



**Prof. Dr. Markus Knüfermann,**  
Professuren für Volkswirtschaftslehre  
(BO) und norddeutsche Wohnungswirtschaft (HH)

## ■ **EINLEITUNG**

Die Analyse von Preisentwicklungen ist eine komplexe Aufgabe, weil allein schon die Gruppierung von Immobilien zu einem homogenen Betrachtungsgegenstand scheitern muss. Immobilien sind höchst heterogen und Immobilienmärkte in vielerlei Hinsicht ineffizient. Im Weiteren wird deshalb zur Eingrenzung der Analyse allein auf die Betrachtung von Transaktionspreisen für Wohnimmobilien im Bundesdurchschnitt abgestellt.

# Inflation und Preisblaseneffekte auf den Wohnimmobilienmärkten

## 1. Hintergrund der Analyse

Die Möglichkeit, dass Preise von Vermögenswerten inflationieren, wird zumeist gleichgesetzt mit dem Begriff der Preisblase. Wird davon ausgegangen, dass sich Preise durch das Aufeinandertreffen von Angebot und Nachfrage bilden, könnte die Existenz von Preisblaseneffekten verneint werden, wenn Märkten eine Funktionseffizienz unterstellt werden kann. Die entsprechende Effizienzmarkttheorie nach Fama (1970) behauptet, dass den Preisen alle verfügbaren und legal heranzuziehenden Informationen über das Anlageobjekt inhärent sind. Steigen Immobilienpreise (unabhängig, ob Transaktionspreise oder Mietpreise) in Folge nachhaltig veränderten Nachfrageverhaltens (z. B. in Form von Metropolisierungstendenzen der Bevölkerung aus Versorgungszwecken), kann keineswegs von Preisblaseneffekten gesprochen werden. In diesem Fall dürften Preissteigerungen in spezifischen Segmenten negativ korrelieren mit Preissenkungen in anderen Segmenten. Die gesamtwirtschaftliche Preisentwicklung bliebe also unberührt. Kommt es jedoch im Zuge zusätzlicher Marktliquidität zu Preissteigerungen für Vermögenswerte über den gesamten Markt hinweg, entkoppeln sich die Preise von ihren sogenannten Fundamentalwerten. Entsprechend werden Preisblasen nach Stiglitz (1990, S. 13) wie folgt definiert: „(I)f 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.“ Die Analyse von Preisentwicklungen vor dem Hintergrund, dass Preisblasen überhaupt entstehen können, ist über die Effizienzmarkttheorie also nicht zu realisieren. Vielmehr müssen psychologische Einflüsse auf die Entscheidungsprozesse der Wirtschaftssubjekte Berücksichtigung finden. Dann aber ist zu akzeptieren, dass sich Preisentwicklungen nicht mehr allein auf Basis markttechnischer Daten antizipieren lassen. Dieser Gedankenansatz ist der Behavioral Finance-Denksschule zuzuordnen.

Die Akzeptanz der Psychologie eliminiert dennoch keinesfalls den Informationsgehalt von Preisen. Thaler (2018, S. 302 f.) meint deshalb zu „... betonen, dass die Ungenauigkeit dieser Vorhersagen [gemeint sind Kursvorhersagen auf den Aktienmärkten] nicht bedeutet, dass sie nutzlos sind. Wenn Preise deutlich von historischen Höhen – nach oben oder nach unten – abweichen, haben diese Signale einen gewissen Vorhersagewert. Und je weiter die Preise von historischen Ständen abweichen, um so ernster sollten die Signale genommen werden. Investoren sollten sich davor hüten, Gelder in Märkte zu pumpen, die Anzeichen von Überhitzung zeigen, aber sie sollten auch nicht erwarten, dadurch reich zu werden, dass sie den optimalen Zeitpunkt zum Ein- beziehungsweise Ausstieg in einen Markt finden. Es ist viel leichter, festzustellen, dass sich möglicherweise eine Blase gebildet hat, als vorherzusagen, wann sie platzen wird, und Investoren, die versuchen, Geld damit zu verdienen, dass sie den bestens Zeitpunkt zum Ein- beziehungsweise Ausstieg in einen Markt finden.“

hungsweise Ausstieg abpassen, sind nur selten erfolgreich.“ Für Deutschland stellt sich die Frage seit längerer Zeit, ob auf den Immobilienmärkten Preisblasen existieren. Im Weiteren Beitrag wird eine Antwort abgeleitet.

