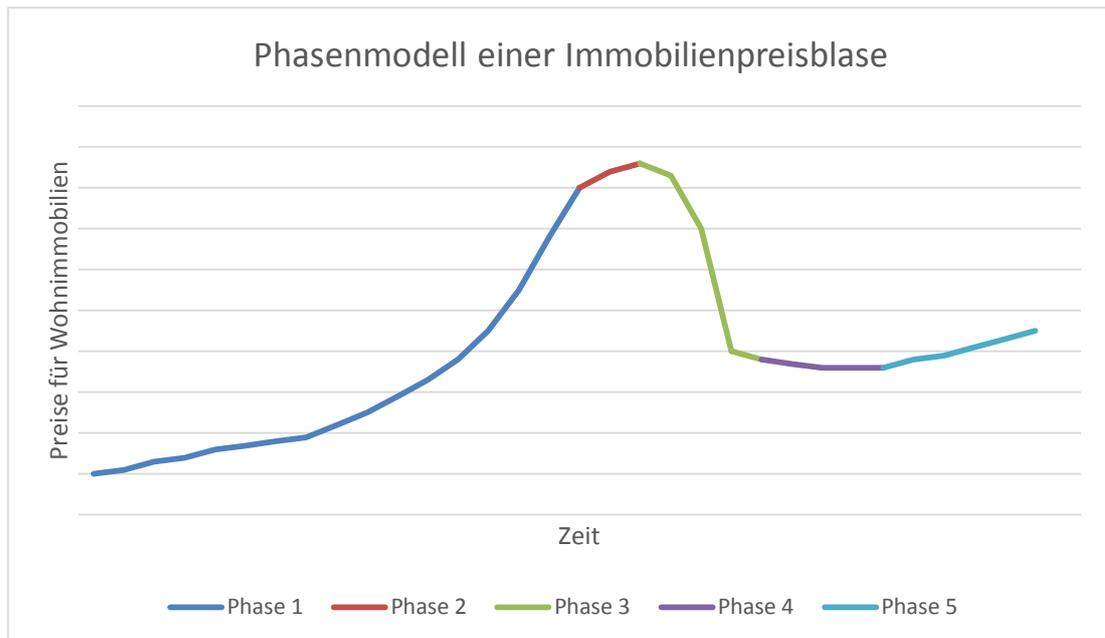


Abb. 9: Darstellung der klassischen Zyklen einer Immobilienpreisblase⁷³

Die obige Abbildung veranschaulicht die nachfolgend beschriebenen Phasen:

Phase 1 – Boom: stark steigende Immobilienpreise und Investitionen, die mit einer Verschuldung der privaten Haushalte einhergehen. Dabei kommt es auch zu einem steigenden Missverhältnis zwischen Immobilienpreisen und Mieten.

Phase 2 – Der Preisanstieg verlangsamt sich und die Investitionen gehen zurück. Verschuldung und Preis - Mietverhältnis bleiben auf hohem Niveau.

Phase 3 – Einbrechen der Preise und Investitionen.

Phase 4 – Der Markt stabilisiert sich. In dieser Phase gleichen sich Preisen und Mieten wieder an.

Phase 5 – Die Preise für Wohnimmobilien erholen sich und die Investitionen nehmen wieder zu.⁷⁴

⁷³ Eigene Darstellung

⁷⁴ Vgl. Hackhausen Jörg (2013), S 2.

2.6.1. Das Minsky Modell

Auch der Ökonomen Hyman Minsky ist der Meinung, dass jede Preisblase feste Phasen durchläuft. Ausgehend von einem exogenen Schock (z.B. hohe Kreditvergabe durch Senkung der Leitzinsen) der zu einer Kreditexpansion führt (niedrigere Eigenkapitalquoten infolge gestiegener Immobilienwerte), kommt es aufgrund der Euphorie und spekulativen Manie zu großen Investitionen mit dem Ziel immer höhere Wiederverkaufspreise zu erzielen. In der darauffolgenden vierten Phase des Minsky Modells ist ein derart hohes Preisniveau erreicht, dass das Angebot über die Nachfrage hinauswächst. Der daraus resultierende Preissturz führt zu insolventen Marktteilnehmern und in der Folge zu Liquiditätsengpässen bei den Banken. Mit dem Eingriff der Zentralbank(en) bzw. der Regierung(en) gehen die Panik zu Ende und der Preisverfall zurück. In der letzten Phase tritt entsprechend dem zuvor aufgeführten Zyklus eine Markterholung ein.⁷⁵

2.7. Zusammenfassende Erklärungsansätze für das Entstehen von Immobilienpreisblasen

In Anbetracht der historischen Gegebenheiten und in Verbindung mit den Sichtweisen verschiedener Ökonomen stellt sich die Frage, ob ein einheitliches Muster über den Verlauf einer Immobilienpreisblase ableitbar ist. Dieses Kapitel versucht daher die Parallelen der zuvor genannten Ursachen, Indikatoren, Ansätze, Darstellungen und Meinungen herauszufiltern um in weiterer Folge die Existenz einer Preisblase auf dem Wiener Immobilienmarkt prüfen zu können.

Aus den vorangegangenen Kapiteln wird bereits ersichtlich, dass die Meinungen über die Bildung von Preisblasen im wirtschaftswissenschaftlichen Diskurs auseinandergehen. Dies ist vor allem den verschiedenen Gegebenheiten und ökonomisch differenzierten Ansichten und Vorgehensweisen geschuldet. Dabei kann grundsätzlich nicht zwischen Richtig und Falsch unterschieden werden. Es stellt sich

⁷⁵ Meudtner Fabian (2014), S 4-6.

daher eher die Frage, welche Indikatoren für den Wiener Immobilienmarkt repräsentativ sind und welche Annahmen sich daraus ableiten lassen.

Für die Beantwortung und als Zusammenfassung der Definitionen und theoretischen Grundlagen eignet sich die von Herrn Dr. Tobias Rombach vorgenommene Unterteilung der in der Literatur am häufigsten diskutierten makroökonomischen, institutionellen und verhaltensbasierten Faktoren.

2.7.1. Makroökonomische Faktoren⁷⁶

Als makroökonomische Faktoren gelten vor allem die bereits beschriebene exzessive monetäre Expansion und die Ausweitung der Kreditvergabe. Möglich ist allerdings auch ein externer Schock, der von außen auf den Markt einwirkt wie zum Beispiel ein Kriegsausbruch oder Missernten. Ein Schock kann allerdings auch positiv sein, wenn beispielsweise die Erwartungen in eine neue Technologie zu einem allgemeinen wirtschaftlichen Aufschwung führen. Daraus resultiert eine höhere Zahlungsbereitschaft für Vermögensgüter wie Immobilien, die aufgrund der positiven Marktstimmung zu einer Blasenbildung führt.

2.7.2. Institutionelle Faktoren⁷⁷

Auch die staatlichen und privatwirtschaftlichen Organisationsstrukturen können zu einer Blasenbildung beitragen, wenn sie ineffizient gestaltet sind.

Ein Faktor stellt die Liberalisierung der Finanzmärkte dar. Die Deregulierung des Hypothekenmarktes kann, wie am Beispiel der US – amerikanischen- und japanischen Immobilienkrise ersichtlich, zu einer massiven Ausweitung der Vergabe von Immobilienkrediten führen. Auch die Lockerung von Kapitalverkehrskontrollen und die Deregulierung des Bankensektors können aufgrund eines erhöhten Wettbewerbsdrucks (ausländische Investoren) sinkende Finanzierungskosten und damit eine

⁷⁶ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 88 – 98.

⁷⁷ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 98 – 117.

Ausweitung der Kreditvergabepaxis zur Folge haben. Dies und das Aufweichen der Hypothekenkreditvergabestandards mündet wiederum in einem Anstieg der Investitionen auf dem Immobiliensektor.

Innerhalb der privatwirtschaftlichen Organisationsstrukturen stellt auch die Verbriefung von Hypothekenkrediten einen wesentlichen Faktor dar. Die oft sehr komplex strukturierten Finanzvehikel ermöglichten den Banken während der US-amerikanischen Immobilienblase die Eigenkapitalanforderungen durch Bündelung und Weiterverkauf der Hypothekarkredite im weiteren Sinne zu umgehen und führten zu einer Informationsasymmetrie zwischen Banken und Investoren.

Der in jüngerer Zeit im Rahmen der Bankenrettungen öfters verwendete Ausdruck „To Big too fail“ veranschaulicht einen weiteren institutionellen Faktor namens „Moral Hazard“. Dieser Begriff steht für die Veränderungen im Verhalten von Wirtschaftssubjekten bei der Umverteilung von Risiken. So intensivierten gerade große Bankhäuser die zuvor beschriebenen Kreditvergabepaktiken in dem angeblichen Bewusstsein, das der Staat eine systemrelevante Bank nicht in Insolvent gehen lassen könne.

Zuletzt seien noch mangelhafte gesetzlichen Regelungen erwähnt, die die Volatilität auf den Immobilienmärkten fördern.

2.7.3. Verhaltensbasierte Faktoren⁷⁸

Die Entstehung einer Preisblase kann auch durch fehlerhaftes Verhalten der Marktteilnehmer selbst begünstigt werden, welches einerseits auf eine beschränkte Informationsverarbeitungskapazität und fehlendes Wissen zurückzuführen ist. Daraus resultiert beispielsweise das auf Finanzmärkten häufig zu beobachtende Phänomen des Herdenverhaltens. Andererseits spielen aber auch bestimmte Verhaltensmuster wie die in Kapitel 2.5.3 beschriebenen „Greater Fool-“, „Sure Thing-“, „Buy Now, Pay Later-“ und „Irrational Exuberance-“ Mentalitäten eine nicht zu unterschätzende Rolle.

⁷⁸ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 117 – 127.

3. Der Immobilienpreis

Die Bewertung von Immobilien durch deren Heterogenität, Immobilität, fehlende Markttransparenz und geringe Elastizität der Anpassung an Marktänderungen ist entgegen anderen Vermögensgütern erheblich erschwert und komplex.⁷⁹ Grundsätzlich muss zwischen dem Marktpreis und dem Fundamentalpreis der als Parameter zur Bestimmung einer möglichen Immobilienpreisblase dient, entsprechend den obigen Ausführungen unterschieden werden. Dabei ist zu beachten, dass die klassischen Verfahren der Immobilienwertermittlung, wie zum Beispiel das Sachwert-, Vergleichswert-, Ertragswert- und Discounted- Cash- Flow-Verfahren sowohl bei der Ermittlung des Marktwertes, als auch bei der Bestimmung des durch Fundamentalfaktoren berechtigten Preises zur Anwendung gelangen und als Ausgangsbasis für die Wertbildung dienen. Der Fundamentalpreis setzt sich darüber hinaus aus einer Vielzahl von objektiven Faktoren der Nachfrage- und Angebotsseite zusammen, während der Marktpreis sich über das Verhalten der Marktteilnehmer definiert.

3.1. Das Liegenschaftsbewertungsgesetz

Welches Verfahren in den einzelnen zu bewertenden Fällen jeweils zur Anwendung gelangt ist grundsätzlich im Liegenschaftsbewertungsgesetz („LBG“) determiniert. Obwohl die Anwendung gemäß § 1 LBG grundsätzlich nur für gerichtliche Gutachten zwingend vorgesehen ist, haben sich die darin beschriebenen Verfahren bei der Wertermittlung und Gutachtenerstellung von Immobilien auch in der außergerichtlichen Praxis längst etabliert.

Das Vergleichswertverfahren - Gemäß § 4 LBG ist im Vergleichswertverfahren der Wert der Sache durch Vergleich mit tatsächlich erzielten Kaufpreisen vergleichbarer Sachen zu ermitteln (Vergleichswert). Vergleichbare Sachen sind solche, die hinsichtlich der den Wert beeinflussenden Umstände weitgehend mit der zu bewertenden

⁷⁹ Vgl. Bauer Leonhard (1997), S 11.

Sache übereinstimmen. Abweichende Eigenschaften der Sache und geänderte Marktverhältnisse sind nach Maßgabe ihres Einflusses auf den Wert durch Zu- oder Abschläge zu berücksichtigen. Als Vergleich sind jene Kaufpreise heranzuziehen, die im redlichen Geschäftsverkehr in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag in vergleichbaren Gebieten erzielt wurden.⁸⁰

Das Ertragswertverfahren - Gemäß § 5 LBG ist im Ertragswertverfahren der Wert der Sache durch Kapitalisierung des für die Zeit nach dem Bewertungsstichtag zu erwartenden oder erzielten Reinertrags zum angemessenen Zinssatz und entsprechend der zu erwartenden Nutzungsdauer der Sache zu ermitteln (Ertragswert). Hierbei sind jene Erträge heranzuziehen, die aus der Bewirtschaftung der Sache tatsächlich erzielt wurden (Rohertrag).⁸¹

Das Sachwertverfahren – Gemäß § 6 LBG ist im Sachwertverfahren der Wert der Sache durch Zusammenzählung des Bodenwertes, des Bauwertes und des Wertes sonstiger Bestandteile sowie gegebenenfalls des Zubehörs der Sache zu ermitteln (Sachwert). Der Bodenwert bestimmt sich in der Regel als Vergleichswert durch Heranziehung von Kaufpreisen vergleichbarer unbebauter und unbestockter Liegenschaften. Wertänderungen, die sich demgegenüber aus der Bebauung oder Bestockung der zu bewertenden Liegenschaft oder deren Zugehörigkeit zu einem Liegenschaftsverband ergeben, sind dabei gesondert zu berücksichtigen. Der Bauwert ist hingegen die Summe der Werte der baulichen Anlagen. Bei der Ermittlung ist in der Regel vom Herstellungswert auszugehen und von diesem die technische und wirtschaftliche Wertminderung abzuziehen. Sonstige Wertänderungen und sonstige wertbeeinflussende Umstände, wie etwa Lage der Liegenschaft, baurechtliche oder andere öffentlich-rechtliche Beschränkungen sowie erhebliche Abweichungen von den üblichen Baukosten, sind wiederum gesondert zu berücksichtigen.⁸²

⁸⁰ Vgl. § 4 LBG.

⁸¹ Vgl. § 5 LBG.

⁸² Vgl. § 6 LBG.

3.2. Discounted Cash- Flow- Verfahren

Das Discounted Cash- Flow- Verfahren („DCF“) ist eine Barwertmethode die vor allem bei Geldanlageobjekte, gewerblichen Objekten und auch gemischt genutzten Objekten zur Ermittlung des Verkehrswertes zur Anwendung gelangt. Dabei werden die prognostizierte Zahlungsströme der Zukunft (meist die kommenden 10 Jahre) auf den heutigen Zeitpunkt diskontiert. Die darüberhinausgehende Nutzungsdauer wird ähnlich dem Ertragswertverfahren gerechnet.⁸³

3.3. Marktwert und Preis

Unter Wert versteht man die Prognose des bei einer Transaktion auf dem Markt voraussichtlich erzielbaren Preises. In der Realisierung der Prognose ist der tatsächlich erzielte Preis das Ergebnis eines Anpassungsprozesses, indem sich die Vorstellung des Wertes von Käufer und Verkäufer angleichen. Daher kann sich der Preis vom Wert unterscheiden.

Entsprechend dem Gedanken einer Marktwirtschaft reflektiert der Wertermittler daher in seinen Bewertungen die Preise, die sich am Markt bilden. Obwohl sich der Marktwert auch im Rahmen einer Auswertung ermittelt lässt, definiert sich der Preis stets über den Markt.⁸⁴ Um festzustellen, ob der Preis den fundamentalen Werten auch tatsächlich angemessen ist, bedient sich die Praxis allerdings sogenannter Fundamentalpreisindikatoren, die eine möglichst frühzeitige Identifizierung einer Marktüberbewertung zur Aufgabe haben.

⁸³ Kirchner M. (2015), S 1.

⁸⁴ Vgl. Seiser F./ Kainz F. (2011), S 11.

4. Fundamentalpreisindikatoren

Die Rolle der Fundamentaldaten bei der Bildung einer Preisblase wurde bereits in Kapitel 2.5.2 eingehend erörtert. Wie beschrieben haben sich vor allem nach Ausbruch die Sub-prime Krise eigene Indizes zur frühzeitigen Erkennung einer Immobilienblase gebildet. Dabei haben sich als Kennzahlen unter anderem folgende Fundamentaldaten etabliert:

- Demografische Faktoren (Bevölkerungswachstum, Haushaltsgröße)
- Das allgemeine Wohlstandsniveau und Wirtschaftswachstum (Bruttoinlandsprodukt)
- Institutionelle Faktoren (Steuern, Stabilität, Wohnbauförderung, Entwicklungsstand des Finanzsystems, rechtliche Rahmenbedingungen)
- Verfügbarkeit von Grund und Boden
- Präferenzen (Wachsende Wohnansprüche)
- Erwartete Erträge (Mieten) und wirtschaftliches Umfeld
- Einkommen, Immobilienpreise und Konsumentenpreise
- Zinsen, Kreditanträge und Hypothekarverschuldung

Aus den verschiedenen Zusammensetzungen dieser Kennzahlen, versucht die empirische Literatur den fundamental gerechtfertigten Preis über sogenannte Bewertungskonzepte zu schätzen, um so eine Preisblase frühzeitig erkennen zu können.

Bekanntheit erlangte dabei vor allem das „Price-Rent-Ratio“, welches den Eigentumskosten die Mietkosten gegenüberstellt und daraus einen gewissen Trend analysiert. Entsprechend dem Ergebnis empfiehlt sich für den Erwerber dann der Kauf oder die Miete eines bestimmten Objekts. Im Allgemeinen führt das Handeln nach dem Price-Rent-Ratio je nach Trend zu steigenden oder sinkenden Häuserpreisen.

