



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

■ **EINLEITUNG**

Wie entwickeln sich die Wohnimmobilienpreise? Eine gute Frage. Angesichts der krisenhaften Einflussfaktoren auf die Wohnimmobilienmärkte in Deutschland scheint ein „weiter so“ mehr als unwahrscheinlich: Krieg in Europa, Energiewende, Energiekrise, Energiepreisexplosion, Materialengpässe, Lieferkettenprobleme, Inflation, Rezession, Fachkräftemangel ... Wohin geht die Reise? Prof. Dr. Markus Knüfermann zeigt in einer kurzen Analyse auf, in welchem Fall die Immobilienpreise realzinsbedingt sinken werden.

Eine volkswirtschaftliche Kurzanalyse der aktuellen Zinsentwicklungen

Wann werden Wohnimmobilienpreise realzinsbedingt sinken?

Die deutschen Märkte für Wohnimmobilien befinden sich im Umbruch: Energiekosten steigen extrem, eine geopolitische wird zur ökonomischen Unsicherheit, Lieferketten zerbrechen, Marktzinssätze steigen – es droht eine neue Rezession. Unter diesen Bedingungen scheint die Party auf den Immobilienmärkten vorbei zu sein. Wie werden sich vor diesem Hintergrund die Wohnimmobilienpreise entwickeln?

Alle genannten Umbruchdeterminanten sind Ergebnisse der Regierungsarbeit und stehen im Zusammenhang mit Lockdowns zu Corona-Pandemie-Zeiten, ökonomischen Russland-Sanktionen, geldpolitischer Anarchie im Eurosystem und spiegeln sich in den angestiegenen Inflationsraten wider. Dabei ist diese Entwicklung gar nicht auf Deutschland fixiert, sondern ein Problem aller großen Volkswirtschaften dieser Welt. Die Inflation wiederum beschleunigt den Umbruch nochmals, so dass die aktuelle Entwicklung eine sich selbst anfeuernde Negativspirale werden kann.

Die Inflation besitzt einen großen Einfluss auf das Marktzinzniveau. Letzteres ist gesamtwirtschaftliche Determinante der Investitionstätigkeit. Investieren ist die (nach Möglichkeit) wertschöpfende Nachfrage in einer Volkswirt-

schaft. Der Bau von Immobilien ist eine Investition, weil das nachgefragte Gut nicht durch einen Konsum verschwindet. Mieten ist dagegen Konsum. Die Mietleistung ist nach vordefinierter Frist abgewohnt, die Immobilie selbst, also das Investitionsgut, bleibt bestehen. Ein steigendes Marktzinzniveau führt also nach herrschender Lehre zu weniger Neubau und Modernisierungen. Steigende Energiekosten verteuern den Neubau ebenfalls und führen tendenziell zur Reduktion gemieteter Wohnflächen. Demnach geht nicht nur die Angebotsausweitung zurück, sondern auch der Nachfrageüberhang auf den Mietwohnimmobilienmärkten. Alles in allem konsolidieren sich die Märkte.

Was lehrbuchhaft schnell formuliert ist, lässt sich empirisch deutlich komplexer nachzeichnen. Mikroökonomisch ist die Wohnfläche nur unter der Bedingung der Effizienzmarkthypothese auf einzelne Quadratmeter zu skalieren. Wenn die Nebenkosten des Wohnens signifikant ansteigen, kann die Mietwohnfläche nicht um einzelne Quadratmeter verkleinert werden. Der reale Markteffekt muss also ein Aufstauereffekt werden, der sich erst nach der Konsumeinschränkung und dann schockmäßig entlädt. Allerdings stellt sich die Frage, wie hoch der Anteil an Haushalten mit einem solchen Aufstauereffekt sein wird. Denn durch die Corona-Pandemie ist eine neue Kultur des mobilen Arbeitens in Deutschland eingezogen und hat die Wohnraumpräferenzen durchaus verändert. Es wird sicherlich weiterhin einen wahrnehmbaren Anteil an Haushalten geben, der

die gemietete Wohnfläche ausweiten will, um das mobile Arbeiten von zuhause effektiver zu gestalten. Dieser Trend könnte dann zu Lasten der Innenstadtwohnungen wirken, so dass regional-spezifisch wiederum der erwartete Effekt einer tendenziellen Mietwohnflächenrestriktion eintreffen kann.