## 2. Inflationsanalyse

Um eine mögliche Preisblase auf den deutschen Transaktionsmärkten für Wohnimmobilien zu identifizieren, ist zunächst erstmal die Entwicklung selbst zu erfassen. Laut der Deutsche Bundesbank stiegen die Wohnimmobilienpreise bundesweit über alle Wohnimmobilienformen hinweg in den Jahren von 2010 bis 2018 insgesamt um 59,4 % bzw. durchschnittlich jährlich um 6,0 % (vgl. Deutsche Bundesbank 2021). Dabei war das Wachstum nicht homogen verteilt über die gesamte Volkswirtschaft, sondern hatte stattdessen Peaks in den deutschen Monopolstädten zu Lasten ländlicher Regionen.

Die Preise der Vermögenswerte (insbesondere Immobilien, Wertpapiere, Rohstoffe) sind massiv durch die expansive Geldpolitik im Eurosystem beeinflusst. Denn von März 2015 bis August 2021 hat das Eurosystem bereits Vermögenswerte in Form von Wertpapieren (insbesondere Schuldverschreibungen der Staaten und großer Unternehmen) im Umfang von 3.055,363 Mrd. EUR angekauft (Datenquelle hier und im Weiteren: EZB 2021). Der Umfang entspricht bereits einem Viertel der überhaupt umlaufenden Wertpapiere. Dieser enorme Liquiditätszufluss spiegelt sich jedoch erst seit Juli 2021 in der angestiegenen Inflationsrate gemessen an den Preisentwicklungen der harmonisierten Verbraucherpreise. Sie betrug im August 2021 für alle Euro-Mitgliedsländer 3,0 % und lag damit zum ersten Mal seit Oktober 2008 wieder auf diesem Niveau.

Auch in Deutschland ist die Inflationsrate der Verbraucherpreise im Juli 2021 über die 3,0 %-Hürde gesprungen und lag im August 2021 bei 3,4 % (Datenquelle: Deutsche Bundesbank 2021). Dieser Sprung ist enorm, weil die Inflation im Dezember 2020 noch bei -0,7 % lag. Der plötzliche Anstieg im Juli 2021 auf 3,1 % ist aber auch statistischmethodischer Natur. Gemessen wird Inflation nämlich als Veränderung der Preise von Gütern und Dienstleistungen des täglichen Bedarfs gegenüber dem Vorjahr.

Die expansive Liquiditätszuführung durch das Eurosystem seit dem Jahr 2015 hat sich also nicht direkt in den Inflationsraten der Verbraucherpreise widerspiegelt. Weil aber die Geldmenge seit 2015 deutlich stärker anstieg als die reale Wirtschaft in Deutschland (und im Durchschnitt der Euro-Mitgliedstaaten wuchs), muss sie die Preisentwicklung von Vermögens-

werten beeinflusst haben. Denn grundsätzlich entsteht Inflation ausschließlich durch höhere Geldmengenwachstumsraten gegenüber den Wachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts. Gemäß der neuen Quantitätstheorie kann die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes als stabile Funktion angesehen werden, so dass die Inflationsrate gleich dem Geldmengenwachstum abzüglich der realen Wirtschaftsleistung sein muss. Friedman (1992, S. 237) formuliert dazu: „Inflationen sind ein monetäres Phänomen. Sie entstehen dadurch, daß die Geldmenge schneller wächst als der Output (wobei es viele Gründe für die Ausweitung der Geldmenge geben kann.“ Als Gründe gelten Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt, den Zinsmärkten oder der Inflation selbst, die von den Regierungen forciert oder willentlich in Kauf genommen werden (vgl. Knüfermann 2021, S. 142 f.). Die Deutsche Bundesbank (2019, S. 135) fasst zusammen: „Daher lautet eine seit Jahrzehnten bekannte volkswirtschaftliche Erkenntnis, dass Inflation auf lange Sicht letztlich stets und überall ein monetäres Phänomen ist (monetär = geldlich, von lat. moneta: Münzprägstätte, geprägtes Geld). Inflation hat also langfristig betrachtet immer mit Geld und der Entwicklung der Geldmenge zu tun – eine Erkenntnis, die vielfach durch wissenschaftliche Untersuchungen belegt ist.“