4.1. Ermittlung des Fundamentalpreises

Da die Preise, bestimmt durch objektive Fundamentalfaktoren der Nachfrage- und Angebotsseite, nicht direkt beobachtbar sind, müssen sie

geschätzt werden. Wie in Kapitel 2.5.2 bereits kurz dargestellt haben sich in der empirischen Literatur unter anderem nachfolgende zwei Methoden etabliert.⁸⁵

Der Barwertansatz, bestimmt den Fundamentalpreis durch Abdiskontieren der erwarteten zukünftigen Miteinnahmen und stellt diesen den Immobilienpreis gegenüber.⁸⁶

Beim „User-Cost Ansatz“ hingegen werden den Mietkosten die laufenden Kosten der Immobilien gegenübergestellt. Dabei werden in der Regel auch die Opportunitätskosten des eingesetzten Kapitals, Steuern (Grundsteuer minus Abzugsmöglichkeiten der Zinszahlungen für Kredite), Instandhaltungskosten, der erwartete Wertzuwachs (-Verlust) und eine Risikoprämie berücksichtigt. Entsprechen die Mietkosten den laufenden Kosten von Wohnungseigentum, kann ein Gleichgewicht am Immobilienmarkt als gegeben erachtet werden.⁸⁷

In der Praxis haben sich daraus unterschiedlichste sogenannte „ökonometrische Methoden“ weiterentwickelt. Diese Struktur- oder Zeitreihenmodelle dienen als Schätzmethoden für unbekannte Parameter oder stellen Methoden zur Überprüfung der Modellspezifikationen und deren Evaluierung oder Weiterverarbeitung dar.⁸⁸ Diese Modelle sind aufgrund ihrer Komplexität in den meisten Fällen computerautomatisiert.

Exemplarisch sei in diesem Zusammenhang der „Kointegrationstest“ von Campbel und Shiller, die „Quantilregressionen“ von Gerdesmeier, das „State-Space-Modell“ von Kizys und Pierzioch sowie „Panelregression“ genannt. Letzteres wird von der deutschen Bundesbank für die Schätzung von fundamentalen Wohnimmobilienpreisen zum Einsatz gebracht.

⁸⁵ Vgl. Schneider Martin (2014), S 4, 5.

⁸⁶ Vgl. Rombach Tobias (2011), S 43.

⁸⁷ Vgl. Gurkaynak, R.S. (2005), S 4.

⁸⁸ Vgl. Springer Gabler Wirtschaftslexikon (2014), zum Begriff „ökonometrische Methoden“.

4.2. Fundamentalpreisindikator für Wohnimmobilien für Wien und Gesamtösterreich

Seit Anfang 2014 analysiert die Österreichische Nationalbank den Markt für Wohnimmobilien in Wien und Gesamtösterreich mittels eines eigenen Fundamentalpreisindikators. Dieser wird durch die folgenden sieben Teilindikatoren abgebildet:

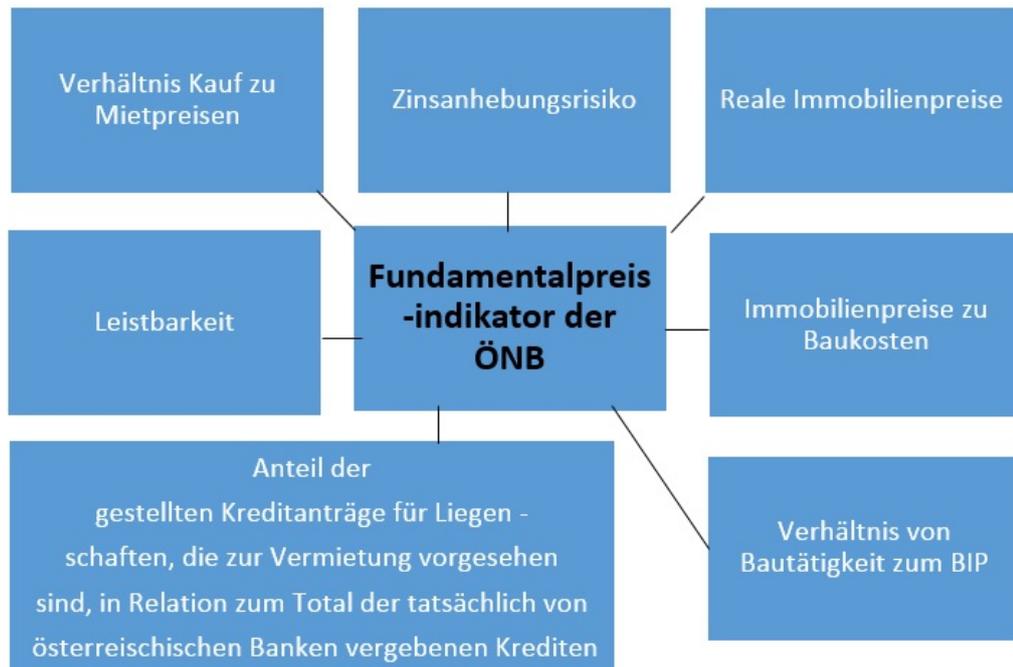


Abb. 10: Die Teilindikatoren des Fundamentalpreisindikators der ÖNB⁸⁹

Die Teilindikatoren werden sodann für Wien und Gesamtösterreich getrennt, teilweise trendbereinigt erstellt und jeweils zu einem Gesamtindikator aggregiert.⁹⁰

4.2.1. Zusammensetzung des Fundamentalpreisindikators

Dr. Schneider Martin aus der Abteilung für Volkswirtschaftliche Analysen der Österreichischen Nationalbank hat die zuvor angeführten sieben

⁸⁹ Eigene Darstellung in Anlehnung an die von Schneider Martin (2014) auf Seite 6 ff beschriebenen Indikatoren.

⁹⁰ Vgl. Schneider Martin (2014), S 10, 11.

Teilindikatoren des Fundamentalpreisindikators für Wohnimmobilien für Wien und Gesamtösterreich in folgende drei Perspektiven gegliedert:

- Die Haushaltsperspektive bildet in erster Linie die realen Immobilienpreise (deflationiert um die Entwicklung der Verbraucherpreise) und in weiterer Folge die Leistbarkeit von Wohneigentum ab. Letzteres hängt wesentlich von der Kaufkraft der privaten Haushalte und dem Zinsniveau welches das maximale Kreditvolumen das mit einem gegebenen Haushaltseinkommen leistbar ist bestimmt, ab.
- Die Investorenperspektive stellt auf die Rentabilität von Immobilieninvestitionen ab, wobei vor allem das zu Beginn in Kapitel 4 bereits kurz beschriebene „Price-Rent-Ratio“ eine zentrale Fundamentalgröße darstellt. Dieses sollte als Verhältnis langfristig stationär sein, da bei steigenden relativen Preisen das Mieten von Wohnraum attraktiver wird und die Nachfrage nach Wohneigentum nachlassen sollte. Neben dem „Price-Rent-Ratio“, stellt das Verhältnis der Baukosten zu den Immobilienpreisen einen wichtigen angebotsseitigen Kostenfaktor dar, der langfristig zur Erklärung der Immobilienentwicklung beiträgt
- Die Systemperspektive bildet die Kredittragfähigkeit der privaten Haushalte ab, welches das Verhältnis des hypothetischen Kreditvolumens zu den tatsächlich vergebenen Krediten der österreichischen Banken für Immobilienzwecke darstellt. Bei steigendem Einkommen bzw. aufgrund von sinkenden Zinsen können die Haushalte die laufenden Kredite bedienen, wodurch das systemische Risiko für Banken abnimmt. Die Angebotsseite wird unter der Systemperspektive mit dem Verhältnis der Wohnbauinvestitionen zum BIP (Wohnbauquote) abgebildet. Ist der Anteil des Bausektors am BIP sehr hoch, kann dies ein Indiz für eine Immobilienpreisblase sein. Umgekehrt wird die Bautätigkeit durch steigende Immobilienpreise stimuliert, was mittelfristig zu einer Dämpfung des Preisanstiegs führt. Zuletzt wird auch das Zinsanhebungsrisiko einbezogen, da dieses aus Sicht des Immobilienmarktes ebenfalls einen Fundamentalfaktor darstellt. Wie

bereits im Zusammenhang mit der Subprime-Krise in Kapitel 2.3.1 beschrieben geht mit einer Zinsanhebung ein höheres Risiko der Kredittilgung (insbesondere im Falle variabler verzinsten Darlehen) einher.⁹¹

Um den Repräsentationswert des Indikators besser beurteilen zu können wird im Folgenden ein Vergleich der verwendeten Teilindikatoren mit dem „UBS Swiss Real Estate Bubble Index“, der Schweizer Bank UBS und verschiedenen Analysen für den deutschen Immobilienmarkt verglichen.

4.2.2. Der Fundamentalpreisindikator im Vergleich mit dem „UBS Swiss Real Estate Bubble Index“

Der vierteljährlich erscheinende „UBS Swiss Real Estate Bubble Index“ hat sich bereits seit Mai 2011 als Benchmark zur Einschätzung des Schweizer Immobilienmarktes etabliert. In der folgenden Grafik werden dessen sechs Subindizes dargestellt:

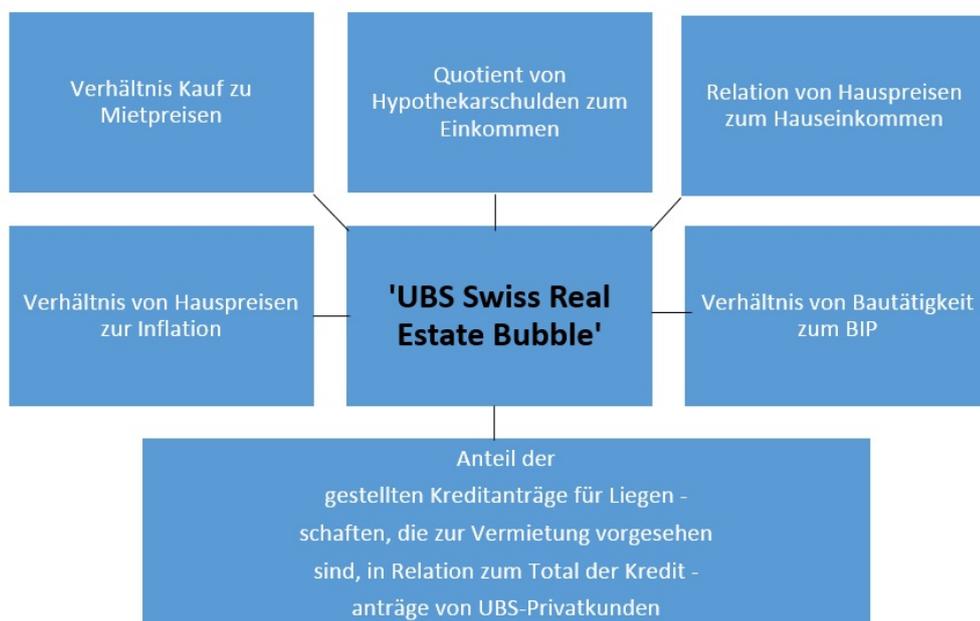


Abb. 11: Überblick über die Subindizes des Schweizer Index „UBS Swiss Real Estate Bubble“⁹²

⁹¹ Vgl. Schneider Martin (2014), S 6 - 9.

⁹² Eigene Darstellung in Anlehnung an die Auflistung der Subindizes unter http://www.institutional-money.com/fileadmin/user_upload/Bilder_Grafiken_News/PDF_News/072-082_IM_1_2014_Blasen_k_XXX_g.pdf, abgerufen am 4.12.2014.

Im Vergleich zu den Teilsubindizes des Fundamentalpreisindikators für Wohnimmobilien der ÖNB (siehe Abbildung 10) sind jene des UBS Swiss Real Estate Bubble-Index nahezu ident. Lediglich das Zinsanhebungsrisiko wird von der UBS nicht als eigener Teilindikator miteinbezogen. Jedoch ist dessen Rolle bei der Einschätzung einer Blase nicht eindeutig, da niedrige Zinssätze bereits die Leistbarkeit erhöhen und damit höhere Immobilienpreise als fundamental gerechtfertigt erscheinen lassen. Aus makroökonomischer Perspektive stellt das Zinsanhebungsrisiko daher eine endogene Größe dar.⁹³ Zu beachten ist dabei auch, dass hinter dem UBS Swiss Real Estate Bubble Index die Bank UBS als privatwirtschaftlich orientiertes Unternehmen steht. Als einer der größten Vermögensverwalter weltweit, gehört UBS laut Financial Stability Board (FSB) auch zu den 28 systemisch bedeutsamsten Finanzinstituten. Entsprechend wird die Kredittragfähigkeit im Unterschied zum Fundamentalpreisindikator in Österreich, bei diesem Index nur anhand der UBS-Privatkunden und nicht anhand der im Gesamten landesweit an Privathaushalte vergebenen Kredite erhoben.

4.2.3. Der Fundamentalpreisindikator im Vergleich mit fundamentalen Bestimmungsfaktoren der Wohnungsmarktentwicklung in Deutschland

In Deutschland hat sich hingegen bislang noch kein allgemein anerkannter Immobilienpreisindikator etabliert. In der Folge wird daher der Fundamentalpreisindikator der ÖNB mit verschiedenen makroökonomischen Variablen wissenschaftlicher Abhandlungen des deutschen Wohnungsmarktes verglichen.

So verwenden Just, Möbert und Heinrich in ihrem Gutachten für die Eignung von Wohnimmobilien als Kapitalanlage als Bestimmungsfaktoren das Price-Rent-Ratio, die realen Immobilienpreise, die Kreditvergabe und Kreditwachstum, das reale BIP-Wachstum, die Arbeitslosenquote, den Zusammenhang zwischen Preisen und Kaufkraft (im Sinne eines Erschwinglichkeitsindikators), die Leerstandsquote, die Fertigstellungen

⁹³ Vgl. Schneider Martin (2014), S 9.

am Wohnbausektor, das Markteingriffspotential (zb.: Mietpreisbremse), die Kreditzinsen, die Unsicherheit an den Finanzmärkten, die möglichen Anlagealternativen, und die Zuwanderung nach Deutschland.⁹⁴

Kholodilin, Michelsen und Ulbricht versuchen in ähnlicher Weise anhand der Miet- und Preisentwicklungen am Immobilienmarkt, an der Eigentumsquote, am Preis- Einkommensverhältnis und anhand des Immobilienkreditvolumens spekulative Preisentwicklungen frühzeitig zu erkennen.⁹⁵

Im Frühjahrsgutachten des Zentralen Immobilien Ausschusses (ZIA) werden die Bestimmungsfaktoren Miet- und Preisentwicklung am Immobilienmarkt, das reale BIP-Wachstum, das Zinsumfeld, das Kreditvergabevolumen, die Hauspreis-Einkommensrelation (Erschwinglichkeit des Wohnens) und die Zahl der Wohnungsfertigstellungen verwendet.⁹⁶

Trotz formaler und technischer Unterschiede in den genannten Parametern, lässt sich im Wesentlichen ein ähnliches Muster zu der Gestaltung des Fundamentalpreisindikators der ÖNB erkennen. So steht das Price-Rent-Ratio, die Leistbarkeit und die Kredittraggfähigkeit stets im Mittelpunkt der verschiedenen Untersuchungen hinsichtlich einer Blasenbildung oder Investition auf dem deutschen Markt für Wohnimmobilien.

Nicht Bestandteil des Fundamentalpreisindikators der ÖNB sind jedoch die Arbeitslosen- oder Leerstandsquoten. Bei einer steigenden Arbeitslosenquote ist allerdings anzumerken, dass diese im Rahmen der historischen Betrachtung eine Rolle betreffend dem Anstieg der Kreditausfallraten spielt und für die Blasenbildung selbst nur beschränkt Aussagekraft besitzt. Im Umkehrschluss kann ein Anstieg der Immobilienpreise auch durch eine niedrigere Arbeitslosenquote erklärt werden. Dieser Faktor wird jedoch bereits durch den Teilindikator der

⁹⁴ Vgl. Just T./ Möbert J./ Heinrich M. (2014), S 1 – 44.

⁹⁵ Vgl. Kholodilin K./ Michelsen C./ Ulbricht D. (2014), S 1231 – 1236.

⁹⁶ Vgl. Feld L./ Schulten A./ Jahn M./ Simons H./ Kiefer M. (2014), S 3 – 13.

„Leistbarkeit“ berücksichtigt. Die Leistbarkeit einer Wohnung steht auch in einem engen Zusammenhang zu dem Wohnungsleerstand. Ist die Leerstandsquote gering, steigt der Wohnungspreis im Verhältnis zur allgemeinen Kaufkraft und eine Investition wird als weniger riskant eingestuft. Da sich internationale Investoren häufig jene Märkte mit einer relativ geringen Leerstandrate suchen, kann sich diese durchaus auf Angebot und Nachfrage auswirken.⁹⁷

Auch die rechtlichen Rahmenbedingungen, die einen wesentlichen Einfluss auf das Verhalten von Investoren ausüben, wurden im Fundamentalpreisindikator nicht berücksichtigt. Hierbei stellt sich allerdings die Frage, wie diese als Variablen in einen Index miteinbezogen werden können. Als Beispiel dient dabei die in Deutschland beschlossene Mietpreisbremse deren Auswirkungen noch nicht messbar und daher unbekannt sind. Ähnliches wird derzeit auch in Österreich im Rahmen einer anstehenden Mietrechtsreform diskutiert.

4.2.4. EU-weite Preisindizes für Immobilienpreise und selbst genutztes Wohnungseigentum

Bislang umfasste der Europäische Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) hinsichtlich der Ausgaben für Wohnen nur die Preisentwicklung von Mietwohnungen und bildete die Preisentwicklung für das „Wohnen im eigenen Heim“ nicht ab.

Unabhängig vom bestehenden Fundamentalpreisindikator der ÖNB hat das österreichische Wirtschaftsministerium daher per Verordnung auch die Statistik Austria mit der Erstellung zweier zusätzliche Preisindizes für Immobilienpreise und selbst genutztes Wohnungseigentum beauftragt.

Den „Erläuternden Bemerkungen“ der entsprechenden Regierungsvorlage ist zu entnehmen, dass der „Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum“ und der „Immobilienpreisindex“ von der EU durch die Verordnung (EU) Nr. 93/2013 zur Berechnung vorgeschrieben werden und die Abbildung der Preisentwicklung von Transaktionen von Häusern und

⁹⁷ Vgl. Wendlinger Peter (2012), S 48.

