



Prof. Dr. Markus Knüfermann
Professuren für Volkswirtschafts-
lehre (BO) und norddeutsche
Wohnungswirtschaft (HH)

■ **EINLEITUNG**

Die Immobilienbranche ist in Aufruhr: Nach einem Jahrzehnt des Booms steigt jetzt verstärkt die Sorge vor einer Marktkonsolidierung. Schon Ende Mai schrieb das Handelsblatt von der „Wende am Immobilienmarkt: Experten zufolge dürften die Wohnungspreise in zahlreichen Städten Deutschlands im Laufe dieses Jahres stagnieren oder sogar leicht sinken.“¹ Baupreise steigen, Inflationsraten steigen, Marktzinssätze steigen, um nur drei Gründe anzuführen, welche die Sorgen untermauern. Dabei hat das Eurosystem noch nicht einmal begonnen, ihre expansive Geldpolitik wenigstens herunterzufahren, um die Verbraucherpreisinflation zu bekämpfen. Warum sich diese Entwicklung eingestellt hat, warum sie vorhergesehen wurde und was sie für die Immobilienpreisentwicklung heißt, analysiert der vorliegende Beitrag.

Nachhaltigkeit der aktuellen Zinswende und ihr Einfluss auf die Wohnimmobilienpreise

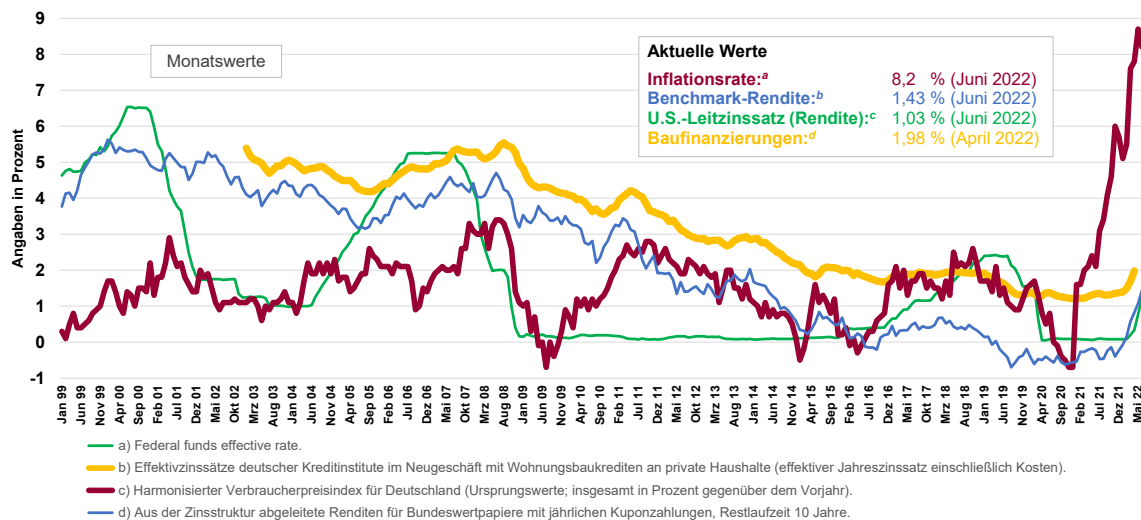
Am 01. Juli 2022 berichtete Eurostat, das Statistische Amt der Europäischen Union, von der Verbraucherinflationsrate im Juni 2022 für die Euro-Mitgliedsstaaten in Rekordhöhe von 8,6 % gegenüber den Vorjahrespreisen.² Die Deutsche Bundesbank beziffert die entsprechende Rate mit 8,2 %.³ Diesbezüglich stellen sich drei Fragen:

1. Warum kam es zu diesen neuen Trendrichtungen, obwohl die expansive Geldpolitik im Eurosystem ihre strategische Ausrichtung nichtmals ansatzweise geändert hat? Immerhin beanspruchte sie umgekehrt mit ihrer expansiven Geldpolitik gerade für das niedrige Zinsniveau gesorgt zu haben unter der Prämisse gewährleisteter Preisniveaustabilität.
2. Wie nachhaltig sind Inflationsraten und steigende Marktzinssätze? Nach der Weltwirtschaftskrise von 2009 gab es schließlich bereits in den Jahr 2010, 2013 und 2015 steigende Marktzinssätze, die sich aber wieder auflösten.
3. Welchen Einfluss haben hohe Inflationsraten und steigende Marktzinssätze auf die weiteren Preisentwicklungen von Wohnimmobilien?