## 3. Analyse von Preisblaseneffekten

Die hohen Inflationsraten der Verbraucherpreise in Deutschland sind in diesem Jahr 2021 durch den Anstieg der Geldmenge M3 bereits aus dem Jahr 2020 geprägt. In Deutschland stieg die Geldmenge M3 von unter 6 % bis zum Jahr 2019 auf fast 10 % in den Jahren 2020 und 2021. Vermögenspreise können jedoch auch inflationieren, wenn Vermögenswerte innerhalb des Finanzsektors gehandelt werden. Dann absorbiert der Finanzsektor die Liquiditätszufuhr der Zentralbanken, ohne über den Kreditprozess mit Nicht-Banken die Geldmenge zu erhöhen. So heißt es bereits in Deutsche Bundesbank (2007, S. 27): „Zum einen beeinflussen [...] die Immobilienpreise] den geldpolitischen Transmissionsprozess – geldpolitische Maßnahmen können ihre Wirkungen auf die Preisentwicklung auch über die Immobilienpreise und über das Immobilienvermögen entfalten. Darüber hinaus kann eine übermäßige Steigerung der Immobilienpreise die Finanzstabilität schwächen, was letztlich auch mit negativen Konsequenzen für die aggregierte Nachfrage und die Stabilität der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet verbunden wäre. Die laufende Analyse des Kreditbeziehungsweise Geldmengenwachstums kann in Verbindung mit der Vermögenspreisentwicklung wichtige Hinweise darauf liefern, ob sich solche finanziellen Ungleichgewichte aufbauen.“ Daher liefert Tabelle 1 eine entsprechende Analyse für die deutsche Volkswirtschaft.

**Tabelle 1: Übersicht der Entwicklung exemplarischer Kennzahlen zu Geldmenge, Immobilienpreisen und Wertpapierrenditen für drei Zeitfenster von 2004 bis 2020<sup>a</sup>**

	2004-2008	2010-2014	2015-2020
(1) M3 <sup>b</sup>	5,57 %	4,08 %	5,83 %
(2) Preise der Wohnimmobilien <sup>c</sup>	-0,48 %	3,65 %	7,46 %
(3) Renditen der BWP mit 10-j. RLZ <sup>d</sup>	3,95 %	2,00 %	0,00 %
(4) REX Kursindex <sup>e</sup>	-0,36 %	-2,22 %	1,07 %

- a. Das Jahr 2009 mit der Weltwirtschaftskrise bleibt unberücksichtigt, um entsprechende Verzerrungen auszuschließen.  
b. Durchschnittliche M3-Wachstumsrate p. a. M3 = Geldmenge M3 / Veränderung saisonbereinigt / Jahresrate / EWU. Es gilt: Bargeldbestand inländischer Nichtbanken und Sichteinlagen (= M1) plus 3-24-monatige Termineinlagen und dreimonatige Spareinlagen (= M2) sowie geldnahe Papiere (= M3).  
c. Durchschnittliche Preiswachstumsrate für Eigentumswohnungen und Häuser insgesamt p. a. ab dem Jahr 2005.  
d. Durchschnittliche Rendite der Bundeswertpapiere (BWP) mit zehnjähriger Restlaufzeit (10-j. RLZ).  
e. Gewogener Durchschnitt aus den Kursen von 30 fiktiven Anleihen mit Kupons von 6 %, 7,5 % und 9 % sowie mit im Zeitablauf unveränderlichen ganzjährigen (Rest-)Laufzeiten von 1 bis 10 Jahren.

Die Liquiditätszufuhr durch das Eurosystem beeinflusst also die Preise für Vermögenswerte, selbst ohne entsprechende Geldmengenentwicklungen. Zur Quantifizierung der Preissteigerungsanteile, die durch die expansive Geldpolitik realisiert werden, liefern eigene Berechnungen (auf der Datenbasis der Deutschen Bundesbank 2021) in Tabelle 1 Hinweise. Um die Preisentwicklung von Vermögenswerten empirisch zu analysieren, sind drei Zeitfenster anhand des konjunkturellen Verlaufs definiert. Tabelle 1 liefert für jedes Zeitfenster Informationen über die jeweiligen Veränderungen der Differenzen zum Vorjahr p. a. (1) der deutschen Geldmenge M3, (2) bundesweiter Preise für Wohnimmobilien (= Eigentumswohnungen und Häuser insgesamt) sowie (3) der Renditen für Bundeswertpapiere mit zehnjähriger Restlaufzeit und (4) der Kursentwicklungen als Veränderungen der Differenzen zum Vorjahr p. a. für das REX-Portfolio (REX = Rentenindex der Deutsche Börse AG).