Wohnungen der privaten Haushalte auf dem Immobilienmarkt zum Inhalt hat. Diese Maßnahme soll eine Immobilienkrise wie im Jahr 2008 verhindern indem sie frühzeitig über Änderungen der Immobilienpreise informiert und so das Erkennen eventueller Immobilienpreisblasen ermöglicht. In diesem Zusammenhang hat die Europäische Kommission auch eine Reihe von Indikatoren der wirtschaftlichen Entwicklung zu einer „Macroeconomic Imbalance Procedure“ (MIP) zusammengefasst, welche der Feststellung von aufkommenden oder anhaltenden gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichten in einem Land dient. Der „Preisindex für selbst genutztes Wohneigentum“ und der „Immobilienpreisindex“ bilden dabei einen wesentlichen Bestandteil dieser Prozedur.⁹⁸

„Der Preisindex für selbst genutztes Wohnungseigentum soll die Entwicklung der Transaktionspreise von neu zur Verfügung stehendem Wohnraum und der Preise für sonstige Güter und Dienstleistungen, die im Zusammenhang mit dem Eigentum an Wohnraum und der Übertragung desselben stehen, messen. Der Immobilienpreisindex soll die Entwicklung der tatsächlichen Transaktionspreise von durch private Haushalte gekauftem Wohnraum messen.“⁹⁹

Da die entsprechende innerstaatliche VO zur Umsetzung der europarechtlichen Vorgaben erst in diesem Jahr durch das BGBl. II Nr. 253/2014 verabschiedet wurde, liegen derzeit noch keine von der Statistik Austria veröffentlichten Ergebnisse vor. Die beiden Indizes können daher in diese Arbeit nicht miteinbezogen werden.

⁹⁸ Weitere Details können den Erläuternden Bemerkungen zu der Verordnung des Bundesministers für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft und des Bundesministers für Finanzen über die Erstellung von Häuser- und Wohnungspreisindizes unter <http://www.bmfwf.gv.at/Ministerium/Rechtsvorschriften/entwuerfe/Documents/Erl%C3%A4uterungen%20Haus.pdf> – abgerufen am 09.12.2014, entnommen werden.

StF: BGBl. II Nr. 253/2014

⁹⁹ Vgl. Obenaus Werner (2014), S 1.

4.3. Zusammenfassende Interpretation der Ergebnisse

Der Immobilienpreisindikator für Wien und Gesamtösterreich versucht die Abweichung der tatsächlichen Immobilienpreise von den Fundamentalpreisen zu ermitteln und beruht auf sieben Teilindikatoren, die durch verschiedene Perspektiven abgedeckt werden.

Wie im Vergleich mit der Schweiz und Deutschland ersichtlich wurde, enthält der Fundamentalpreisindikator der ÖNB grundsätzlich alle wichtigen Fundamentaldaten und orientiert sich am aktuellen Stand der Wissenschaft. Er dient der Österreichischen Nationalbank als aussagekräftiges und taugliches Instrument zur Überwachung des österreichischen Immobilienmarktes und leistet durch das regelmäßige Monitoring einen wichtigen Beitrag zu der frühzeitigen Erkennung einer Blasenbildung am Immobilienmarkt.

Hinsichtlich der zentralen Fundamentalgröße „Price-Rent-Ratio“ ist allerdings anzumerken, dass der Fundamentalpreisindikator der ÖNB bei der Erhebung lediglich die Datenreihen von neuvermieteten Eigentumswohnungen (wobei Zinshaus-, Genossenschafts-, und Gemeindewohnungen ebenso wenig wie die Mietpreisentwicklung bei bestehenden Verträgen berücksichtigt werden) erhebt.¹⁰⁰ Da es in Wien zirka 2.000 Gemeindebauten gibt, in denen rund 500.000 Personen wohnen, stellt dies bei einer Gesamteinwohnerzahl von rund 1,8 Millionen Menschen ein nicht zu unterschätzender Umstand dar. Gerade die Mieten der Genossenschafts- und Gemeindewohnungen sind gegenüber den am freien Markt erhältlichen Wohnungen wesentlich „günstiger“ und würden im Falle der Einbeziehung in die Berechnung der durchschnittlichen Mieten zu einem signifikant anderen Ergebnis führen. Da es sich dabei allerdings um geförderte beziehungsweise subventionierte Wohnungen handelt, die nicht der freien Mietzinsbildung und grundsätzlich eigenen gesetzlichen Regelungen unterliegen, würde eine Einbeziehung in das „Price-Rent-Ratio“ nur wenig Sinn ergeben.

¹⁰⁰ Vgl. Schneider Martin (2014), S 7, 8.

Auch beim Verhältnis der Baukosten zu den Immobilienpreisen ist zu beachten, dass die Baukosten sowie Immobilienpreise nur als Index vorliegen. Es kann daher nur eine Interpretation der Veränderung vorgenommen werden. Außerdem ist darin der für Wien aufgrund der Agglomeration bedeutsame Bodenpreis nicht berücksichtigt.¹⁰¹

Da sich Immobilienblasen in der Vergangenheit immer wieder von regionalen Teilmärkten auf den nationalen Wohnungsmarkt ausgebreitet haben, ist auch die separat durchgeführte Analyse des Wiener Wohnungsmarktes als eigener Fundamentalpreisindikator hervorzuheben. Bei rein nationaler Betrachtung wäre die Erkennung einer Immobilienpreisblase auf Basis des Immobilienpreisindikators aufgrund der regionalen Unterschiede jedenfalls verzögert.

¹⁰¹ Vgl. Schneider Martin (2014), S 8.

5. Der Wohnungsmarkt im Allgemeinen

Grundsätzlich wird auf dem Wohnungsmarkt die Ware Wohnung gemäß Angebot und Nachfrage gehandelt. Ihm kommt in unserer Gesellschaft aufgrund des elementaren Grundbedürfnisses nach den eigenen vier Wänden ein besonders hoher Stellenwert zugute. Dies trägt dazu bei, dass der Markt seit Anbeginn nicht nur im Blickpunkt der Mikroökonomie, sondern beispielsweise auch von Geographen oder Stadtsoziologen untersucht wird. Da hinter jedem Wohnbedürfnis auch eine potentielle Wählerstimme steht, steht der Wohnungsmarkt auch regelmäßig im Mittelpunkt des politischen Geschehens. Dabei hat es sich die Wohnungspolitik zur Aufgabe gemacht, mittels Eingriffen in den Wohnungsmarkt auch sozialen Spannungen entgegenzuwirken. Dies zeigt sich einerseits durch entsprechende Regulierungen im rechtlichen Bereich wie die in Deutschland aktuell beschlossene „Mietpreisbremse“ und andererseits auch in Form von aktiven Fördermaßnahmen zur Ankurbelung des Wohnungsbaus. In Österreich wird letzteres beispielsweise über die „Wiener Wohnbauinitiative“, die zinsgestützte Darlehen an Bauunternehmer vergibt, abgewickelt. Aus der daraus hervorgehenden Bedeutung des Wohnungsmarktes erklärt sich auch die Vielzahl an fachwissenschaftlichen Auseinandersetzungen die aufgrund der unterschiedlichen Herangehensweisen und Aufgabenstellungen verschiedene Beschreibungen für die Mechanismen des Wohnungsmarktes bevorzugen.

5.1. Bestimmungsfaktoren des Wohnungsmarktes

Aus Sicht von Just Tobias sind für die Nachfrage nach Wohnraum vor allem nachfolgende fünf Determinanten wesentlich:

- **Einkommen:** Primäreinkommen, wie Löhne und Gehälter in welche auch staatliche Fördermaßnahmen einfließen und somit das verfügbare Einkommen erhöhen. (Eigenheimzulage, Pendlerpauschale, Abschreibungs- möglichkeiten).

- **Zinsentwicklung:** Sinkende Zinsen wirken nachfragestimulierend, da sie sich entsprechend den obigen Ausführungen positiv auf die Leistbarkeit einer Immobilie auswirken. Gepaart durch ein geringeres wirtschaftliches Wachstum kann dieser Effekt allerdings auch dämpfend wirken (ein niedriges Zinsniveau geht häufig Hand in Hand mit, bzw. schlechteren Wachstumsaussichten).
- **Regulatorisches Umfeld:** Staatliche Behörden können durch rechtliche Rahmenbedingungen und Fördermaßnahmen sowie mit zahlreichen anderen Hebeln die Nachfrage induzieren oder drosseln. Die angesprochene Mietpreisbremse in Deutschland oder das restriktive Mietrecht in Österreich kann beispielsweise zum Investitionshemmnis werden.
- **Demografische Entwicklung:** Die Zahl der Einwohner, die Zahl der Haushalte, die Leerstandsrate und die Altersstruktur der Bevölkerung geben Aufschluss über Entwicklungstendenzen auf dem Wohnungsmarkt.
- **Baukosten:** Steigende Baukosten wirken sich dämpfend auf die Wohnraumschaffung aus. Der daraus resultierende Kostenanstieg bei den Wohnungspreisen kann einen möglichen positiven Effekt steigender Einkommen sogar überkompensieren. Dies kann auch zu einer Reduktion der Wohnungsgrößen führen.¹⁰²

Weitere Anhaltspunkte für die Entwicklung der Nachfrage am Immobilienmarkt im Bereich der Investoren bieten die Leerstandsquote und die Neubauquote:

- **Leerstandsquote:** Dieser Indikator spiegelt den Anteil der leerstehenden Objekte am Gesamtbestand der Wohnungen wieder. Eine niedrige Leerstandsquote fördert die Neubauaktivität. Das Leerstandsrisiko hingegen erläutert das ökonomische Risiko auf Vermieterseite, welches allerdings im Rahmen der

¹⁰² Vgl. Just Tobias (2013), S 45.

Immobilienbewertung beim Ertragswertverfahren erhoben wird und für die Beurteilung einer Immobilienblase keine objektive Aussagekraft besitzt.

- **Neubauquote:** Die Neubauquote zeigt den Zuwachs oder die Abnahme der Bautätigkeit in Hinblick auf die Errichtung neuer Wohnungseinheiten.

Natürlich spielen auch die Wohnungspreise bei Eigentum und Miete eine zentrale Rolle, die in dieser Arbeit bereits in den vorangegangenen Kapitel eingehend erörtert wurden und von diesen Faktoren maßgeblich beeinflusst werden.

5.2. Wohnwertmerkmale

Neben den zuvor genannten allgemeinen Bestimmungsfaktoren kann eine Wohnung aus wirtschaftlicher Sicht auch als ein komplexes mehrdimensionales Bündel von Gütereigenschaften, den sogenannten „Wohnwertmerkmalen“ betrachtet werden, aus denen sich für verschiedene Wohnungsnachfrager sehr unterschiedliche Werte ergeben. Dazu zählen im Einzelnen der Standort, die Größe, die Ausstattung und die bauliche Beschaffenheit der Wohnung.¹⁰³

Für die Bewertung einer Immobilienpreisblase im Rahmen einer Gesamtbetrachtung des Standortes Wien wird die Größe unter Außerachtlassung des Faktors Grundriss bereits im Rahmen des Quadratmeterpreises sowohl bei Eigentumswohnungen, als auch bei Mietpreisen berücksichtigt. Hinsichtlich der Beschaffenheit der Wohnungen können lediglich allgemeine Rückschlüsse aus den rechtlichen Qualitätserfordernissen der Bauordnung Wien und der Neubautätigkeit gezogen werden. Lediglich im Bereich des Standortes können anhand der Preisentwicklung messbare regionale Unterschiede aufgrund der Lagequalität, historischer Entwicklung und trendbedingten Präferenzen auftreten. Diese teilweise überproportionalen auf den Mikrostandort

¹⁰³ Vgl. Kofner Stefan (2004), S 21.

bezogenen Preisentwicklungen können für sich alleine gesehen durchaus eine gewisse Signalwirkung auch auf Investoren ausüben. Dabei gilt es allerdings zu beachten, dass insbesondere deren Ursache und das daraus resultierende Gefahrenpotential einer Immobilienpreisblase sehr genau untersucht werden muss.

Im Folgenden wird die Entwicklung des Wiener Wohnungsmarktes anhand der Preisentwicklung, der Bestimmungsfaktoren und der Wohnwertmerkmale dargestellt.

6. Die Entwicklung des Wiener Wohnungsmarktes

Wien ist mit über 1,8 Millionen Einwohnern die bevölkerungsreichste Großstadt in Österreich und stellt nach Berlin die zweitgrößte deutschsprachige Stadt dar. In der die Lebensqualität von 221 Weltstädten vergleichenden Mercer-Studie 2014 nimmt Wien zum sechsten Mal in Folge den ersten Rang ein.¹⁰⁴ Nach einer Studie der UNO zufolge, galt Wien im Jahr 2012 sogar als wohlhabendste Stadt der Welt.¹⁰⁵

6.1. Die Demographische Entwicklung

Einleitend wird in der nachfolgenden Grafik die demographische Entwicklung in Wien von 2008 – 2013 dargestellt:

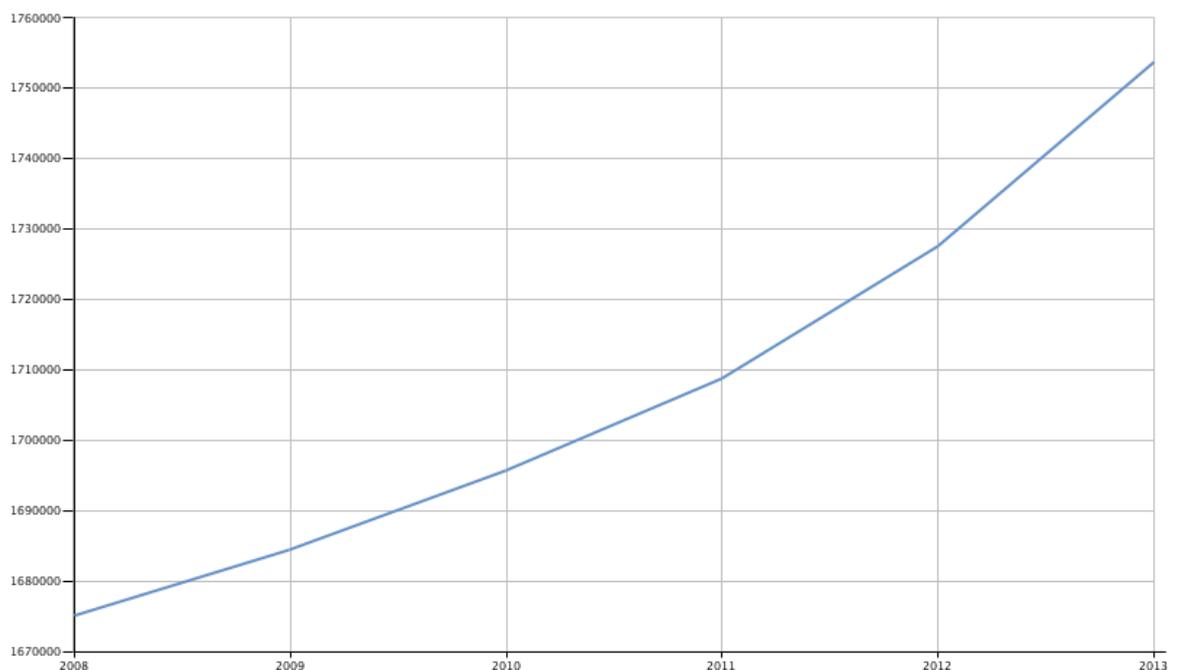


Abb. 12: Darstellung der Bevölkerungsentwicklung in Wien von 2008 - 2013¹⁰⁶

Waren es im Jahr 2008 noch 1,67 Millionen Einwohner, so zählte die Statistik Austria im Jahr 2013 bereits 1,75 Millionen Einwohner.

¹⁰⁴ Quelle: <http://www.mercer.at/content/mercereurope/at/de/newsroom/Wien-bietet-weltweit-die-h%C3%B6chste-Lebensqualit%C3%A4t-.html> – abgerufen am 25.12.2014.

¹⁰⁵ UNOHABITAT (2012), 146.

¹⁰⁶ Eigene Darstellung unter Verwendung von „STATcube“ (Statistische Datenbank der Statistik Austria, abrufbar unter www.statcube.at).

Die Bundeshauptstadt Wien stellt damit das demographische Zentrum Österreichs dar und steht in den nächsten Jahrzehnten vor tiefgreifenden Veränderungen. Betroffen sind nicht nur das Niveau, sondern auch die Alters- und Herkunftsstruktur sowie deren regionale Gewichtung innerhalb Wiens. Die Ergebnisse der kleinräumigen Bevölkerungsvorausschätzung zeigen, dass Wien noch vor 2030 die „2 Millionen Einwohnerzahl“ überschreiten könnte.

Bis zum Jahr 2024 wird sich entsprechend der Prognose „Wien Wächst...“ des Statistik Journals Wiens, die Zahl der Einwohnerinnen und Einwohner Wiens um 10% erhöhen und somit auf rund 1,952 Millionen Menschen anwachsen. Falls die hohe Zuwanderungsdynamik weiterhin die demographische Entwicklung determiniert, hat Wien im Jahr 2029 bereits die 2-Millionen-Grenze erreicht. Bis 2034 könnte die Bevölkerung mit Hauptwohnsitz in Wien daher auf 2,043 Millionen Menschen steigen. Dies entspricht im Vergleich zu 2014 einem Anstieg von 15%. Im Jahr 2044 könnte die Einwohnerzahl Wiens mit 2,110 Millionen Menschen dann bereits den bisherigen Höchststand aus dem Jahr 1910 (2,084 Mio.) übertreffen. Verglichen mit dem Ausgangsjahr 2014 bedeutet dies einen Zuwachs von rund einem Fünftel (+19%) der Einwohnerzahl.¹⁰⁷

Betreffend die Bevölkerung im Alter von 30 bis unter 45 Jahren wird der Zuwachs bis zum Jahr 2024 etwa 9% (+36.000) betragen. Für die Jahre 2024 bis 2044 soll die Zahl dieser Bevölkerungsgruppe allerdings wieder zurückgehen, sodass im Jahr 2044 die Alterskohorte noch um knapp 6% (+22.000) über dem Ausgangsjahr liegen dürfte. Diese Überalterung wirkt sich zwar nicht direkt auf den Wohnungsmarkt aus, da der Wohnbedarf an sich altersunabhängig ist, kann allerdings in Hinblick auf die Entwicklung des BIPs und die Tragfähigkeit des Österreichischen Sozialsystems einen Einflussfaktor auf die Kennzahl der „Leistungsfähigkeit“ haben.

Auch Arbeitskräfte werden älter, d.h. unter den Belegschaften werden die älteren erwerbsfähigen Personen (45 bis 59 Jahre) in den nächsten drei

¹⁰⁷ Vgl. Magistrat Abteilung 23 iA. V. Brauner R. (2014), S 6.