Das Marktzinsniveau in Deutschland ist im Jahr 2022 signifikant angestiegen, ohne dass im Eurosystem bislang (zum Zeitpunkt der Niederschrift dieser Studie) eine Strategiewende aus der immer noch verfolgten expansiven Geldpolitik erfolgt wäre. So verdeutlicht nachfolgende Marktzinsabbildung die Trendumkehr in der Zinssatzentwicklung bei Wohnungsbaukreditgeschäften mit Privatkunden für durchschnittlich gewichtete Effektivzinsabschlüsse.⁴

¹ Leitel 2022, S. 32. ² Datenquelle: Eurostat 2022, S. 1. ³ Datenquelle: Deutsche Bundesbank 2022. ⁴ Weil die Deutsche Bundesbank nur die berichtspflichtigen Zinssätze im Privatkundengeschäft veröffentlicht, wird hier analog zum Firmenkundengeschäft darauf zurückgegriffen. Schließlich zählt das standardisierte Wohnungsbaukreditgeschäft zum Retail-Banking, also zu jenem Geschäft von Kreditinstituten, bei dem sich die Verhaltensmuster von Privat- und Firmenkundengeschäft kaum bis gar nicht unterscheiden (vgl. Knüfermann 2002, S. 6).

Marktzinsabbildung: Entwicklungen von Zinssätzen im Wohnungsbaukreditgeschäft, Renditen der Bundeswertpapiere und Inflationsraten für Verbraucherpreise jeweils für Deutschland und der Federal Funds Effective Rate als Leitzinssatz des U.S.-amerikanischen Zentralbanksystems zusammen jeweils von Januar 1999 bis Juni 2022



Quelle: Deutsche Bundesbank 2022; Federal Reserve System 2022; eigene Darstellung.

Darüber hinaus visualisiert die Marktzinsabbildung den früheren Verlauf der Niedrigzinsphase:⁵ Im Jahr 2015 lagen die Wohnungsbaukreditzinssätze erstmals unter der 2,00 %-Grenze. Im August 2019 bewegten sich die Wohnungsbaukreditzinssätze unter die 1,50 %-Marke; im Dezember 2020 erreichten sie mit 1,21 % den bisherigen historischen Tiefststand und stiegen bis Dezember 2021 moderat bis 1,37 % an.

In der Niedrigzinsphase stieg auch das Gesamtgeschäftsvolumen⁶ für Wohnungsbaukredite: Es umfasste im ersten Quartal 1999 zunächst 924,4 Mrd. Euro und wuchs bis zum zweiten Quartal 2016 auf 1.248,0 Mrd. Euro an. Der Zuwachs über 17 Jahre hinweg betrug also 323,6 Mrd. Euro. Nach dem Beginn der Anleihekaufprogramme im Sommer 2016 wuchs das entsprechende Kreditvolumen bis zum ersten Quartal 2022 auf 1.700,9 Mrd. Euro an, also um 452,9 Mrd. Euro in knapp sechs Jahren. Demnach wuchs das Kreditvolumen während der expansiven Geldpolitik im Eurosystem um den Faktor vier p. a. schneller als im Zeitfenster bis 2016.

Im Jahr 2022 ist es zur Zinswende gekommen. Der Anstieg vollzog sich bis zum letzten Berichtswert der Deutsche Bundesbank für April 2022 auf 1,98 % durchaus

rapide und eigene Marktbeobachtungen lassen bis zum Zeitpunkt der Niederschrift dieser Studie Ende Juni 2022 einen Anstieg über die 3,50 %-Grenze konstatieren.

Der Anstieg der Kreditzinsen vollzog sich bereits, ohne dass im Eurosystem geldpolitisch eine Zinswende eingeleitet worden wäre. Vielmehr kam es im Markt wegen der hohen Inflationsraten zur Anpassung der Realzinsen. Die sogenannte klassische Fisher-Regel (also: Realzinssatz $r = \text{Nominalzinssatz } i \text{ abzüglich der erwarteten Verbraucherpreisinflationsrate } \pi^e$) gilt nämlich nur für geringe Inflationsraten. Jetzt bei hohen Inflationsraten gilt vielmehr, dass der Realzinssatz r die inflationsdiskontierte Differenz aus Nominalzinssatz und erwarteter Inflationsrate darstellt:⁷

$$r = \frac{i - \pi^e}{1 + \pi^e}$$

Dadurch ist der tatsächliche Realzinssatz niedriger und die antizipatorische Zinsgestaltung durch die Marktteilnehmer dynamischer. Im Ergebnis steigt das Marktzinsniveau, und es steigt schneller mit wachsenden Inflationsraten.