Im Einzelnen lassen sich die drei Zeitfenster aus Tabelle 1 wie folgt interpretieren:

- 2004 bis 2008 gab es in Deutschland einen Wirtschaftsaufschwung mit einhergehend expansiver Geldpolitik. Die Geldmenge wuchs als Differenz zum Vorjahr durchschnittlich um 5,57 % p. a. Die bundesweiten Preise für Wohnimmobilien (= Eigentumswohnungen und Häuser insgesamt) sanken als Differenz zum Vorjahr um durchschnittlich -0,48 % p. a. Die Renditen der Bundeswertpapiere mit 10-jähriger Restlaufzeit lagen durchschnittlich bei 3,95 % p. a. Die Kursentwicklung am Anleihemarkt insgesamt (REX Kursindex) war negativ mit -0,36 % p. a. Die Entwicklungen der Immobilienpreise und der Anleihekurse insgesamt waren also deutlich schwächer als jene der Bundeswertpapierrendite und der Geldmenge.
- 2010 bis 2014 gab es in Deutschland einen neuen Wirtschaftsaufschwung mit einhergehender expansiver Geldpolitik – wobei das Jahr 2009 noch nach dem Jahr 2003 ein Jahr mit einer schrumpfenden Wirtschaftsleistung war. Die Geldmenge wuchs ab 2010 als Differenz zum Vorjahr

durchschnittlich um 4,08 % p. a. Die bundesweiten Preise für Wohnimmobilien (= Eigentumswohnungen und Häuser insgesamt) stiegen als Differenz zum Vorjahr inzwischen durchschnittlich um 3,65 % p. a. Die Renditen der Bundeswertpapiere mit 10-jähriger Restlaufzeit lagen bei 2,00 % p. a. Der Anleihemarkt insgesamt verzeichnet Kursverluste um durchschnittlich -2,22 % p. a. Die Entwicklung der Immobilienpreise war jetzt höher als jene an den bei den betrachteten Anleihemärkten. Inzwischen bewegten sich die Immobilienpreise sehr nahe zur Geldmenge.

- 2015 bis 2020 setzte sich in Deutschland der Wirtschaftsaufschwung zunächst fort und endete 2019, so dass 2020 das dritte Rezessionsjahr nach der Jahrtausendwende darstellt. Die Geldpolitik blieb weiterhin expansiv und wurde ab 2015 durch die Anleihe Kaufprogramme nochmals intensiviert. Entsprechend wuchs die Geldmenge als Differenz zum Vorjahr durchschnittlich jetzt um 5,83 % p. a. Die bundesweiten Preise für Wohnimmobilien (= Eigentumswohnungen und Häuser insgesamt) stiegen als Differenz zum Vorjahr inzwischen allerdings um 7,46 % p. a. Die Kurse der Bundeswertpapiere mit 10-jähriger Restlaufzeit hatten ihren jeweiligen Zenit erreicht und veränderten sich kaum bemerkbar. Die Entwicklung der Immobilienpreise war nun wesentlich höher als jene der

Bundeswertpapiere, der Anleihen insgesamt und inzwischen sogar höher als das Wachstum der Geldmenge.

Alles in allem bleibt zu konstatieren, dass sich die Preisentwicklung für Wohnimmobilien von jenen ihrer alternativen Vermögenswerte abgekoppelt haben. Ebenfalls bewegten sie sich im letzten betrachteten Zeitfenster schneller als die Geldmenge. Demnach haben bereits die Liquiditätszuführungen in den Finanzsektor preissteigernde Wirkungen entfaltet. Aus der Sicht dieser monetaristischen Analyse lassen sich den Preisentwicklungen auf den Märkten für Wohnimmobilien durchaus Preisblaseneffekte zuordnen. Demnach informieren die Preise nicht mehr über die realen Werte der Wohnimmobilien. Vielmehr unterliegen sie in weiten Teilen bereits der Preisillusion der Wirtschaftssubjekte und sollten auch entsprechend umsichtig interpretiert werden.

