

# DER IMMOBILIENMARKT UND DER EZB-LEITZINS - EINE TOXISCHE VERBINDUNG

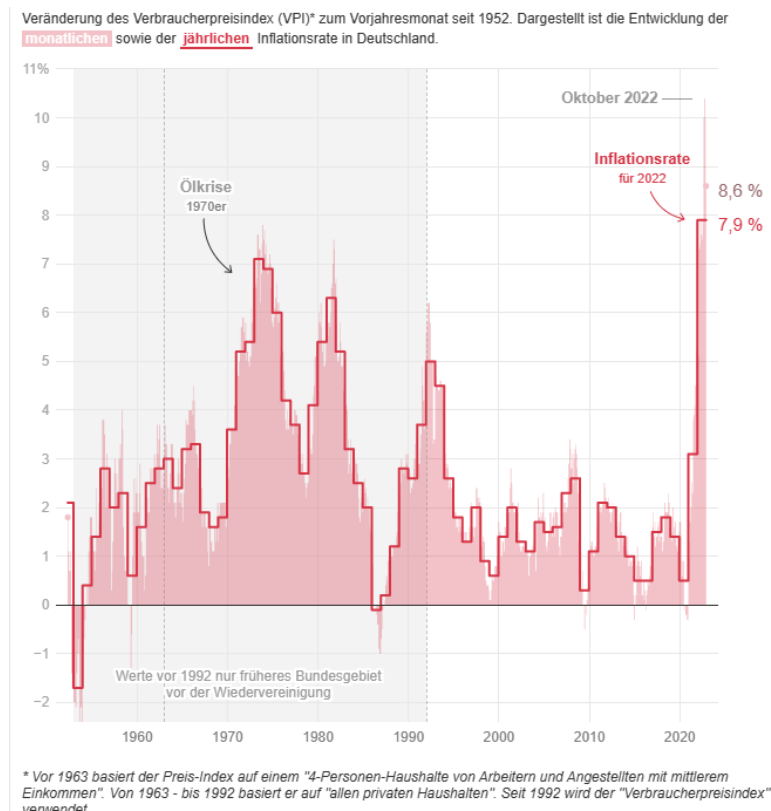
Whitepaper - Stuttgart 06.02.2023



**Prof. Dr. Hanspeter  
Gondring FRICS**

## Der Immobilienmarkt und der EZB-Leitzins - eine toxische Verbindung

In der breiten Öffentlichkeit, durch die Talkshows tingelnde Ökonomen, aber auch in der Politik hat sich die Behauptung „zementiert“, dass die Notenbank für die Geldwertstabilität überwiegend verantwortlich ist. Reflexartig wird in Zeiten hoher Inflationsraten direkt nach der Notenbank (EZB) „geschrien“ und es entsteht der falsche Eindruck, dass nur sie die Geldwertstabilität wieder herstellen kann. Nicht selten wird heute sogar der Vorwurf erhoben, die EZB hätte auf den beginnende Inflationsanstieg 2022 zu spät reagiert. Keiner stellt sich die Frage, warum die EZB so lange abgewartet hat. Die EZB beschäftigt die kompetentesten Volkswirte aus der EU, welche die Lage und die Konsequenzen einer Leitzinserhöhung sehr gut einschätzen können. Die nachfolgende Grafik zeigt die Brisanz der heutigen Inflationslage im historischen Vergleich:



Quelle: [Destatis](#) | Chart: [ntv.de](#) / [cwo](#) - adaptiert von [Datawrapper](#)

Die Grafik visualisiert den historischen Höhenflug der Inflation 2022, was die Aufgeregtheit und die Nervosität der Märkte erklärt.

## Woher kommt diese tradierte Sicht auf die Notenbanken als Hüter der Geldwertstabilität?

Die Wurzel liegt in der Quantitätstheorie des Geldes von Irving Fisher aus dem Jahre 1911. Nach seiner Theorie schwankt das Preisniveau in direktem Zusammenhang mit der Geldmenge unter der Annahme, dass sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und des Handelsvolumens (heute: BIP) nicht kurzfristig ändern. Daraus leitet sich die bekannt Fisher'sche Verkehrsgleichung ab:

**Bruttoinlandsprodukt x Preisniveau = Geldmenge x Umlaufgeschwindigkeit**

Die linke Seite dieser Gleichung entspricht der Realwirtschaft, die rechte Seite der Geld- bzw. Finanzwirtschaft.

Aus dieser Gleichung wird das Theorem direkt sichtbar: werden die Variablen Bruttoinlandsprodukt links und die Umlaufgeschwindigkeit rechts konstant gehalten, dann reagiert das Preisniveau sofort auf jede Veränderung der Geldmenge. Um das zu verhindern, ist es die zentrale Aufgabe einer Notenbank, das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes (Wachstum der Realwirtschaft) inflationsfrei zu finanzieren, indem die Geldmenge genau in dem Maße wächst wie das Bruttoinlandsprodukt. Das wird allgemein als die Politik des „knappen Geldes“ bezeichnet.