Zinserhöhung gab es innerhalb der langfristigen Niedrigzinsphase ab 2009 bereits von Oktober 2010 bis Juni 2011, zwischen Juli und Dezember 2013 sowie von Mai

⁵ Siehe hier und im Weiteren die Datenquelle Deutsche Bundesbank 2022.
⁶ Datenquelle: Deutsche Bundesbank 2022; eigene Berechnungen.
⁷ Vgl. Knüferrmann 2021, S. 149-151.

bis September 2015. Die Abbildung verdeutlicht aber eine Besonderheit für die 2022er-Phase: Die harmonisierte Inflationsrate stieg nämlich signifikant von -0,7 % im Dezember 2020 auf 8,7 % im Mai 2022. Insofern impliziert das steigende Marktzinsniveau auch die Überwälzung von Inflationsraten. Der Anstieg der Inflationsraten im Jahr 2022 war dabei keineswegs eine Überraschung, wie es die Politik und das Direktorium der Europäischen Zentralbank es der Öffentlichkeit zu erklären versuchten. Vielmehr ließen eigene Analyse des Geldmengenwachstums bereits ab 2020 die tatsächlich eintreffende Inflationsentwicklung prognostizieren.

In der Tat war gerade bewusst die Sprache vom Marktzinsniveau. Denn nicht nur die Wohnungsbaukreditzinsätze sind in Deutschland zuletzt angestiegen, sondern zuvor bereits die Renditen der Bundeswertpapiere. Damit erhöhten sich die Renditen der risikoärmsten Alternativen innerhalb der deutschen Volkswirtschaft. In der Marktzensabbildung sind sie für die Bundeswertpapiere mit zehnjähriger Restlaufzeit auf Basis von Monatsdurchschnittswerten dargestellt. Im Januar 2000 rentierten diese Anleihen bei Halten bis zur Rückzahlung mit durchschnittlich 5,63 % p. a. Die jährlichen Renditen sanken daraufhin kontinuierlich ab und gerieten im Juni 2016 erstmals unter 0,00 %. Bis Februar 2018 stiegen sie nochmals an bis auf 0,68 %, um danach wieder abzusinken. Von Mai 2019 bis Januar 2022 waren die Renditen durchgängig negativ. Am 07. März 2022 lag die jährliche Rendite als Tageswert noch bei -0,12 %. In nur fünf Monaten stiegen Monatswerte bis auf 1,43 % (Juni 2022) an. Die entsprechenden Tagesrenditen konnten am 06. Mai 2022 erstmals nach dem 11. Juni 2015 wieder die 1,00 %-Marke überschreiten und lag am 16. Juni 2022 sogar bei 1,78 %.

Zwar sind die Renditenentwicklungen einerseits den steigenden Inflationsraten geschuldet. Andererseits waren sie vom Kapitalexport aus der deutschen Volkswirtschaft in die U.S.A. determiniert. Das U.S.-amerikanische Zentralbankensystem hat nämlich in 2022 bereits eine Abkehr von der expansiven Geldpolitik vollzogen, um die Inflationsratenentwicklung in den U.S.A. zu stoppen. So visualisiert die Marktzensabbildung den Anstieg der monatsdurchschnittlichen Federal funds effective rate, dem Geldmarkt-Leitzinssatz des U.S.-amerikanischen Zentralbankensystems, von 0,08 % im Februar auf 1,03 % im Juni 2022. Der Tagesdurchschnittswert der Federal funds effective rate betrug am 21. Juni 2022 bereits 1,58 %. Dadurch stiegen die Renditen der U.S.-Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit auf 3,31 % an.⁸

Deutsche Geldanleger kauften U.S.-Wertpapiere, um an den gestiegenen Renditen zu partizipieren. Dafür haben sie deutsche Wertpapiere verkauft, deren Kurse sanken, Renditen stiegen, so dass das Zinsniveau stieg. Gleichzeitig sank der Euro-Wechselkurs, da Marktteilnehmer innerhalb der gesamten EU derart agierten. Der Wechselkurs sank auch, weil das Eurosystem die steigenden Inflationsraten nicht bekämpft, die U.S.-Zentralbankensystem aber schon. Ein sinkender Inlandswechselkurs verteuert die Importe und treibt damit die Inflation weiter an. Der Euro-Referenzkurs zum U.S.-Dollar betrug lag am 03. Januar 2022 noch bei 1,1355 U.S.-Dollar (je Euro) und fiel bis zum 30. Juni 2022 auf 1,0387 U.S.-Dollar.⁹ In den U.S.A. schlug die geldpolitische Wende deshalb noch nicht auf die Investitionstätigkeit ein. Obwohl das Zentralbankensystem restriktiver agiert, bleibt der Marktzinsanstieg gedämmt.