Jahrzehnten um bis zu 10% (+38.000) stärker vertreten sein. Diese Fortschreitung des demographischen Alterungsprozesses verdeutlicht auch der zunehmende Anteil und die Zahl der „jungen Alten“ (60 bis 74 Jahre) (+26% bzw. +69.000 Personen) sowie der Hochbetagten (75 Jahre und älter) (+96% bzw. 118.000) in den nächsten drei Jahrzehnten. Entsprechend diesem Wachstum bleibt die Bundeshauptstadt eine europäische Metropole der Migration, insbesondere im Bereich der jüngeren Bevölkerungsgruppen. In den letzten Jahren entfielen in Österreich auf die Bundeshauptstadt im langjährigen Durchschnitt rund 40% der internationalen Nettozuwanderung. Ca. 69% also rund zwei Drittel des zukünftigen Bevölkerungswachstums ist dabei auf die Zuwanderung aus dem In- und Ausland zurückzuführen. Für den Zeitraum 2014 bis 2044 beträgt die Nettozuwanderung aus dem In- und Ausland somit rund 231.000 Personen.¹⁰⁸

Aus diesen Zahlen wird ersichtlich, dass in den nächsten Jahren der Wohnraumbedarf gerade in Hinblick auf Einpersonenhaushalte weiter steigen wird. Dies hängt in erster Linie nicht mit der zunehmenden Individualisierung zusammen, sondern ist vielmehr auf die Alterung der Bevölkerung sowie dem starken Anstieg von verwitweten oder geschiedenen Menschen zurückzuführen.

Es werden also in nächster Zeit immer mehr kleinere Wohnungen benötigt. Der Wohnungsbedarf koppelt sich damit von den direkten Einflüssen der demografischen Entwicklung ab. Damit entsteht eine scheinbar paradoxe Situation: Es werden noch mehr Wohnungen benötigt, auch wenn die Bevölkerungsanzahl stagniert oder gar sinkt. Selbst bei der steigenden Einwohnerzahl wirkt sich diese Entwicklung auf den Wohnungsbedarf überproportional aus.¹⁰⁹

Zusammengefasst ist festzustellen, dass die Nachfrage nach Wohnraum auch in Zukunft aufgrund der stetig steigenden Einwohnerzahl zunehmen wird. Folglich werden auch Kaufpreise und Angebotsmieten im Rahmen einer erhöhten Nachfrage steigen, sofern demgegenüber das Angebot an

¹⁰⁸ Vgl. Magistrat Abteilung 23 iA. V. Brauner R. (2014), S 6 - 7.

¹⁰⁹ Vgl. Florjancic Thomas (2013), S 17.

Wohnraum nicht zunehmen wird (siehe Kapitel 6.7). Dieser steigenden Nachfrage steht laut Statistik Journal Wien die Errichtung von rund 79.000 Wohnungen für den Zeitraum 2014 bis 2024 gegenüber.¹¹⁰

6.2. Die Einkommensentwicklung

Mit der demographischen Entwicklung ist auch die Zahl der Erwerbstätigen in Wien in den Jahren 2008 – 2013 gestiegen:

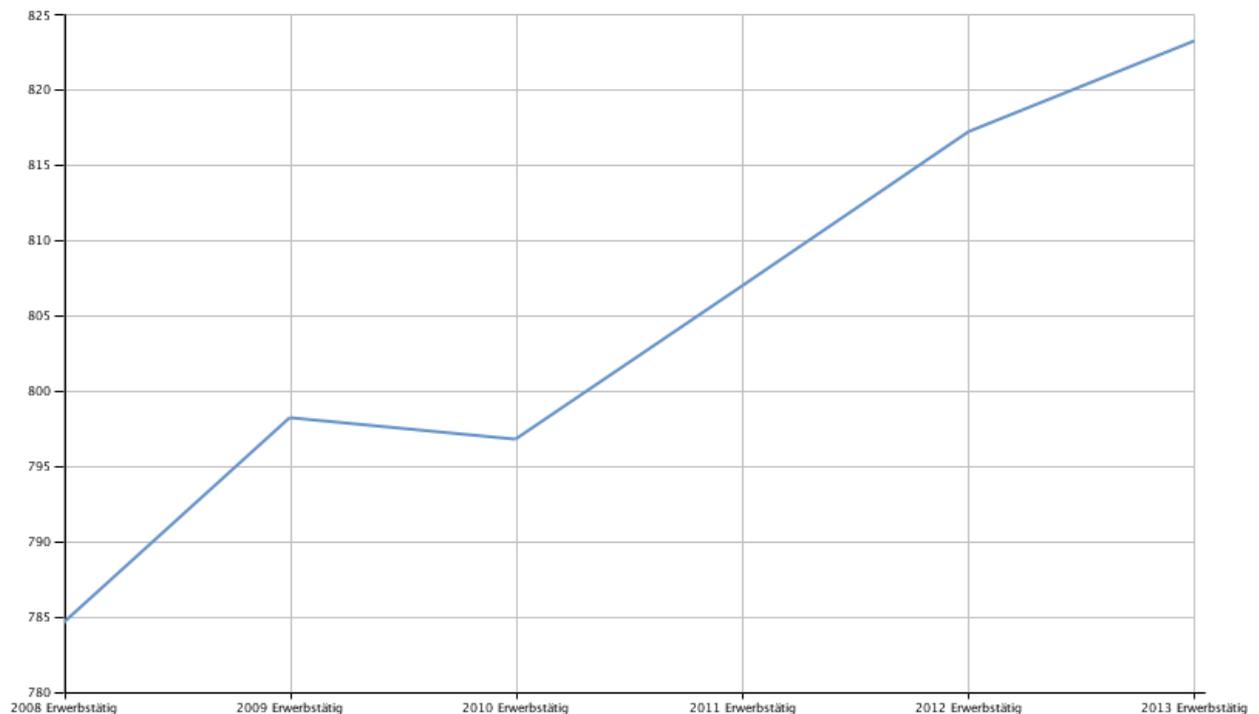


Abb. 13: Mikrozensus Erhebung der Erwerbstätigen in Wien von 2008 – 2013¹¹¹

Waren es im Jahr 2009 noch rund 785.000 erwerbstätige Personen, so sind es im Jahr 2013 bereits 823.000 Personen.

Hinsichtlich des durchschnittlichen Jahreseinkommens zeigen sowohl die Bruttobezüge, als auch die Nettobezüge für Wien ein leichtes aber stetiges Wachstum:

¹¹⁰ Vgl. Magistrat Abteilung 23 iA. V. Brauner R. (2014), S 100.

¹¹¹ Vgl. Eigene Darstellung unter Verwendung von „STATcube“.

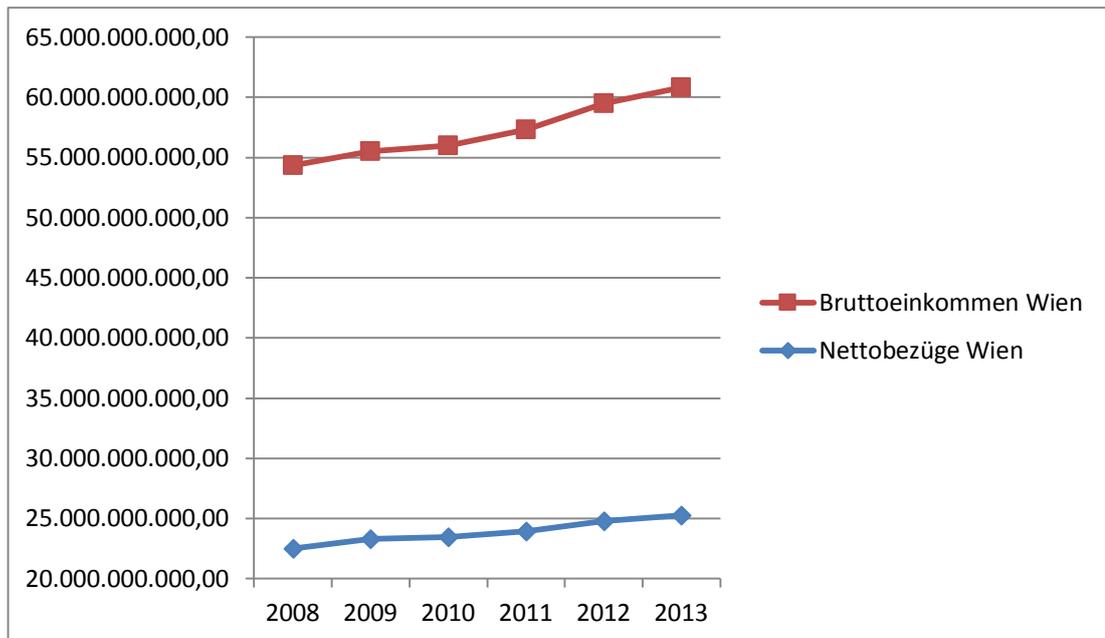


Abb. 14: Darstellung der Entwicklung der Netto- und Bruttoeinkünfte als Gesamtes für Wien von 2008 – 2013¹¹²

Gemäß der Zahlen der Statistik Austria betragen die Nettoeinkünfte im Jahr 2008 im Gesamten für das Bundesland Wien rund 22,5 Milliarden Euro und die Bruttoeinkünfte rund 31,8 Milliarden Euro. Die Nettoeinkünfte stiegen bis zum Jahr 2013 auf rund 25,3 Milliarden Euro und die Bruttoeinkünfte auf 35,5 Milliarden Euro.

Dabei darf allerdings die tatsächliche durchschnittliche Kaufkraft nicht außer Acht gelassen werden. Diese ist von durchschnittlich 20.219 Euro pro Person im Jahr 2012 um 1,6% nominell auf 20.540 Euro im Jahr 2013 gestiegen.¹¹³

6.3. Die Zinsentwicklung

In der folgenden Grafik wird die Leitzinsentwicklung in der Eurozone von 2000 bis 2014 abgebildet:

¹¹² Eigene Darstellung unter Heranziehung der Lohnsteuerstatistik der Statistik Austria.

¹¹³ Vgl. RegioData (2014), S 1.

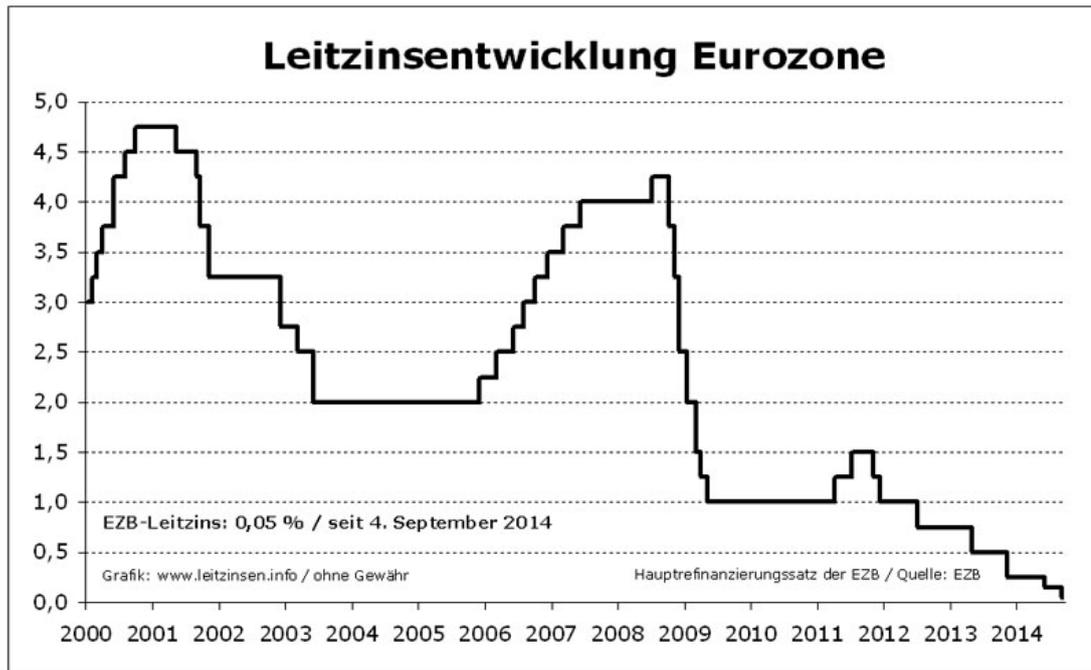


Abb. 15: Die Leitzinsentwicklung in der Eurozone von 2000 – 2014¹¹⁴

In der Grafik ist ersichtlich, wie die Europäische Zentralbank der niedrigen Euro-Inflation (diese lag im November 2014 für die Eurozone bei 0,3 %) ¹¹⁵ und der daraus resultierenden Deflationsrisiken mittels nahezu kontinuierlicher Leitzinssenkungen seit Ausbruch der Sub-Prime-Krise entgegenzuwirken versucht. Aktuell liegt der Leitzins bei 0,05 % (seit 4.9.2014). ¹¹⁶

Die Entwicklung ist auf die seit 2009 andauernde Euro-Krise innerhalb der europäischen Union zurückzuführen, die sowohl Aspekte einer Staatsschuldenkrise, einer Bankenkrise und einer Finanzkrise vereint.

In diesem Zusammenhang erklärte sich der derzeit amtierende EZB-Notenbankchef Mario Draghi neben Leitzinssenkungen auch zu dem in den USA in der jüngeren Vergangenheit bereits praktiziertem "Quantitative Easing" (QE) bereit. Dieses Vorgehen könnte zu einem weiteren Kursverlust des Euros führen, was wiederum in einer verstärkten

¹¹⁴ Quelle: <http://www.leitzinsen.info/eurozone.htm> - abgerufen am 25.12.2014.

¹¹⁵ Quelle: <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/72328/umfrage/entwicklung-der-jaehrlichen-inflationsrate-in-der-eurozone/> - abgerufen am 26.12.2014

¹¹⁶ Quelle: <http://www.finanzen.net/leitzins/> - abgerufen am 25.12.2014.

Nachfrage nach realen Werten wie Immobilien münden würde. Die insbesondere vom Verhalten der Investoren abhängigen Auswirkungen sind allerdings vom aktuellen Standpunkt nicht abschätzbar und finden im Folgenden daher noch keine weitere Berücksichtigung.

Anzumerken ist allerdings, dass es in den letzten Jahren trotz der expansiven Geldpolitik noch zu keiner außergewöhnlichen Geldschwemme gekommen ist und auch die Gefahr einer Hyperinflation anhand der Entwicklung der Geldmenge (M3) derzeit noch unbegründet erscheint:



Abb. 16: Entwicklung der Geldmenge M3 von 1980 – 2013¹¹⁷

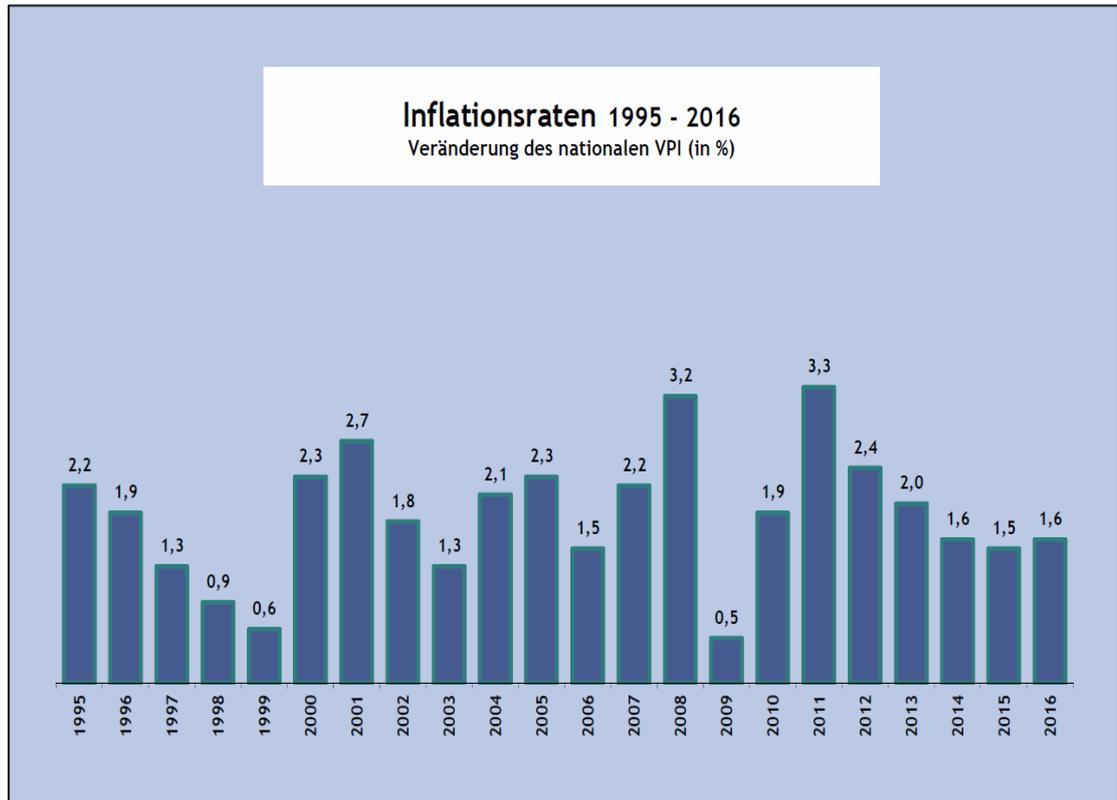
Bei der dargestellten Geldmenge M3 handelt es sich um das prozentuelle Wachstum der Geldmenge unter Darstellung der Sichteinlagen der Nichtbanken sowie den gesamten Bargeldumlauf. Zudem werden die Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist bis zu drei Monaten sowie die Anteile an Geldmarktfonds, Geldmarktpapieren, Repoverbindlichkeiten und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren berücksichtigt.¹¹⁸

¹¹⁷ Quelle: Gutbrunner S. (2013), S 1.

¹¹⁸ Vgl. ECB (2014), S 1.