Eine weitere Diskussion zur Bedeutung der aufgezeigten Entwicklungen für die Wohnungswirtschaft finden Sie gern im Interview der GSF Gesellschaft für Strategie- und Finanzierungsberatung mbH mit dem Autor dieser Immobilienanalyse unter der URL: „<https://www.gsf-hamburg.de/post/einfluss-der-steigenden-inflation-auf-die-immobilienwerte-interview-mit-prof-dr-markus-kn%C3%BCfermann>“.

## Literaturverzeichnis

**Deutsche Bundesbank (2021):** Zeitreihen-Datenbanken. URL: „<https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihendatenbanken/zeitreihendatenbank/723444/723444?openNodeld=1248159&treeAnchor=FINSTAB>“ (Abrufe diverser Daten im März und April 2021).

**Deutsche Bundesbank (2019):** Geld und Geldpolitik. Frankfurt a. M.: Deutsche Bundesbank.

**Deutsche Bundesbank (2007):** Monatsbericht Juli 2007. URL: „<https://www.bundesbank.de/resource/blob/692610/51ecbdb438b2575d9ea5779fbef2543/mL/2007-07-monatsberichtdata.pdf>“ (Download der PDF-Datei am 22. März 2021).

**EZB/ Europäische Zentralbank (2021):** Statistiken. URL: „<https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.de.html>“ (Abrufe diverser Daten im September 2021).

**Fama, E. (1970):** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. In: Journal of Finance, 25. Jg. (Heft 2), S. 383-417.

**Friedman, M. (1992):** Geld regiert die Welt. Düsseldorf: Econ.

**Knüfermann, M. (2021):** Wirtschaftspolitisches Wissen für die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, 2. Auflage. Wiesbaden: Springer Gabler.

**Stiglitz, J. E. (1990):** Symposium on Bubbles. In: The Journal of Economic Perspectives, 4. Jg. (Heft 2), S. 13-18.  
Thaler, R. (2018): Misbehaving. München: Siedler.

## ■ ZUM AUTOR

### **Prof. Dr. Markus Knüfermann**

Inhaber der Professur für Volkswirtschaftslehre, insb. Mikro- und Makroökonomie und internationale Wirtschaftsbeziehungen, sowie Inhaber der Stiftungsprofessur norddeutsche Wohnungswirtschaft am Studienzentrum Hamburg.

Schwerpunkt der Professur ist einerseits die monetäre Volkswirtschaftslehre mit der Geld- und Währungstheorie sowie -politik, andererseits die betriebliche Finanzierung vor allem von Wohnungs- und Immobilienunternehmen unter besonderer Berücksichtigung der Bankbetriebswirtschaftslehre sowie kapitalmarktbasierter Finanzierungen.

**Kontakt:** [m.knuefermann@ebz-bs.de](mailto:m.knuefermann@ebz-bs.de)

## ■ IMPRESSUM

### **EBZ Business School (FH)**

Springorumallee 20  
44795 Bochum

**Tel:** +49 234 9447 700

**[www.ebz-business-school.de](http://www.ebz-business-school.de)**

[rektorat@ebz-bs.de](mailto:rektorat@ebz-bs.de)

### **Rektorat:**

**Prof. Dr. Daniel Kaltofen**, Rektor

**Diana Ewert**, Kanzlerin

**Prof. Dr.-Ing. Armin Just**, Prorektor für Studium und Lehre

**Prof. Dr. Viktor Grinewitschus**, Prorektor für Forschung

### **V.i.S.d.P.:**

EBZ Business School,

**Dr. Nils Rimkus**, [n.rimkus@e-b-z.de](mailto:n.rimkus@e-b-z.de)

**Jenny Langenberg**, [j.langenberg@e-b-z.de](mailto:j.langenberg@e-b-z.de)

### **Layout:**

**Boris Dronjic**, [b.dronjic@e-b-z.de](mailto:b.dronjic@e-b-z.de)

### **Erscheinungsdatum:**

Oktober 2021