Die Immobilienpreise entstehen durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf Märkten. Wenn beide Marktparteien zurückhaltender agieren, müssen sich Immobilienpreise nicht zwangsweise verändern. Der Anstieg des Marktzinsniveaus führt dagegen direkt zu sinkenden Immobilienpreisen. Denn den Wert einer Immobilie bestimmt in großem Maße der Diskontierungszinsfuß (siehe ausführlich Himmelberg et al. 2005). Dabei spielt es eine große Rolle, wenn von einer Niedrigzinsphase ausgegangen wird. „Grund hierfür ist, dass niedrigere Hypothekenzinse größere Diskontierungseffekte in Bezug auf die künftigen Mieten und Preise haben.“ (Battistini et al. 2022, S. 72). Eine individualisierte Studienberechnung durch Volkswirte der Europäischen Zentralbank kommt zum Ergebnis, dass „ein Anstieg der Hypothekenzinsen um 1 Prozentpunkt unter sonst gleichen Bedingungen nach etwa zwei Jahren einen Rückgang der Wohnimmobilienpreise um rund 5 % zur Folge hat“ (Battistini et al. 2022, S. 71). Eben diese Studie notiert aber auch: „Pandemiebedingte Verschiebungen der Wohnpräferenzen könnten ein Gegengewicht zu den höheren Hypothekenzinsen bilden und die Widerstandsfähigkeit, die am Wohnimmobilienmarkt des Euroraums zu beobachten war, in gewissem Umfang erklären.“ (Battistini et al. 2022, S. 74)

In ihrem Financial Stability Review von Mai 2022 berechnen weitere Volkswirte der Europäischen Zentralbank für einen nachfrageinduzierten Immobilienpreissrückgang von 1 % eine Reduktion der Gesamtwirtschaftsleistung innerhalb von zwei Jahren in Höhe von 0,2 % bis sogar 0,9 % (vgl. Di Casola/Dieckelmann/Grothe et al. 2022, S. 38). Daher verdient das Marktzinsniveau eine weitere vertiefte Betrachtung. Dazu visualisiert die Abbildung in diesem Beitrag die Entwicklungen von nominalen und realen Zinssätzen bzw. Renditen für die Zeit der Europäischen Währungsunion.

Bei den bordeaux-farbenen Kurven ist gepunktet der nominale und linear der reale Zinssatz für gewichtet durchschnittliche Wohnungsbaukredite in Deutschland im Neugeschäft mit privaten Haushalten zu erkennen. Während der nominale Zinssatz seit Anfang 2021 kontinuierlich anstieg, sank der reale Zinssatz bis Mai 2022 nahezu stetig weiter ab. Im Mai 2022 betrug die Rekorddifferenz beider Zinssätze 8,3 %-Punkte. In den beiden Folgemonaten stieg auch der Realzinssatz leicht an. Im letzten Berichtsmonat August 2022 lagen der Nominalzinssatz bei +2,9 %, der Realzinssatz bei -5,4 % und die Zinssatzdifferenz bei 8,3 %-Punkten. Der Grund für die verzögerte Realzinssatzanpassung sind die steigenden und hohen Inflationsraten seit