6.3.1. Inflation und Verbraucherpreisindex

Die nachfolgende Grafik zeigt die (trotz kontinuierlichen Leitzinssenkung) turbulente Entwicklung der österreichischen Inflationsrate in den vergangenen Jahren:



Quelle: STATISTIK AUSTRIA, WIFO

Stand: Dezember 2014

Abb. 17: Entwicklung der Inflationsrate in Österreich von 1995 – 2016¹¹⁹

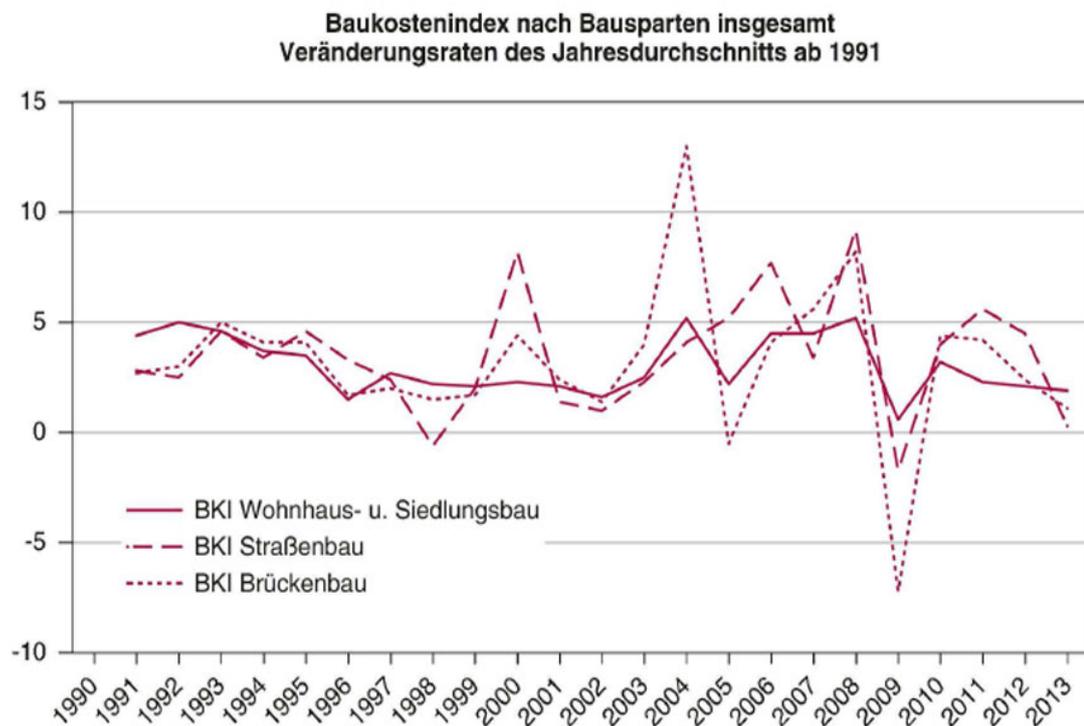
Die Darstellung basiert auf den Zahlen des nationalen Verbraucherpreisindex („VPI“) und zeigt auch die aktuell (Stand Dezember 2014) zu erwartende Inflation für die Jahre 2015 und 2016. Zuletzt lag die Inflationsrate im November bei 1,7 % gegenüber dem Vorjahr.¹²⁰ Diese liegt damit zumindest in Österreich leicht unterhalb dem Ziel der EZB von knapp 2%.

¹¹⁹ Quelle: STATISTIK AUSTRIA, WIFO abgerufen unter <http://wko.at/statistik/prognose/inflation.pdf>, am 26.12.2014.

¹²⁰ Quelle: <http://wko.at/statistik/indizes/PreiKoOester.pdf> - abgerufen am 26.12.2014.

6.4. Die Baukosten

Entsprechend der Inflationsentwicklung zeigt sich auch eine Drosselung der Baupreientwicklung in Österreich, welche anhand des österreichischen Baukostenindex in der nachfolgenden Abbildung ersichtlich wird:



Q: STATISTIK AUSTRIA.

Abb. 18: Die Veränderungsdaten des Baukostenindex im Jahresdurchschnitt von 1991 – 2013¹²¹

Der der „Abbildung 17“ zugrundeliegende Baukostenindex („BKI 2010“) für den Wohnhaus- und Siedlungsbau in Österreich betrug laut Berechnungen der Statistik Austria für den Jahresdurchschnitt 2013 106,4 Punkte und stieg somit gegenüber dem Jahr 2012 um 1,9 Prozent. Im Jahr 2012 betrug die Jahresveränderungsrate 2,1%, womit der durchschnittliche Kostenanstieg 2013 etwas gedämpfter ausfiel als 2012.¹²²

¹²¹ Quelle: Darstellung der Statistik Austria, gefunden unter <http://www.immonet.at/baukostenindex.htm> - abgerufen am 25.12.2014.

¹²² Vgl. Immonet (2014), S1.

6.5. Das Regulatorische Umfeld

In Österreich haben staatliche Eingriffe im Bereich des Wohnungswesens bereits eine lange Tradition. Eine verbreitete und bekannte Form staatlicher Marktintervention in Österreich ist die Subvention von Neubauten und Gebäudesanierungen, aber auch die Gewährung von Wohnbeihilfe. Zur Durchführung der sogenannten „Wohnbauförderung“ werden insbesondere Förderdarlehen seitens der einzelnen Bundesländer nach verschiedenen Kriterien gewährt. Die Politik ist damit in der Lage den sozialen Wohnbau entsprechend zu steuern und Einfluss auf die Preisentwicklung bei Mieten und Eigentum auszuüben. In Wien stellt die Sozialdemokratische Partei Österreichs („SPÖ“) bereits seit 1945 durchgehend den Bürgermeister und verlor dabei lediglich 1996 und 2010 die absolute Mandatsmehrheit im Landtag.¹²³ Entsprechend nimmt der soziale Wohnbau sowohl im Bewusstsein der Stadtbewohner, als auch in der geschichtlichen Entwicklung der Stadt Wien eine tragende Rolle ein.

Seit 1.4.2012 gibt es anstelle einer zehnjährigen Spekulationsfrist bei Immobilien eine eigene Steuer auf Veräußerungs- und Umwidmungsgewinne, unter anderem auch „Immobiliensteuer“ oder „Immobilienvertragssteuer“ genannt, in der Höhe von 25 %. Diese dämpft die Erträge aus Immobilienverkäufen ein und wirkt sich entsprechend auf die Investitionsattraktivität des Standorts aus.¹²⁴

Zusätzlich fallen eine Reihe von Gebühren und Kosten im Rahmen des Immobilienerwerbes an. Diese sind zum Beispiel Maklerprovision, Grunderwerbsteuer, Grundbuchsgebühr, Anwalts- oder Notarskosten sowie die Kosten für die Beglaubigung der Unterschriften.

Weiters setzt das österreichische Mietrechtsgesetz („MRG“) im europäischen Vergleich relativ strenge Beschränkungen der Wohnungseigentümer hinsichtlich der Gestaltung von Mietpreisen und dem Bestandschutz. Ausnahmen bzw. Erleichterungen in Form eines

¹²³ Quelle: http://de.wikipedia.org/wiki/SP%C3%96_Wien – abgerufen am 25.12.2014.

¹²⁴ Vgl. § 30b EStG

Teilanwendungsbereiches bestehen beispielsweise in Hinblick auf Neubauten oder Einfamilienhäuser.

6.6. Die Leerstandsquote

Der Leerstand von Wohnungen in der Stadt Wien wurde bislang statistisch noch nicht erfasst, da bei Fehlen einer Wohnsitzmeldung nicht automatisch auf einen Leerstand geschlossen werden kann. Die Schätzungen reichen von 30.000 (Wohnbauressort) bis 100.000 Wohneinheiten (diverse Stadtplaner). Es ist daher schwer den genauen Bedarf an neuen Wohneinheiten zu prognostizieren. Aktuell findet in Wien eine politische Diskussion über die Einführung einer Meldepflicht in Verbindung mit der Einhebung einer zusätzlichen Abgabe ab sechs Monaten Leerstand statt. Die Abgabe wurde jedoch bereits einmal in den 1980 Jahren eingeführt und vom österreichischen Verfassungsgerichtshof aufgrund ihrer Verfassungswidrigkeit wieder aufgehoben.¹²⁵

In der letzten Registerzählung im Jahr 2011 der Statistik Austria, wurden insgesamt 983.840 Wohneinheiten erfasst.¹²⁶ Demnach würde dies in Verbindung mit den obigen Annahmen für Wien eine Leerstandsquote zwischen rund 3 und 10 Prozent ergeben. Verglichen mit der Entwicklung der Leerstandsquote in Berlin von aktuell rund 1,8 % wäre diese in Relation gesehen ungleich höher.

¹²⁵ Vgl. Putschögl M. (2014), S 1.

¹²⁶ Quelle:

http://www.statistik.at/web_de/statistiken/wohnen_und_gebaeude/bestand_an_gebaeuden_und_wohnungen/ - abgerufen am 26.12.2014

Leerstandsquote von Wohnungen in Berlin in den Jahren 2009 bis 2013

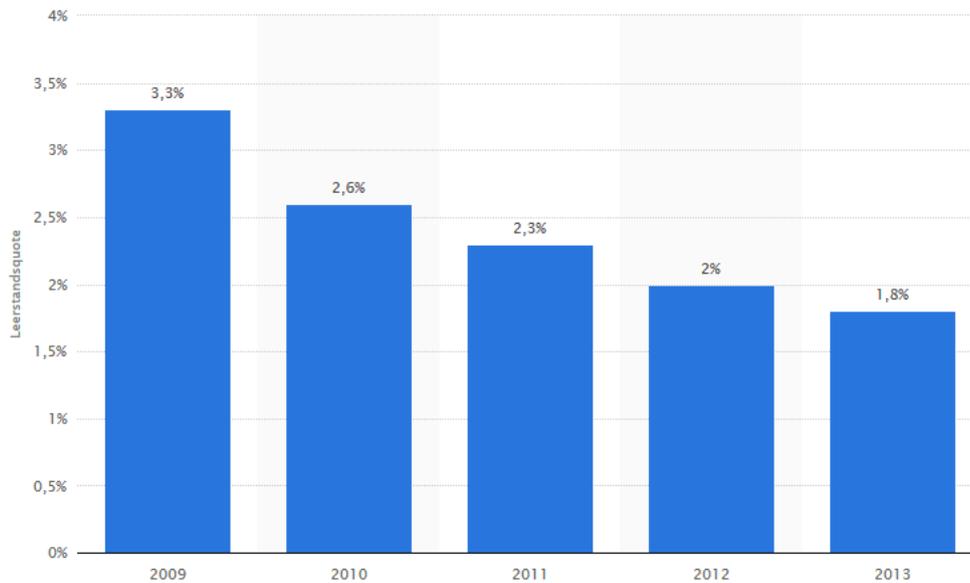


Abb. 19: Leerstandsquote von Wohnungen in Berlin in den Jahren von 2009 bis 2013¹²⁷

Anzumerken ist allerdings, dass die Leerstandsquote am Beispiel Berlin wie in der Grafik ersichtlich seit Jahren stark rückläufig ist und die Annahme für die Stadt Wien an Aktualität und Genauigkeit entbehrt. Für eine wissenschaftliche Auseinandersetzung ist daher abzuwarten, ob die Meldepflicht für Wien in den kommenden Jahren tatsächlich eingeführt wird.

6.7. Die Neubauquote

Da für den Wiener Wohnungsmarkt auch keine offizielle Neubauquote existiert, ist die Bedarfsdeckung anhand von allgemein zugänglichen Daten zu eruieren. Demnach beträgt der Wohnbaubedarf für die kommenden 20 Jahre den Berechnungen des „Immobilien-Monitors“ zufolge rund 200.000 neue Wohneinheiten.¹²⁸ Der jährliche Bedarf liegt damit bei rund 10.000 Wohneinheiten. Die „Wiener Wohnbauoffensive“ sieht demgegenüber die Fertigstellung von insgesamt 14.000 Wohnbauten

¹²⁷ Quelle: <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/258439/umfrage/leerstandsquote-von-wohnungen-in-berlin/> - abgerufen am 26.12.2014.

¹²⁸ Quelle: <http://www.immobilien-monitor.at/wohnen/massiver-neubaubedarf-in-wien> - abgerufen am 26.12.2014.

in den Jahren 2014 und 2015 vor.¹²⁹ Es ist daher davon auszugehen, dass der aktuell und in den kommenden Jahren zu erwartende Bedarf vom Neubau nicht gänzlich gedeckt werden kann.

¹²⁹ Quelle: <https://www.wohnservice-wien.at/home/informationen/478> - abgerufen am 26.12.2014.

7. Die Entwicklung der Immobilienpreise in Wien

Im Folgenden wird die Preisentwicklung am Wiener Wohnungsmarkt beginnend mit einem internationalen Vergleich dargestellt. Zu der Bildung des Immobilienpreises sowie zu seiner Aussagekraft in der Praxis und Wissenschaft wird an dieser Stelle auf die vorangegangenen Kapitel, insbesondere auf Kapitel 3, verwiesen.

7.1. Der Immobilienpreis im internationalen Vergleich

Im Euroraumvergleich weisen die österreichischen Immobilienpreise eine atypische Entwicklung auf. Gab es in einer Reihe von Ländern wie Griechenland oder Spanien seit Beginn des letzten Jahrzehnts oder teilweise bereits ab der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre (Irland, Niederlande, Finnland) starke Preisanstiege zu verzeichnen, so stagnierte das Preisniveau in Österreich bis zur Mitte des letzten Jahrzehnts.¹³⁰

Seit dem Jahr 2005 ist jedoch ein spürbarer Anstieg zu beobachten. Österreich hat in den letzten Jahren im Euroraumvergleich die stärksten Preisanstiege aufzuweisen. Von Beginn 2007 bis Mitte 2013 sind die Preise sogar um 39% gestiegen:

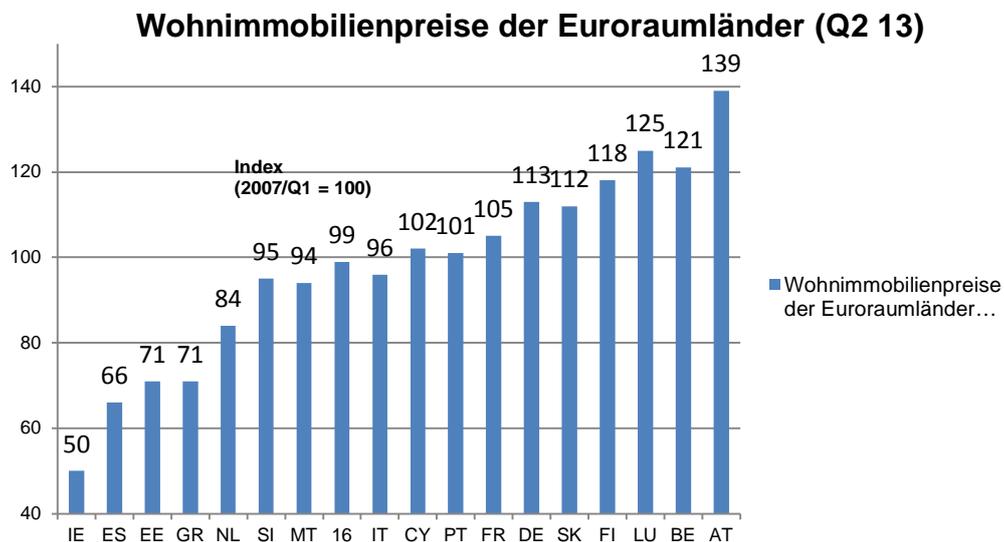


Abb. 20: Immobilienpreise im europäischen Vergleich¹³¹

¹³⁰ Vgl. Schneider Martin (2014), S 2.

¹³¹ Quelle: ECB (2014), S 1.

7.2. Der Wiener Immobilienpreis

Auch in Wien stagnierten die Immobilienpreise nachdem sie sich vor der geplanten Weltausstellung im Jahr 1995 nahezu verdoppelten, obwohl es in den meisten Metropolen einen stetigen Anstieg zu verzeichnen gab. Bis zum Jahr 2004 sanken die Immobilienpreise real gesehen sogar um mehr als ein Viertel. Ab dem Jahr 2004 ist allerdings entsprechend dem oben ausgeführten österreichischen Trend auch in Wien ein kontinuierlicher Anstieg von durchschnittlich 7% pro Jahr zu beobachten. Im Jahr 2012 kam es dann zu einer abrupten Beschleunigung des Preisanstieges auf 15,7 %. Im ersten Halbjahr 2013 stiegen die Preise zwar weiter, jedoch nahmen die Zuwachsraten ab. Bei den kumulierten Preisanstiegen von 2000 bis Mitte 2013 zeigen sich bei dem größten Segment am Wiener Immobilienmarkt, den gebrauchten Eigentumswohnungen - mit einem Plus von 104 % - auch die die stärksten Preisanstiege. Die Preise für neue Eigentumswohnungen verzeichneten ein Plus von 60 %, Baugrundstücke für Eigenheime ein Plus von 82 % und Einfamilienhäuser ein Plus von 75 %.¹³²

Wird der Betrachtungszeitraum eingengt, haben sich die Immobilienpreise in Wien innerhalb der letzten vier Jahre wie folgt entwickelt:

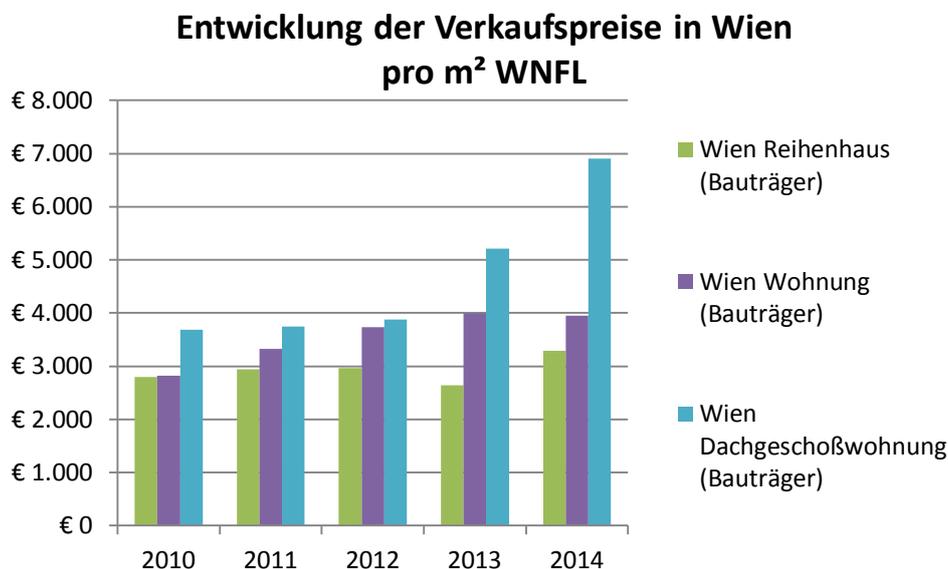


Abb. 21: Entwicklung der Verkaufspreise in Wien pro m² Wohnnutzfläche von 2010 bis 2014¹³³

¹³² Vgl. Schneider Martin (2014), S 2.