Zusammenfassend war die deutsche Volkswirtschaft seit mehreren Jahrzehnten durch ein sinkendes und niedriges Marktzinsniveau geprägt. Hierzu trug zuletzt die expansive Geldpolitik im Eurosystem seit Ende 2008 und insbesondere seit dem Start der Anleihekaufprogramme ab dem Jahr 2016 signifikant bei.¹⁰ Dadurch entstand in Deutschland in zweifacher Hinsicht ein Nachfragesog nach Immobilien: Zum einen führten sinkende Kapitalkosten zur Ausweitung des Wohnungsbaukreditgeschäfts in Deutschland. Zum anderen fielen die Erträge aus Geldanlagen in Bundeswertpapiere weg, so dass die Geldanlage in Immobilien an Attraktivität gewann. Institutionelle Investoren bauten in der Folge ihre Immobilienanlageanteile an den Gesamtanlagen deutlich aus. Es ist demnach davon auszugehen, dass schon bald eine umgekehrte Entwicklung eintreten wird, weil die Anlageattraktivität von Bundeswertpapieren bei steigendem Marktzinsniveau steigt.

Mit Blick auf die Preisentwicklungen auf den deutschen Immobilienmärkten ist zu konstatieren, dass die monetären volkswirtschaftlichen Entwicklungen in Deutschland durchaus Potenziale für Preisblaseneffekte geliefert haben. Eine eigene monetäre Vergleichsanalyse kam bereits 2021 zum Ergebnis, dass sich Wohnimmobilienpreise seit dem Jahr 2015 von den Preisentwicklungen anderer Vermögenswerte entkoppelt hatten. Daher warnte ich bereits im letzten Jahr: „Gerade der Prolongation von Wohnungsbaukrediten wird ein böses Überraschen forcieren, sollten bis dahin steigende Inflationsraten zu einer nachhaltigen Zinswende führen.“¹¹ Inflationsraten und Marktzinsniveau sind inzwischen signifikant angestiegen. Hierdurch ist deshalb zu erwarten, dass sich konsolidierende Preisentwicklungen in näherer Zukunft ergeben werden.

⁸ Siehe für die genannten U.S.-Daten die Datenquelle Federal Reserve System 2022.

⁹ Datenquelle: Deutsche Bundesbank 2022. ¹⁰ Vgl. ausführlich Knüfermann 2021a, S. 211-228. ¹¹ Knüfermann 2021b, S. 4.

Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2022): Zeitreihen-Datenreihen. URL: „https://www.bundesbank.de/dynamic/action/de/statistiken/zeitreihen-datenbanken/zeitreihen-datenbank/723452/723452?tsId=BBSIS.M.I.ZAR.ZI.EUR.S1311.B.A604.R10XX.R.A.A._Z._Z.A&listId=www_skms_it03b&dateSelect=2022“ (Abruf der WWW-Seite am 25. Juni 2022).

Eurostat (2022): Schnellschätzung – Juni 2022: Jährliche Inflation im Euroraum auf 8,6% gestiegen. URL: „<https://ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/14644614/2-01072022-AP-DE.pdf/6ba65000-b54b-87bf-33bf-67ea-1837fe1e>“ (Download der PDF-Datei am 01. Juli 2022).

Federal Reserve System (2022): Data Download Program, H.15 Selected Interest Rates. URL: „<https://www.federalreserve.gov/datadownload/Choose.aspx?rel=H15>“ (Abruf der WWW-Seite am 25. Juni 2022).

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

Knüfermann, M. (2021b): Inflation und Preisblaseneffekte auf den Wohnimmobilienmärkten. In: die Immobilienanalyse, Nr. 15 (EBZ Business School). URL: „https://www.ebz-business-school.de/fileadmin/ebz-bs/news/2021/Die_Immobilienanalyse_Ausgabe_15_aktualisiert.pdf“ (Download der PDF-Datei am 02. Juni 2022).

Knüfermann, M. (2002): Angebotsgestaltung im Internet-Banking. Wien: Springer.

Leitel, K. (2022): Wende am Immobilienmarkt. In: Handelsblatt, 25. Mai 2022, Nr. 101, S. 32.

■ ZUM AUTOR

Prof. Dr. Markus Knüfermann ist 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

■ IMPRESSUM

EBZ Business School (FH)
Springorumallee 20
44795 Bochum

Tel: +49 234 9447 700

www.ebz-business-school.de
rektorat@ebz-bs.de

Rektorat:

Prof. Dr. Daniel Kaltofen · Rektor

Diana Ewert · Kanzlerin

Prof. Dr. Raphael Spieker · 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

Layout:

Boris Dronjic · b.dronjic@e-b-z.de

Erscheinungsdatum:

Juli 2022