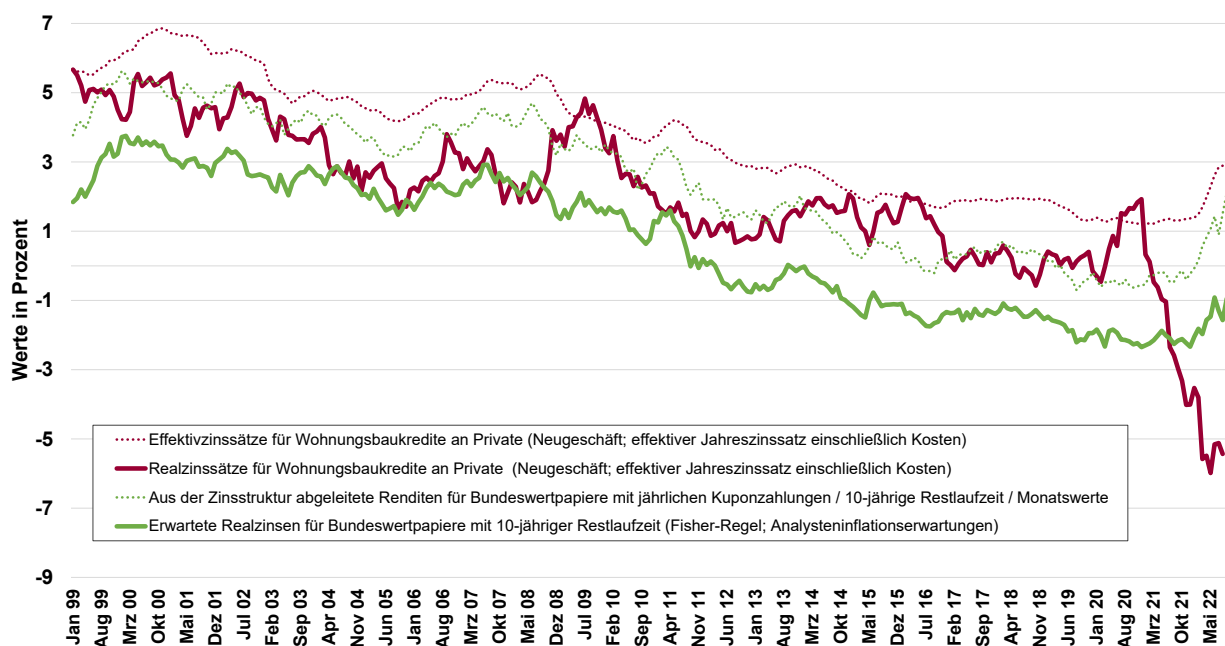


Abbildung: Nominale und reale Zinssätze für Wohnungsbaukredit in Deutschland sowie nominale und erwartete reale Renditen von Bundeswertpapieren von Januar 1999 bis September 2022

Quelle: Deutsche Bundesbank 2022; eigene Berechnungen; eigene Darstellung.

Anfang 2021. Wichtig ist hierbei zu berücksichtigen, dass Realzinssätze nicht mehr allein als Differenz von Nominalzinssatz und Inflationsrate (= sog. Fisher-Regel für kleine Inflationsraten) berechnet werden. Vielmehr ist diese Differenz noch um den jeweiligen Kaufkraftverlust zu diskontieren (vgl. Knüfermann 2021, S. 149 f. und Knüfermann/Vornholz 2022, S. 402). Zum Vergleich hätte der Realzinssatz im August 2022 nach der Fisher-Regel -5,9 %, anstatt der genannten -5,4 % betragen. Bei negativen Differenzen führt die Diskontierung also zu einem höheren Realzinssatz et vice versa.

Weiterhin sind zur Berechnung von Realzinssätzen die korrekten Inflationsraten zu berücksichtigen. Für die Geldpolitik im Eurosystem, also auch für die Deutsche Bundesbank gelten die Harmonisierten Verbraucherpreisinflationsraten (HVPI). Nicht mehr relevant sind Nationale Verbraucherpreisinflationsraten (NVPI). Im September 2022 betragen für Deutschland die NVPI 9,9 %, der HVPI aber 10,9 %. Berechnungsmethodik und Auswahl der Inflationsraten besitzen einen großen Einfluss auf die Realzinssätze.

In der Abbildung zu diesem Beitrag sind die realen Kreditzinssätze auf Basis der HVPI-Werte berechnet. Die Deutsche Bundesbank selbst ist in diesem Kontext nicht stringent und berechnet und kommuniziert Realzinssätze für Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist auf Basis der Fisher-Regel und der NVPI. Die Ergebnisse geben also eine verzerrte Wirklichkeit wieder. Für August 2022 weist die Zentralbank einen realen Sparzinssatz in Höhe von -7,3 % aus, korrekt berechnet liegt er aber bei -8,0 %; die deutschen Sparer/-innen stehen also schlechter da, als es kommuniziert wird (vgl. Deutsche Bundesbank 2022).

Die bisherigen Überlegungen basieren auf Realzinssatzberechnungen im Nachhinein. Doch Zinssätze und dazugehörige Investitionsentscheidungen wirken in die Zukunft. Daher sind Realzinssätze eigentlich auf Basis erwarteter Inflationsraten zu berechnen. Hierzu erhebt die Deutsche Bundesbank eine eigene Datenreihe. Auf Basis der Renditen für Bundeswertpapiere mit 10-jähriger Restlaufzeit berechnet sie auf der Grundlage der Fisher-Regel die erwarteten Realzinssätze für eben diese Bundeswertpapiere. „Im Ergebnis werden die zum Zeitpunkt des Erwerbs der Schuldverschreibungen erwarteten künftigen Realzinsen gezeigt.“ (Deutsche Bundesbank 2022).

Beide Zeitreihen sind als grüne Kurven ebenfalls in der Abbildung zu diesem Beitrag enthalten. Wiederum visualisiert die gepunktete Kurve die nominalen Werte und die Linienkurve die erwarteten Realzinssätze. Hierbei fällt auf, dass die Differenzen zwischen nominalen und (erwarteten) realen Werten in den meisten Fällen zwischen 1,5 %-Punk-

ten und 2,0 %-Punkten liegen. Seit Ende 2021 liegen sie jedoch oberhalb der 2,0 %-Grenze, seit August 2022 beträgt die Differenz sogar 3,1 %-Punkte.