¹³³ Eigene Darstellung (Als Quelle der Daten diente das Programm „Immounited“).

Im Zeitraum von 2010 bis 2014 wurde pro m² WNFL (Wohnnutzfläche) bei Reihenhäuser ein Preisanstieg von 18 %, bei Wohnungen ein Plus von 40 % und bei Dachgeschosswohnungen ein Plus von 87 % registriert.

Der Rückgang des durchschnittlichen Preisanstiegs in Wien im Jahr 2014 wird vor allem von der Entwicklung bei gebrauchten Eigentumswohnungen getragen. Während deren Preise im ersten Halbjahr noch kräftig anstiegen (Plus 9,1% im Jahresabstand), so hat sich der Preisauftrieb im dritten Quartal deutlich verlangsamt (Plus 2,0%).¹³⁴

Innerhalb Wiens zeigt sich gerade beim ersten Wiener Gemeindebezirk im Jahr 2013 eine außergewöhnlich starke Preisentwicklung:

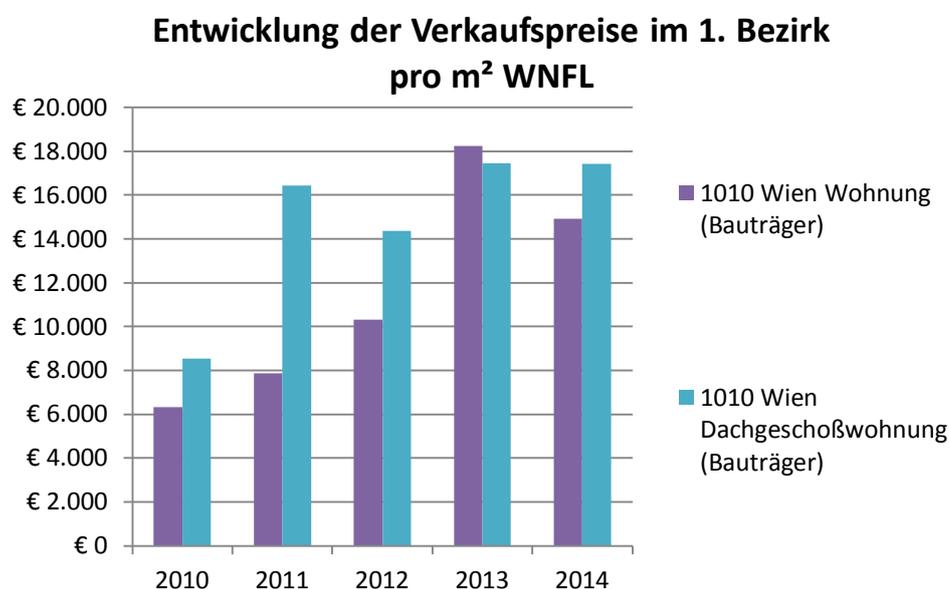


Abb. 22: Entwicklung der Verkaufspreise in Wien pro m² Wohnnutzfläche von 2010 bis 2014¹³⁵

Kostete eine der Quadratmeter Wohnfläche im Jahr 2010 im Schnitt noch 6.000 Euro, so betrug dieser im Jahr 2013 bereits über 18.000 Euro. Im Jahr 2014 hat sich der Preis leicht entspannt und notiert über das Jahr betrachtet bei knapp 15.000 Euro. In jüngster Vergangenheit wurde allerdings ein weiterer Rückgang verzeichnet wie in der nachfolgenden Tabelle ersichtlich wird.

¹³⁴ Vgl. OEnb (2014), S 2.

¹³⁵ Eigene Darstellung (Als Quelle der Daten diente das Programm „Immounited“).

Die Tabelle veranschaulicht die aktuellen Tendenzen der Wohnungseigentumspreise gegliedert nach den verschiedenen Bezirken:

Wien / Bezirke	Eigentumswohnungen / Preise per m ² in €				Tendenz
	< 50 m ²	51 – 80 m ²	81 – 129 m ²	> 130 m ²	
1010	8.162	11.422	10.841	13.546	▲
1020	3.832	3.973	4.569	5.225	>
1030	3.806	4.051	4.481	5.922	▼
1040	4.394	4.731	5.116	6.725	▼
1050	3.780	3.808	4.411	4.553	▼
1060	4.319	3.892	4.188	4.603	>
1070	4.944	5.223	5.198	5.842	▲
1080	6.087	5.479	4.938	5.018	>
1090	4.423	4.550	5.387	6.456	▼
1100	3.460	3.132	3.219	2.256	▲
1110	2.521	2.603	3.007	2.175	▲
1120	3.386	3.637	3.785	2.557	▲
1130	3.909	4.158	5.013	5.136	▲
1140	3.083	3.527	3.977	3.628	▲
1150	3.083	3.157	3.375	3.717	▲
1160	3.329	3.375	3.793	3.965	▼
1170	2.765	3.563	4.336	4.473	▼
1180	3.811	4.020	4.448	4.470	▼
1190	4.607	4.691	5.401	6.428	▼
1200	3.323	3.967	3.792	4.251	▲
1210	4.084	3.790	4.269	3.186	▲
1220	3.802	3.795	4.576	4.595	▼
1230	3.680	3.414	3.457	3.618	▼

Abb. 23: „Tendenzen“ der aktuellen Preise - Eigentumswohnungen in Wien¹³⁶

¹³⁶ Quelle: <http://www.wohnet.at/eigentumswohnungen-preise.htm> - abgerufen am 26.12.2014

Im Vergleich der einzelnen Bezirke zueinander ist zu erkennen, dass die Tendenzen der Preisentwicklung aufgrund verschiedener Wohnwertmerkmale unterschiedlich ausfallen. Grundsätzlich kann bei Gesamtbetrachtung der zuvor erörterten Entwicklung aktuell kein signifikanter Preisausbruch festgestellt werden.

7.3. Der Wiener Mietpreis

Nach signifikanten Preissteigerungen in den Vorjahren hat sich der Markt auf einem guten Niveau stabilisiert. Laut dem Immobilienportal FindMyHome mit dem Immo-Barometer für das Gesamtjahr 2014 stagnierten die Mietpreise im Jahr 2014 nachdem sie im Jahr 2013 um rund 2,1 Prozent zurückgegangen sind. Der durchschnittliche Mietpreis in der Bundeshauptstadt beläuft sich 2014 auf 14,16 Euro und variiert damit kaum von den 14,24 Euro, die der Quadratmeter zu Jahresbeginn gekostet hat.¹³⁷

Bereits im Vorjahr haben neue Entwicklungen und neue Stadtviertel wie die Seestadt Aspern oder das Viertel um den neuen Hauptbahnhof zu einer Entspannung der knappen Angebotssituation geführt. Zudem hat die öffentliche Diskussion in den letzten Monaten die Mietpreise positiv beeinflusst. Im Jahr 2012 hat sich der Markt langsam beruhigt und bewegt sich aktuell auf einem gesunden Preisniveau.¹³⁸

Die Grafik auf der nächsten Seite veranschaulicht die aktuellen Mietpreise inklusive deren Tendenzen in den einzelnen Wiener Gemeindebezirken.

¹³⁷ Quelle: Immobilienbarometer 2014, auffindbar unter <http://www.findmyhome.at/immo-barometer.php?lang=de> – abgerufen am 26.12.2014.

¹³⁸ Quelle: Immobilienbarometer 2013, auffindbar unter <http://www.findmyhome.at/immo-barometer.php?lang=de> – abgerufen am 26.12.2014.

Bezirk	<50 m ²	51-80 m ²	51-129 m ²	>130 m ²	Durchschnitt/m ²	Tendenz
1., Innere Stadt	20,68	20,21	19,57	19,86	19,78	▶
2., Leopoldstadt	17,47	14,88	14,78	14,40	14,85	▶
3., Landstraße	17,54	13,52	14,08	14,06	14,16	▼
4., Wieden	15,55	13,70	15,65	15,32	15,03	▶
5., Margareten	15,37	14,64	12,96	14,70	14,22	▶
6., Mariahilf	15,61	14,64	13,59	14,12	14,14	▼
7., Neubau	17,25	14,90	14,41	15,26	15,17	▶
8., Josefstadt	16,30	14,95	14,43	14,06	14,64	▼
9., Alsergrund	16,82	14,82	13,93	14,27	14,40	▼
10., Favoriten	14,33	12,54	12,12	7,96	12,75	▲
11., Simmering	15,27	11,78	11,60	10,29	11,92	▲
12., Meidling	15,89	12,56	12,76	10,48	12,88	▼
13., Hietzing	13,25	14,26	13,76	14,09	14,00	▶
14., Penzing	14,30	12,85	11,81	13,03	12,56	▲
15., Rudolfsheim-Fünfhaus	14,09	13,16	10,68	11,24	12,50	▶
16., Ottakring	14,79	12,98	12,32	12,27	12,97	▶
17., Hernals	13,31	12,99	12,19	12,42	12,65	▶
18., Währing	15,47	15,35	15,58	15,54	15,46	▶
19., Döbling	15,79	14,29	15,55	15,87	15,32	▼
20., Brigittenau	14,92	12,88	12,76	18,66	13,22	▲
21., Floridsdorf	14,19	12,68	12,05	10,41	12,36	▼
22., Donaustadt	15,96	15,39	15,46	13,48	15,42	▼
23., Liesing	12,48	12,67	11,14	12,44	12,25	▼

Gesamtanzahl der Objekte: 12876 Datenbasis: Dezember 2014

Basis der Berechnungen sind die Angebotspreise jener Objekte, die im Betrachtungszeitraum auf derStandard.at/Immobilien inseriert wurden. Von tatsächlich erzielten Marktpreisen können die Daten deshalb abweichen. „Tendenz“ spiegelt den Vorjahresvergleich wider. Jeder Preis errechnet sich aus allen, mindestens aber vier Objekten in der jeweiligen Kategorie und stellt einen Durchschnittspreis, bereinigt um statistische Ausreißer, dar. Verkaufspreise sind Bruttopreise, Mietpreise verstehen sich inklusive Betriebskosten und Umsatzsteuer. Datenquellenfehler und Irrtümer vorbehalten.

Powered by derStandard.at/Immobilien 

Abb. 24: Mietpreise in den einzelnen Wiener Gemeindebezirken für das Jahr 2014 sowie deren aktuelle Tendenz¹³⁹

Unter Beachtung der Wohnwertmerkmale kann lediglich in den „günstigeren“ Bezirken wie Favoriten, Simmering und der Brigittenau eine aktuelle Tendenz zur Preissteigerung verzeichnet werden.

7.4. Der Wiener Grundstückspreis

Auch bei den Verkaufspreisen pro Quadratmeter Grundfläche in Wien, ist derzeit keine signifikante Preissteigerung zu sehen. Dies wird in der nachfolgenden Grafik ersichtlich:

¹³⁹ Quelle, Österreichische Immobilienpreisspiegel auffindbar unter <http://www.immopreise.at/Wien/Wohnung/Miete> – abgerufen am 26.12.2014.

Entwicklung der Verkaufspreise in Wien pro m² Grundfläche

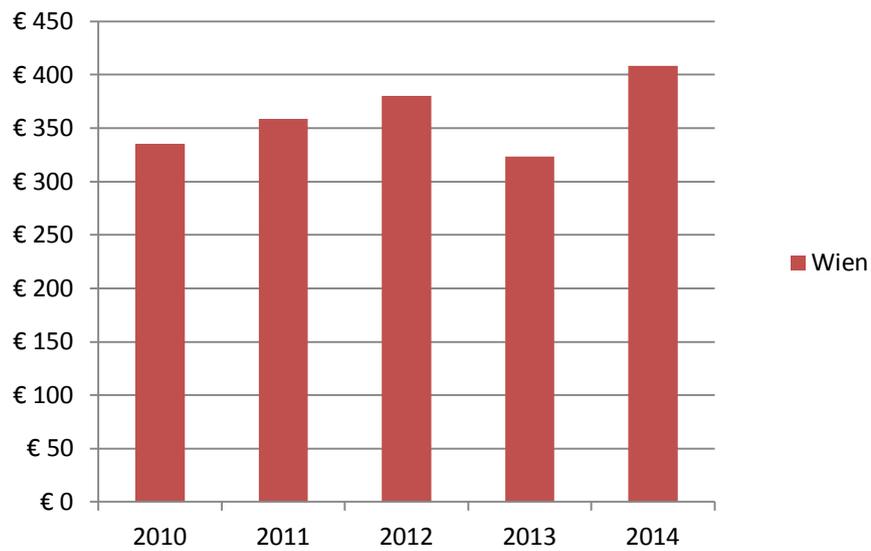


Abb. 25: Entwicklung der Verkaufspreise pro m² Grundfläche in Wien¹⁴⁰

Bei den Verkaufspreisen pro m² Grundstücksfläche wurde im Zeitraum von 2010 bis 2014 ein Plus von 22% verzeichnet. Von den Grundstücken wurden zirka. 70% in den Bezirken 10, 11, 21, 22 und 23 verkauft.

¹⁴⁰ Eigene Darstellung (Als Quelle der Daten diente das Programm „Immounited“).

8. Gibt es eine Immobilienpreisblase in Wien?

Entsprechend den in den vorangegangenen Kapiteln erörterten Stand der Wissenschaft und den zuvor dargestellten Daten über die Wohnungsmarktsituation in Österreich dient dieser Abschnitt der Auseinandersetzung mit der Frage über die Existenz einer Immobilienpreisblase am österreichischen Wohnungsmarkt.

8.1. Rückschlüsse aus der charttechnischen Sichtweise

In der jüngsten Vergangenheit sind die Immobilienpreise von starken Preissteigerungen in ein moderates Wachstum übergegangen, wobei die Mieten derzeit sogar stagnieren. Trotz des Preisanstiegs seit 2005 und einer weiteren Beschleunigung im Jahr 2012 ist aus charttechnischer Sicht (siehe nachfolgende Grafik) aktuell kein exponentielles Wachstum (Prozentuell im Vergleich zu den Vorjahren), das auf steigende Übertreibung oder einen anhaltenden Boom am Immobilienmarkt hinweisen würde, erkennbar.

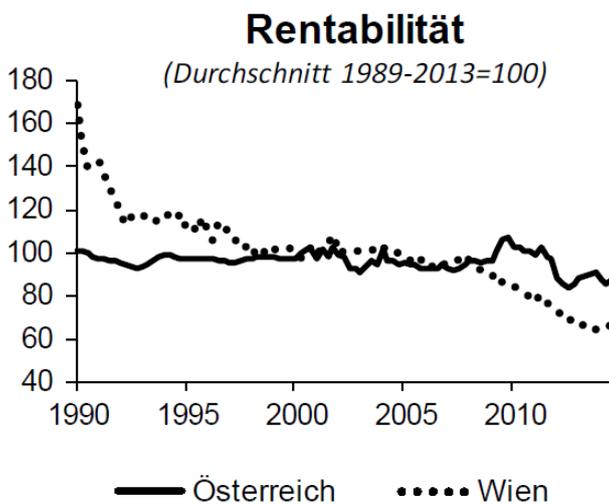


Abb. 26: Darstellung der Preisanstiege für Wohnimmobilien in Wien¹⁴¹

¹⁴¹ Quelle: Oenb (2014), S 2.

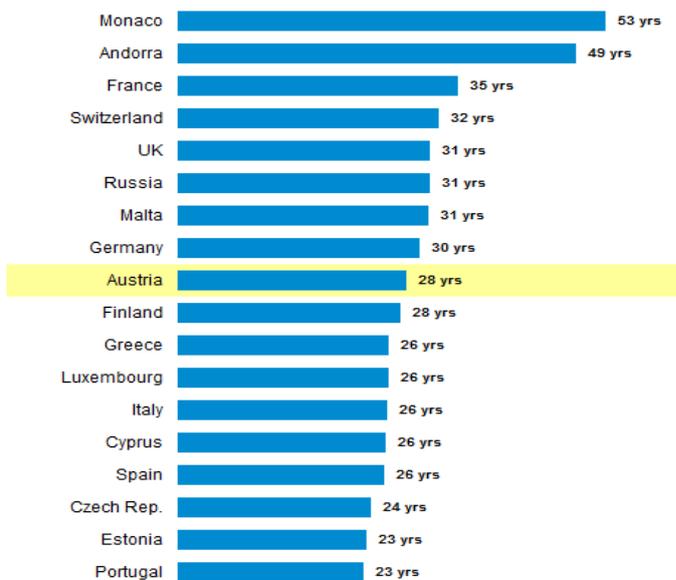
Dabei gilt es natürlich zu prüfen ob es sich lediglich um einen dem potentiell rapiden Abfall vorausgehenden sich verlangsamenen Preisanstieg handeln könnte.

Aufschluss darüber gibt einerseits die Verschuldung, die entgegen der Sub-Prime-Krise derzeit kein signifikantes Wachstum verzeichnet, sondern im Vergleich zu den Vorjahren eher zurückgeht (siehe Kapitel 8.2). Weiters könnte ein sehr hohes „Price-Rent-Ratio“ einen Anhaltspunkt für eine gefährliche Blasenbildung sein.



Die Grafik links zeigt die Entwicklung der Rentabilität für Wien, welche durch die neuerdings stagnierenden bzw. leicht rückgängigen Mieten im Vergleich zu den in Relation gesehen hohen Immobilienpreisen aktuell zurückgeht.

Abb. 27: Entwicklung der Rentabilität von Eigentumswohnungen in Österreich und Wien 142



Im internationalen Vergleich liegt Österreich allerdings im moderaten Mittelfeld, sodass aktuell kein besorgniserregend hohes „Price-Rent-Ratio“ feststellbar wäre.

(links) Abb. 28: Das Price-REnt-Ratio Österreichs im internationalen Vergleich

143

¹⁴² Quelle: OEnb (2014) S 9.