Die Betrachtung der realen Zinssätze für Wohnungsbaukredite und Bundeswertpapiere hat gezeigt, dass im Betrachtungszeitraum seit Einführung des Euro die realen Verzinsungen langfristig gesunken sind. Bei den erwarteten Realzinssätzen für Bundeswertpapiere ist auch im Jahr 2022 noch keine Trendumkehr zu konstatieren. In der Zins-theorie gilt dagegen die Vermutung langfristig konstanter Realzinssätze, wenn sich die nominalen Zinssätze vollständig an der Inflationsentwicklung ausrichtet (= sog. Fisher-Effekt oder Preiserwartungseffekt). Für das betrachtete Zeitfenster ist diese theoretisch belegte Vermutung empirisch nicht zu bestätigen.

Issing (2011, S. 117) erklärt das grundsätzliche Problem bei einem unterstellten Preiserwartungseffekt durch folgende drei Gründe:

- Eine direkte Umsetzung höherer Zinsforderungen bereits bei lediglich erwarteten ansteigenden Inflationsraten erscheint nicht durchsetzbar zu sein.
- Wirtschaftssubjekte sind nicht in der Lage, mit Sicherheit Inflationsprognosen zu stellen.
- Es existieren keine kollektiv-homogene, sondern heterogene Inflationserwartungen. Es kann also sein, dass eine Marktseite unter Umständen nicht in der Lage ist, die eigenen Inflationserwartungen durchzusetzen.

Die Entwicklungen der Nominalzinssätze entspricht zusammenfassend nicht der Entwicklung der Inflationsraten, so dass zumindest noch die erwarteten Realzinssätze keiner Zinswende unterliegen. Der Einfluss steigender Nominalzinssätze hat nach eigenen Markterfahrungen zwar schon zu Anpassungen der Investitionsaktivitäten auf den deutschen Immobilienmärkten geführt. Gesamtwirtschaftlich steuert aber die Realverzinsung die Investitionstätigkeiten. Solange diese Realverzinsung noch nicht schockartig ansteigt, sind auch keine Crash-artigen Aktionen bei Immobilieninvestitionen, keine Exit-Strategien und Abverkäufe von Immobilien zu erwarten.

In diesem Beitrag konnte aber aufgezeigt werden, dass die Realzinssätze in unterschiedlicher Weise berechnet werden. Die mathematisch korrekte Weise mittels Diskontierung identifizierte einen kurzfristigen Trend steigender Realzinssätze bei Wohnungsbaukrediten. Sollte dieser Trend anhalten, wäre auch eine reale Zinswende eingeleitet. In diesem Fall müsste mit deutlichen Korrekturen an der Immobilienpreisentwicklung gerechnet werden.

Literaturverzeichnis

Battistini, N./Gareis, J./Roma, M. (2022): Auswirkungen der steigenden Hypothekenzinsen auf den Wohnimmobilienmarkt im Euro-Währungsgebiet. In: Europäische Zentralbank (Hrsg.): Wirtschaftsbericht, Ausgabe 6 / 2022; URL: „<https://www.bundesbank.de/resource/blob/897358/372305ba911aa3abc9e80367075b1995/mL/2022-06-ezb-wb-data.pdf>“ (Download der PDF-Datei am 27. September 2022); S. 70-74.

Deutsche Bundesbank (2022): Statistiken. URL: „<https://www.bundesbank.de/de/statistiken>“ (Abruf diverser Marktdaten und Informationen am 27. September 2022 und 08. Oktober 2022).

Di Casola, P./Dieckelmann, D./Grothe, M. et al. (2022): Drivers of rising house prices and the risk of reversal. In: Europäische Zentralbank (Hrsg.): Financial Stability Review, May 2022; URL: „<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202205~f207f46ea0.en.pdf>“ (Download der PDF-Datei am 27. September 2022); S. 35-38.

Himmelberg, Ch./Mayer, Ch./Sinai, T. (2005): Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions. In: Journal of Economic Perspectives, 19. Jg. (Heft 4), S. 67-92.

Issing, O. (2011): Einführung in die Geldtheorie, 15. Auflage. München: Vahlen.

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

Knüfermann, M./Vornholz, G. (2022): Inflation, Zinswende und Immobilienmärkte – Folgen für die Immobilienpreise. In: Immobilien & Finanzierung, 73. Jg. (Heft 9), S. 16-19; siehe auch die URL: „<https://www.kreditwesen.de/immobilienfinanzierung/themenschwerpunkte/digitaler-sonderdruck/inflation-zinswende-immobilienmaerkte-folgen-fuer-id82383.html>“ (Download der PDF-Datei am 27. September 2022).

■ 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:

Oktober 2022