¹⁴³ Quelle: <http://www.globalpropertyguide.com/Europe/Austria/price-rent-ratio> - abgerufen am 28.12.2014

Unabhängig von der Frage nach dem Vorliegen einer Blasenbildung an sich, geht aus charttechnischer Sicht hervor, dass ein radikales Einbrechen der Preise und Investitionen (zu den Phasen einer Immobilienblase siehe Kapitel 2.6.) auf dem Wohnungsmarkt derzeit eher unwahrscheinlich ist. Gleichzeitig hat sich aber auch der Preisanstieg im Vergleich zu den letzten Jahren deutlich verlangsamt, sodass im Falle einer Überbewertung eine Gesundung im Rahmen eines an die Fundamentalwerte angepassten Wachstums als möglich und wahrscheinlich erscheint.

8.2. Rückschlüsse aus dem Immobilienpreisindikator der OEnB und den Fundamentaldaten

Mit Hilfe des Fundamentalpreisindikators für Wohnimmobilien in Wien kommt die Österreichische Nationalbank 2014 aktuell zu folgendem Ergebnis: „Der OeNB-Fundamentalpreisindikator für Wohnimmobilien zeigt für Wien einen Rückgang der Überbewertung von 23 % im zweiten auf 20 % im dritten Quartal an. Für Österreich insgesamt ergibt sich nach wie vor eine Übereinstimmung der Preise mit den Fundamentalfaktoren. Wohnbaukredite an private Haushalte weisen weiterhin ein nur moderates Wachstum auf. Die Bedingungen für die Aufnahme von Wohnbaukrediten blieben bis zuletzt günstig. Die Währungsstruktur hat sich von Fremdwährungskrediten weiter zu Eurokrediten verschoben.“¹⁴⁴

¹⁴⁴ Vgl. OEnb (2014), S 1.

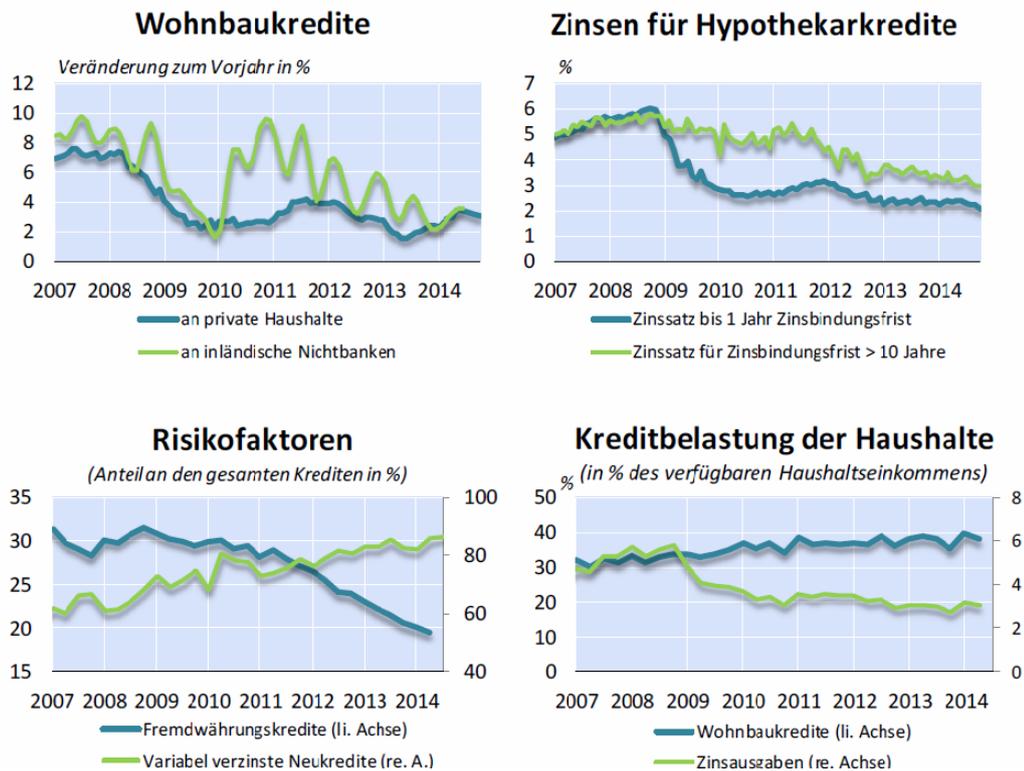


Abb. 29: Entwicklung der Finanzierungsindikatoren¹⁴⁵

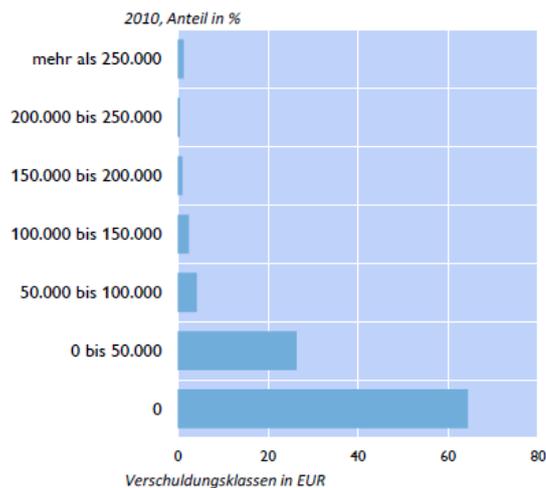
Die Grafiken zeigen, dass trotz fallender Zinsen für Hypothekarkredite kein signifikanter prozentueller Anstieg der Zahl an Wohnbaukrediten gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnen ist. Als Risiko erweisen sich allerdings die variabel verzinsten Neukredite von über 80% Anteil am gesamten Kreditvolumen. Wie zuvor im Rahmen der Sub-prime-Krise dargestellt, (siehe Kapitel 2.3) könnte auch die EZB bei Gefahr einer Blasenbildung durch Zinserhöhungen dämpfend auf den Konjunkturverlauf einzuwirken versuchen. Dabei würden sich die Rückzahlungskosten der variabel verzinsten Neukredite erhöhen, was folglich in einer erhöhten Kreditausfallsrate münden könnte. Aktuell zeigt die EZB allerdings keine Tendenzen, ihre Zinspolitik ändern zu wollen. Weiters hat sich im Rahmen der jüngsten „Banken-Stress-Tests“ gezeigt, dass nahezu alle österreichischen Banken ihre Kapitalpuffer entsprechend den Vorgaben der Europäischen Union und Basel III erweitert haben und strengeren Kreditvergaberichtlinien folgen.

¹⁴⁵ Quelle: OEnb (2014), S 7.

Auch bei der Verschuldung der Haushalte, die österreichweit gesehen bei rund 36 % liegt, wird in der nachfolgender Grafik ersichtlich, dass das Kreditvolumen größtenteils unter 50.000 Euro liegt. Von den besagten 36 % handelt es sich allerdings bei rund 47 % um Nichthypothekarkredite.¹⁴⁶

Verschuldung der privaten Haushalte

Nur 36% der Haushalte sind verschuldet,
Großteil der Schulden < 50.000 EUR



Quelle: HFCS Austria 2010, OeNB.

Verteilung der Verschuldung über
Bruttoeinkommensquintile

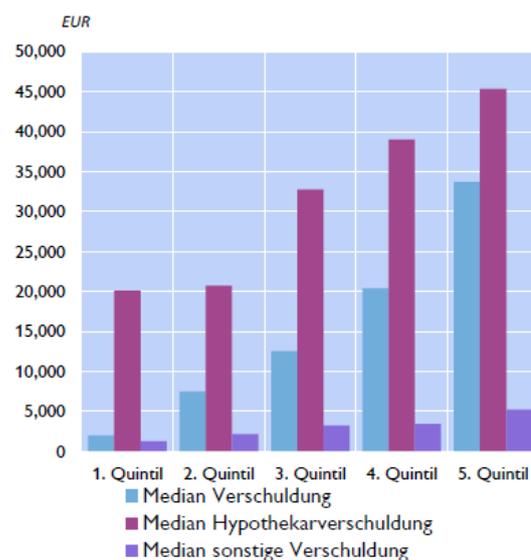


Abb. 30: Verschuldungsverteilung der privaten Haushalte in Österreich¹⁴⁷

Weiters zeigen die Daten des von der OeNB durchgeführten House-hold „Finance and Consumption Survey (HFCS) aus dem Jahr 2010, dass sowohl Schuldenpartizipation als auch die Höhe der Schulden mit dem Vermögen und dem Einkommen steigen.“¹⁴⁸ Die privaten Verschuldungen ist daher größtenteils den vermögenden Haushalten zuzurechnen. Zu beachten gilt dabei allerdings, dass unabhängig von diesem niedrigen Zinsausfallrisiko die Existenz einer Blasenbildung möglich ist. Die daraus resultierende Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems ist meines Erachtens momentan allerdings ungleich niedriger als bei Ausbruch der Sub-Prime-Krise. Dafür spricht einerseits die als Reaktion zu der Sub-Prime-Krise vorgenommene Regulierung der Finanzmärkte durch Basel III und die nichtvorhandene starke Ausweitung der Immobilienkredite. Auch

¹⁴⁶ Vgl. OEnb (2014), S 8.

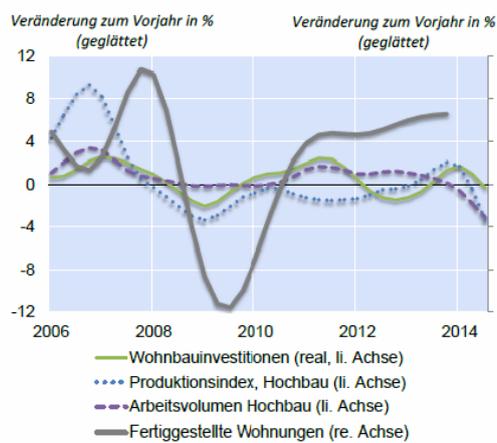
¹⁴⁷ Quelle: OEnb (2014), S 8.

¹⁴⁸ Vgl. OEnb (2014), S 8.

haben die großen Investoren von der Sub-Prime-Krise hinsichtlich des Risikos beim Kauf von Verbriefungen im Bereich des Immobilienmarktes gelernt.

Obwohl aus der nachfolgenden Grafik eine leichte Beschleunigung der Wohnbauaktivität in Gesamtösterreich, insbesondere aber auch in Wien im Vergleich zu den Vorjahren hervorgeht, bleibt der Neubau hinter dem zu erwartenden Wohnungsbedarf deutlich zurück (siehe Kapitel 6.7).

Aktivität im österreichischen Wohnbau



Baubewilligungen - Anzahl der Wohnungen in neuen Wohngebäuden

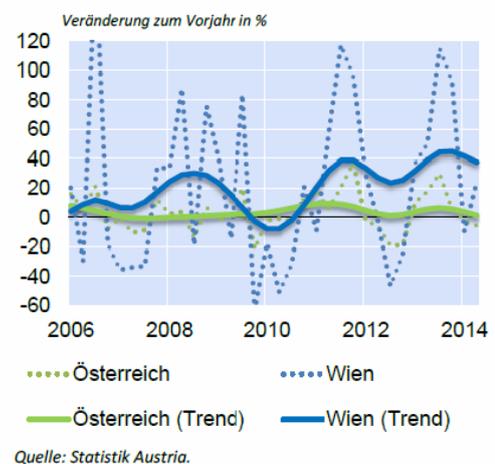


Abb. 31: Wohnbauaktivität in Österreich¹⁴⁹

Dies lässt sich zum einen auch auf die dämpfende Wirkung der relativ hohen Leerstandquote, die in Wien Schätzungen zufolge zwischen 3 und 10 % beträgt, zurückführen. Andererseits nahm die Attraktivität des Neubaus auch durch die Einführung der Immobilienertragssteuer im Jahr 2012 merklich ab (siehe Abbildung 27 und Kapitel 6.5). Dem Neubau zugutekommt hingegen der sich verlangsamende Anstieg der Baukosten (siehe 6.4), was sich auch in der jüngsten Preisentwicklung im Wohnungseigentum gegenüber dem Vorjahr widerspiegelt. Ursächlich dafür ist das krisenbedingte niedrige Inflationsniveau (siehe Kapitel 6.3.1), welches sich dem Anschein nach auch in naher Zukunft nicht verändern wird.

¹⁴⁹Quelle: OEnb (2014), S 5.

Auf der Nachfrageseite spricht die demographische-, die Einkommens- und die aktuelle Zinsentwicklung für ein weiteres, wenn auch von der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung abhängiges Wachstum. Dieses dürfte aber aufgrund der angespannten Situation am Arbeitsmarkt und den stagnierenden bzw. leicht zurückgehenden Mietpreisen in den kommenden Jahren etwas niedriger ausfallen.

In der Gesamtbetrachtung ist jedenfalls davon auszugehen, dass das Angebot an Wohneinheiten hinter dem der Nachfrage zurückbleibt und somit auch eine gleichbleibende, wenn nicht sogar leicht steigende Preisentwicklung begünstigt wird. Dabei darf nicht übersehen werden, dass vor allem in den Jahren 2011, 2012 und 2013 eine krisenbedingt hohe Nachfrage von Investoren auch aus dem Ausland zu berücksichtigen ist. Auf sie wird im kommenden Kapitel unter den Aspekten der verhaltensbasierten Sichtweise näher eingegangen.

8.3. Rückschüsse auf Basis der verhaltensbasierten Sichtweise

Im Zuge der aktuellen Krise im Euroraum ist die Nachfrage nach risikoarmen Veranlagungsmöglichkeiten vor allem in Wien in den vorangegangenen Jahren stark gestiegen. Dies führte zu verstärkten Kapitalzuflüssen auf dem Immobilienmarkt, die zu einem Gutteil von ausländischen Investoren herrühren. Dabei spielten auch die Wohnmerkmale insbesondere bei den russischen Investoren eine besondere Rolle. Dies ist insbesondere anhand der Preisentwicklung von Dachgeschosswohnungen im ersten Bezirk ersichtlich. Die dafür gezahlten hohen Quadratmeterpreise lassen sich vor allem auf die beschränkten Baumöglichkeiten im Innenstadtbereich, die höheren Baukosten bei Dachbodenausbauten und die Ängste hinsichtlich der Finanzmarktstabilität zurückzuführen. Die getätigten Immobilientransaktionen hatten jedoch zumeist einen hohen Eigenfinanzierungsanteil, weshalb von diesem Trend keine größere Gefahr für die Bankinstitute ausgeht.¹⁵⁰

¹⁵⁰ Vgl. Schneider Martin (2014), S 13.

Wie in Kapitel 7.2 ersichtlich sind mittlerweile auch die Wohnungseigentumspreise im ersten Wiener Gemeindebezirk rückläufig, was auch durch ein widerkehrendes Vertrauen der Investoren in die Aktienmärkte und die Spannungen der Europäischen Union mit Russland zu erklären ist. Viele Investoren sehen aktuell keine unmittelbare Gefahr für den Euro und ziehen ihr Geld daher aus ihren Immobilieninvestitionen zurück. Ein fortlaufend ansteigender Trend zu ungleich höheren Immobilieninvestitionen wie in den Jahren 2012 und 2013 kann daher im Dezember 2014 nicht mehr angenommen werden.

Auch die rücklaufenden Mieterträge (siehe Kapitel 7.3) im signalisieren den Investoren derzeit keine hohen Gewinnerwartungen.

Weiters liegen derzeit keine Anhaltspunkte für einen irrationalen Überschwang oder ein massenpsychologisches Phänomen im Sinne der „Greater Fool“-, „Sure Thing“- oder „Buy now pay later“ Mentalität auf dem österreichischen Immobilienmarkt erkennbar.

8.4. Conclusio

Zwar zeigt sich für Wien eine zunehmende Immobilienpreisüberbewertung, jedoch kann aus dieser nicht auf eine unmittelbar bevorstehende abrupte Preiskorrektur geschlossen werden. Es ist anzunehmen, dass sich die in den Jahren nach der Finanzkrise gebildeten Ungleichgewichte in den kommenden Jahren wieder relativieren und den Fundamentalwerten angleichen werden.¹⁵¹

Die Frage nach dem Vorliegen einer Immobilienpreisblase in Wien kann daher nur differenziert beantwortet werden: Eine leichte Überbewertung von Immobilien - insbesondere mit hohen Wohnwertmerkmalen - ist anzunehmen, für eine zum Platzen gefährdete Immobilienpreisblase gibt es derzeit allerdings keine ausreichenden Anhaltspunkte.

¹⁵¹ Vgl. Schneider Martin (2014), S 13.

9. Ergebnis

Die aus dieser Arbeit gewonnenen Erkenntnisse deuten darauf hin dass der Immobilienhype der letzten Jahre zwar vorbei ist, aber nach wie vor positive Ankaufsentscheidungen bei Immobilien und Grundstücksinvestitionen in Wien getroffen werden können.

So auch Hohendanner Alexander vom Deloitte Radar 2013/14: *„In den Ballungsräumen besteht nach wie vor hoher Wohnraumbedarf, wodurch Preise hier verhältnismäßig stark ansteigen. Diese Entwicklung lässt sich auch europaweit beobachten, Wien ist besonders stark betroffen“* (Deloitte Radar 2013/14: S 25)¹⁵²

Auch bei den Wohnungsmieten ist 2014 nach einigen Jahren mit teilweise sehr bedeutenden Zuwächsen eine Entspannung angesagt. Im Großraum Wien werden die Wohnungsmieten nur mehr moderat, also in etwa im Ausmaß der allgemeinen Inflation steigen, der strukturelle Nachfrageüberhang wird aber dafür sorgen, dass die Preise nicht unter Druck kommen und auch der aktuell nicht abschätzbare Leerstand zurückgehen wird.¹⁵³

Allerdings sollten Investoren beachten, dass die Eigentumspreise 2013 spürbar schneller gestiegen sind als die Mieten. Im Sinne der Wahrnehmung als Warnsignal sollten die Investitionen zukünftig daher mit großer Vorsicht geprüft werden.

Gleichwohl sollten auch folgende zwei Risiken Beachtung finden, die einen Rückgang der Wohnungspreise als (fundamental) gerechtfertigt erscheinen lassen:

- 1.) In den letzten Jahren sorgte starke Zuwanderung aus Süd- und Osteuropa für erhebliche Mehrnachfrage. Dieser Zustrom muss natürlich nicht dauerhaft sein und wird gerade durch die EU-Russlandkrise gedämpft.

¹⁵² Hohendanner A. (2014), S 25.

¹⁵³ Vgl. Ehlmaier Michael (2014), S 10.

2.) Der österreichische Wohnungsmarkt profitiert aktuell von sehr niedrigen Zinsen. Es wäre jedoch fahrlässig, wenn Anleger bei ihrer Mittelfristplanung von einem dauerhaft niedrigen Zinsniveau ausgehen und sich entsprechend hoch verschulden würden. Beispielsweise hat die deutsche Bundesbank in ihrer jüngsten Studien deutlich gemacht dass sie die Entwicklung auf den Wohnungsmärkten mit Sorge betrachte. Sollte die EZB aus dieser Sorge heraus irgendwann Maßnahmen ergreifen, die den Zugang zum Fremdkapital erschweren, hätte dies natürlich auch für Österreich eine belastende Wirkung hinsichtlich der Preisentwicklung zur Folge.¹⁵⁴

¹⁵⁴ Vgl. Just T./Möbert J./Heinrich M. (2014), S 35.

Kurzfassung

Blasen treten im Allgemeinen sowohl an Rohstoffterminbörsen sowie auch am Finanzmarkt auf. Grundsätzlich stellt eine Blase einen in sich selbst verstärkenden Trend dar, der aufgrund von übertriebener Nachfrage entsteht. Diese übersteigt dabei den eigentlichen Realwert, weshalb von einer Blasenbildung gesprochen wird. Wann diese vorliegt ist vor allem von der Bewertung verschiedener Marktindikatoren abhängig. Deren Gewichtung und Betrachtung führt zu teilweise fundamental unterschiedlichen Definitionen und Ergebnissen. Einerseits sind diese durch historische Interpretation über Verlauf und Ursache verschiedener vergangener Preisblasen wie beispielsweise jene der „New-Economy-Krise“ oder der „Sub-Prime-Krise“ in den USA erklärbar und als volkswirtschaftliche, rechtliche oder auch investitionsbedingte Ursache einzuordnen. Andererseits können die verschiedenen Definitionsversuche bekannter Ökonomen wie beispielweise von Robert James Shiller oder Joseph Eugene Stiglitz mangels einer einheitlichen Definition in verschiedene ökonomische Herangehensweisen kategorisiert werden. Die „Charttechnische Sichtweise“ interpretiert die Existenz einer Immobilienpreisblase dabei vorwiegend aus dem Kursverlaufsmuster von Immobilienpreisen, wobei aktuell kein auf steigende Übertreibungen oder einen Boom hinweisendes exponentielles Wachstum erkennbar ist. Die „verhaltensbasierte Sichtweise“ orientiert sich hingegen an der Stimmung und dem Verhalten sogenannter „unvollkommener“ Akteure am Immobilienmarkt. Auch hier sind derzeit keine Anhaltspunkte für einen irrationalen Überschwang oder ein massenpsychologisches Phänomen im Sinne der „Greater Fool“-, „Sure Thing“- oder „Buy now pay later“ Mentalität auf dem österreichischen Immobilienmarkt erkennbar. Wird allerdings der Marktpreis bzw. dessen blasenindizierende Abweichung anhand der durch fundamentale Faktoren gerechtfertigten Preisen (= „Fundamentale Werte“) untersucht, handelt es sich um eine „fundamentale Sichtweise“. Diese hat sich mittlerweile in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung als ökonomisch fundiertes Konzept etabliert und bildet die heute wohl am häufigsten verwendete Methode. An ihr orientiert sich auch der im europäischen Vergleich repräsentative österreichische

Fundamentalpreisindikator der ÖNB. Dieser spiegelt die wesentlichen Kennzahlen der Wiener-Wohnungsmarktentwicklung wider und zeigt aktuell einen Rückgang der Überbewertung von 23 % im zweiten auf 20 % im dritten Quartal an. Bei Betrachtung der Immobilienpreise dürfen natürlich die Wohnwertmerkmale wie Lage, Ausstattung und Größe der Wohnung nicht außer Acht gelassen werden. Diese erklären auch teilweise stark steigende Preise in räumlich begrenzten Gebieten wie dem ersten Wiener Gemeindebezirk. Zuletzt darf die mit der Leitzinsentwicklung des Euros zusammenhängende „Leistbarkeit“ von Wohnungseigentum als wichtiger Nachfragefaktor nicht vergessen werden. Von ihr hängt auch die Kreditvergabep Praxis der Banken und in weiterer Folge auch die Kredittilgungsrate ab. Unter Einbeziehung all dieser Faktoren ist in der Gesamtbetrachtung derzeit eine leichte Überbewertung von Immobilien - insbesondere mit hohen Wohnwertmerkmalen – anzunehmen, wobei keine Anhaltspunkte für das Platzen einer allenfalls vorhandenen Blase erkennbar sind.

Literaturverzeichnis

B

Bauer Leonhard (1997): *Der Wiener Immobilienmarkt 1986 – 1996*. Diplomarbeit Wirtschaftsuniversität Wien, Wien

Berg Bernd (2008): *Finanzkrisen und Hedgefonds – Finanzmagier oder Krisenauslöser*. Dissertation, Universität Tübingen, Tübingen

Bloss, Ernst, Häcker, Eil (2009): *Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise – Immobilienblase: Ursache, Auswirkungen, Handlungsempfehlungen*. Oldenbourg Verlag München, München

Bundesminister für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft (2014): *Erläuternden Bemerkungen zu der Verordnung des über die Erstellung von Häuser- und Wohnungspreisindizes*. <http://www.bmfwf.gv.at/Ministerium/Rechtsvorschriften/entwuerfe/Documents/Erl%C3%A4uterungen%20Haus.pdf> – abgerufen am 09.12.2014

D

Douglas E. French (2009): *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money*. 2. Auflage, Ludvig von Mises Institute, Auburn

E

Ehlmaier, Michael (2014): *Bevölkerung in Wien*. Österreichische Zeitschrift für Liegenschaftsbewertung, 1/2014, Manz, Wien

ECB (2014): *The ECB's definition of euro area monetary aggregates*. <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/hist.en.html> - abgerufen am 26.12.2014

F

Feld L./ Schulten A./ Jahn M./ Simons H./ Kiefer M. (2014): *Frühjahrgutachten Immobilienwirtschaft 2014* des Rates der Immobilienweisen im Auftrag des Zentralen Immobilien Ausschusses e.V. (ZIA)

Fernandez-Kranz, D./ Hon, M. (2006): *A Cross-Section Analysis of Income Elasticity of House Demand in Spain: Is there a Real Estate Bubble?*, In: *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 32, No. 4, S. 449 – 470

Focus Online Money (2012): *10 Jahre Internetblase - Als der neue Markt zur puren Geldvernichtung wurde.*
http://www.focus.de/finanzen/boerse/aktien/10-jahre-internet-blase-als-der-neue-markt-zur-puren-geldvernichtung-wurde_aid_827288.html -
abgerufen am 18.11.2014

Francke, Hans Hermann/Rehugler, Heinz (2012): *„Immobilienmärkte und Immobilienbewertung“*, 2. Auflage, Vahlen, München

G

Glebe Dirk (2008): *Die globale Finanzkrise – Alles über die Finanzkrisen dieser Welt.* Spinbooks, Norderstedt

Gurkaynak, R.S. (2005): *Econometric Tests of Asset Price Bubbles, Taking Stock.* In: Washington, D.C. Working Paper des Federal Reserve Boards, S 4.

Gutbrunner S. (2013): *Wer hat Angst vor Inflation?* www.wirtschaftsblatt.at – abgerufen am 26.12.2014

H

Hackhausen Jörg (2013): *Die deutsche Blase.*
<http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/ratgeber->

hintergrund/immobilienmarkt-der-schweinezyklus-beginnt-von-vorn/8308076-2.html - abgerufen am 06.12.2014

Himmelbauer Leo (2014): *Nationalbank sieht Immobilienblase in Wien*. <http://wirtschaftsblatt.at/home/nachrichten/oesterreich/wien/1551051/Nationalbank-sieht-Immobilienblase-in-Wien> – abgerufen am 31.10.2014

Hohendanner, Alexander (2014): *Partner Real Estate Deloitte Radar 2013/14*, S.25

I

Immonet (2014): Der aktuelle Baukostenindex. <http://www.immonet.at/baukostenindex.htm> - abgerufen am 25.12.2014

J

Just Tobias (2013): *Demografie und Immobilien*. 2. Auflage, Oldenburg, München

Just T./ Möbert J./ Heinrich M. (2014): *Deutsche Wohnimmobilien als Kapitalanlage - Gutachten im Auftrag der Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG*. IN IRE|BS Beiträge zur Immobilienwirtschaft Heft 6

K

Kalenda Florian (2013): *Analysten warnen vor Börsenblase rund um 3D-Drucker*. <http://www.zdnet.de/88143876/analysten-warnen-vor-borsenblase-rund-um-3d-drucker/> - abgerufen am 18.11.2014

Kholodilin K./ Michelsen C./ Ulbricht D. (2014): *Stark steigende Immobilienpreise in Deutschland – aber keine gesamtwirtschaftlich riskante Spekulationsblase*. In: DIW Wochenbericht Nr. 47.2014, S. 1231 – 1240

Kirchner Matthias (2015): *Fachlexikon Immobilienbewertung – Stichwort DCF*. http://www.matthias-kirchner.de/Immobilienbewertung-Lexikon/d_lexikon_content/discounted_cashflow_methode.html - abgerufen am 05.02.2015

Kofner Stefan (2004): *Wohnungsmarkt und Wohnungswirtschaft*. R Oldenbourg Verlag München, Wien

Konrad Adenauer Stiftung (2009): *Welche Rolle spielten die Ratingagenturen bei der Entstehung der Finanzkrise*. <http://www.kas.de/wf/de/71.7074/> - abgerufen am 19.11.2014

L

Lahodynsky Otmar (2012): *In Wien steigen die Preise für Wohnungen weiter*. <http://www.profil.at/articles/1228/560/334374/immobilien-in-wien-preise-wohnungen> - abgerufen am 31. Oktober 2014

M

Magistrat Abteilung 23 im Auftrag von Brauner R. (2014): *Wien Wächst... Bevölkerungsentwicklung in Wien und den 23 Gemeinde- und 250 Zählbezirken*. Statistik Journal Wien 1/2014

Mannsberger Christian (2009): *Darstellung der Mechanismen von historischen „Immobilienblasen“ und Klärung der Frage, ob eine Immobilienblase auch in Österreich möglich ist*. Unveröffentlichte Masterthese, FH Wien, Wien

Meudtner Fabian (2014): *Quo vadis Berlin – Illusion oder Realität – Eine Untersuchung des Berliner Wohnungsmarktes*. Studienarbeit, Akademie der Immobilienwirtschaft e.V. Berlin, Berlin

O

Obenaus Werner (2014): *Immobilienblase in Österreich?*. Schoellerbank Analysebrief Nr. 262 Oktober 2014, http://schoellerbank.at/023/home/Erfahren-Sie-mehr-zu-diesem-Thema-im-Schoellerbank-Analysebrief-Nr.-262.-_75062A - abgerufen am 09.12.2014

OEnb (2014): *OeNB-Immobilienmarktmonitor Dezember 2014: Deutliche Beruhigung der Preisentwicklung bei Wohn-immobilien im dritten Quartal.* <http://www.oenb.at/Presse/20141222.html> - abgerufen am 26.12.2014

OIZ (2014): *Wohnimmobilien zunehmend überbewertet.* In: Österreichische Immobilien Zeitung (OIZ). 01-02 2014, S. 14

P

Pohl Mark (2009): *Auswirkung der Subprime-Krise (USA) auf die Kapitalversorgung des deutschen Gewerbeimmobilienmarktes.* Diplomatica-Verlag, Hamburg

Postinett Axel (2014): *Das gewagte Spiel mit den Autokrediten - Nicht alle haben aus der Immobilienkrise gelernt: In den USA vergeben viele Autokonzerne Kredite an schlechte Schuldner – und verkaufen sie an Investoren weiter. Droht die nächste Subprime-Krise?* <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/die-naechste-subprime-krise-das-gewagte-spiel-mit-den-autokrediten/10327136.html> - abgerufen am 20.11.2014

Putschögl M. (2014): *Wien: Häupl will Leerstand bei Wohnungen wissen.* <http://derstandard.at/2000008017686/Haeupl-will-Leerstand-bei-Wiener-Wohnungen-wissen> - abgerufen am 26.12.2014

R

RegioData (2014): *Kaufkraft Österreich - Wien verliert Vormachtstellung*.
http://www.regiodata.eu/sites/default/files/downloads/RegioData%20Press%20aussendung%20Kaufkraft%202014_15042014.pdf – abgerufen am 25.12.2014

Rombach Tobias (2011): *Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten – Eine theoretische und empirische Analyse der internationalen Märkte*.
Dissertation, Albert-Ludwigs-Universität, Freiburg im Breisgau

S

Schiller Robert J./ Case Karl E. (2004): *Is There a Bubble in the Housing Market?* In: *Brookings Paper on Economic Activity*. Cowles Foundation No. 1089, S. 299 – 362

Schneider Martin (2014): *Ein Fundamentalpreisindikator für Wohnimmobilien für Wien und Gesamtösterreich*, Österreichische Nationalbank, Wien

Schönstein Jürgen (2008): Nobelpreisträger Joseph E. Stiglitz (2001): “Hier spielen Kids mit dem Geld anderer Leute”.
<http://scienceblogs.de/geograffitico/2008/10/25/nobelpreistrager-joseph-e-stiglitz-2001-hier-spielen-kids-mit-dem-geld-anderer-leute/> abgerufen am 30.11.2014

Seifert Thomas (2008): *Stiglitz, Gusenbauer: „Wir stehen an einem Wendepunkt“*.
http://diepresse.com/home/wirtschaft/economist/427563/Stiglitz-Gusenbauer_Wir-stehen-an-einem-Wendepunkt abgerufen am 30.11.2014

Seiser F./ Kainz F. (2011): *Der Wert von Immobilien; Standards und Praxis der Bewertung*. Seiser + Seiser Immobilien Consulting GmbH, Graz

Springer Gabler Verlag (Herausgeber), Gabler Wirtschaftslexikon (2014),
Stichwort: ökonomische Methoden.
<http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/89435/oekonomische-methoden-v8.html> - abgerufen am 08.12.2014

Statistik Austria (2014): *Österreichs Wirtschaft wuchs 2013 um 0,2%*.
http://www.statistik.at/web_de/statistiken/volkswirtschaftliche_gesamtrechnungen/bruttoinlandsprodukt_und_hauptaggregate/jahresdaten/ -
abgerufen am 31.Oktober.2014

Stiglitz, Joseph E. (1990): *Symposium on Bubbles*, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, No. 2, S. 13-18

T

Taipalus Katja (2006): *A global house price bubble? Evaluation based on a new rent-price approach*. In Bank of Finland Research. Discussion Papers 29 S 13

U

UNOHABITAT (2012): *State of World Cities, Prosperity of Cities*. United Nations Human Settlements Programme, New York

W

Wendlinger, Peter (2012): *Immobilienkennzahlen Fundierte Immobilienanalyse in der Praxis*. Linde Verlag, Wien

Z

Zumtobel Stephan (2008): *Die US-Subprime-Krise – Zur Analyse ihrer Ursachen, ihres Verlaufs und der geplanten Reformen von 2001 bis 2008*. Unveröffentlichte Diplomarbeit, Universität Wien, Wien

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Historische Finanzkrisen	7
Abb. 2: Anteil der Subprimes an der gesamten Hypothekenvergabe.....	11
Abb. 3: Die Entwicklung der Verbriefung von Hypotheken in „Asset backed Securities“.....	12
Abb. 4: Zinsvergleich zwischen der Eurozone und der USA.....	14
Abb. 5: Die Entwicklung der Häuserpreise in den USA	15
Abb. 6: Die Verwendung der Termini „Housing Bubble“ und „Housing Boom“ in den US-amerikanischen Zeitungen von 1980 - 2003	21
Abb. 7: Preiswachstum am US-amerikanischen Immobilienmarkt vor und nach Ausbruch der Subprime-Krise	25
Abb. 8: Abweichung des Marktwertes vom Fundamentalwert.....	28
Abb. 9: Darstellung der klassischen Zyklen einer Immobilienpreisblase	32
Abb. 10: Die Teilindikatoren des Fundamentalpreisindikators der ÖNB.....	41
Abb. 11: Überblick über die Subindizes des Schweizer Index „UBS Swiss Real Estate Bubble“	43
Abb. 12: Darstellung der Bevölkerungsentwicklung in Wien von 2008 - 2013.....	54
Abb. 13: Mikrozensus Erhebung der Erwerbstätigen in Wien von 2008 – 2013	57
Abb. 14: Darstellung der Entwicklung der Netto- und Bruttozüge als Gesamtes für Wien von 2008 – 2013	58
Abb. 15: Die Leitzinsentwicklung in der Eurozone von 2000 – 2014.....	59
Abb. 16: Entwicklung der Geldmenge M3 von 1980 – 2013	60
Abb. 17: Entwicklung der Inflationsrate in Österreich von 1995 – 2016.....	61
Abb. 18: Die Veränderungsrate des Baukostenindex im Jahresdurchschnitt von 1991 – 2013	62
Abb. 19: Leerstandquote von Wohnungen in Berlin in den Jahren von 2009 bis 2013.....	65
Abb. 20: Immobilienpreise im europäischen Vergleich	67
Abb. 21: Entwicklung der Verkaufspreise in Wien pro m ² Wohnnutzfläche von 2010 bis 2014	68
Abb. 22: Entwicklung der Verkaufspreise in Wien pro m ² Wohnnutzfläche von 2010 bis 2014	69
Abb. 23: „Tendenzen“ der aktuellen Preise - Eigentumswohnungen in Wien.....	70

Abb. 24: Mietpreise in den einzelnen Wiener Gemeindebezirken für das Jahr 2014 sowie deren aktuelle Tendenz.....	72
Abb. 25: Entwicklung der Verkaufspreise pro m ² Grundfläche in Wien	73
Abb. 26: Darstellung der Preisanstiege für Wohnimmobilien in Wien.....	74
Abb. 27: Entwicklung der Rentabilität von Eigentumswohnungen in Österreich und Wien ...	75
(links) Abb. 28: Das Price-REnt-Ratio Österreichs im internationalen Vergleich	75
Abb. 29: Entwicklung der Finanzierungsindikatoren	77
Abb. 30: Verschuldungsverteilung der privaten Haushalte in Österreich.....	78
Abb. 31: Wohnbauaktivität in Österreich	79