Trotz der Kritik dieses Ansatzes insbesondere durch die Keynesianer erhält die Theorie von Fisher in den 1970er Jahre ein Revival durch den von M. Friedman geprägten Monetarismus. Für Friedman (später Nobelpreisträger) ist die Inflation immer ein monetäres Phänomen. Als Beispiel wird angeführt, dass die US-Notenbank durch eine stark sinkende Geldmenge eine Deflation geschaffen hat, welche die Weltwirtschaftskrise zusätzlich befeuerte.

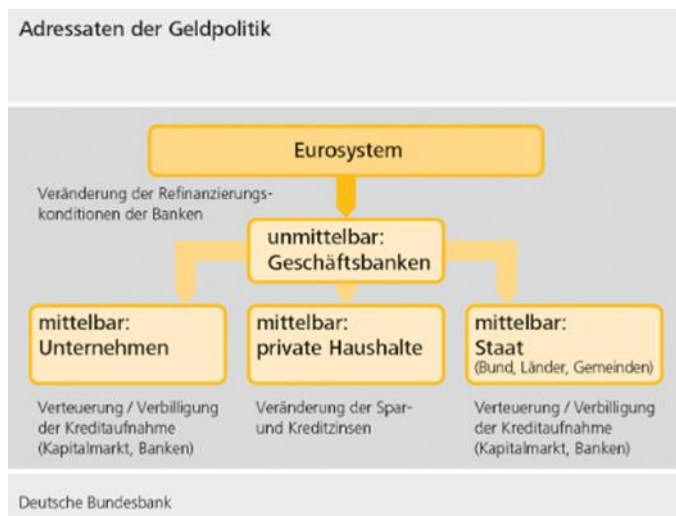
Trotz aller Kritik ist der Monetarismus nie „ausgestorben“. So hat der Fed-Vorsitzende, Ben Bernanke, 2009 eine massive Erhöhung der Geldmenge durch den Kauf von Anleihen im Rahmen des Quantitative Easing (QE) eingeleitet, um eine mögliche Deflationsspirale nach der Finanzkrise zu verhindern. Trotz der enormen Geldmengenausweitung ist eine Inflation ausgeblieben.

Wissenschaftlich gesehen ist jeder Quantitätsansatz in der Geldpolitik eine Tautologie, die immer stimmt.

Spätestens jetzt ist für jeden erkennbar, dass der Quantitätsansatz nicht funktioniert, weil die EZB auch in Europa die Geldmenge nach der Finanzkrise über 10 Jahre lange ausgeweitet hat und die Inflation trotzdem in dieser Zeit konstant unter der 2 %-Marke geblieben ist. Nach der Quantitätstheorie dürfte das aber nicht sein.

## Der kredittheoretische Transmissionsmechanismus der Geldpolitik - der Kredit-Kanal

Da Preise sich aus Angebot und Nachfrage ergeben, geht dieser Ansatz davon aus, dass in einer Phase steigender Preise, der Leitzins erhöht wird und in Folge die Kreditzinsen steigen. Hohe Kreditzinsen wiederum verringern die kreditfinanzierten Investitionen und der private Konsum, was insgesamt zu einem makroökonomischen Nachfragerückgang und als Folge zu fallenden Preisen führt. Die nachfolgende Abbildung der Deutschen Bundesbank zeigt diesen Wirkungsmechanismus:

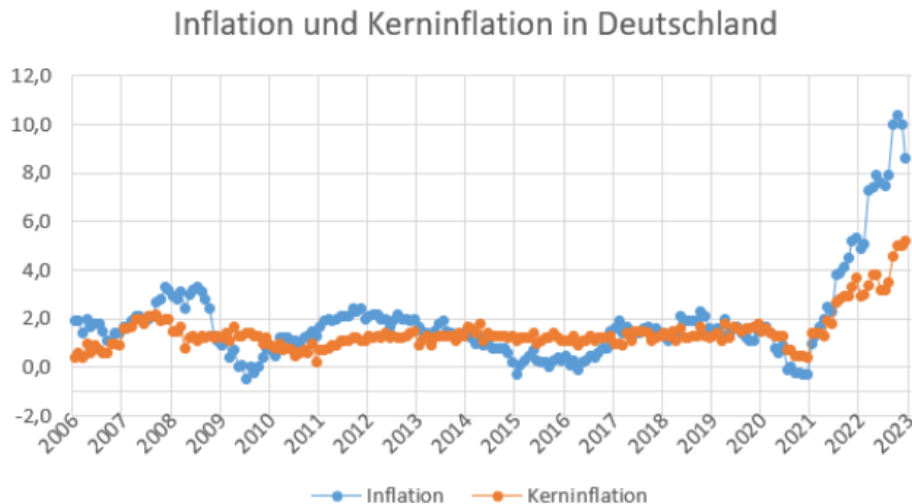


Auch dieser Ansatz ist deshalb allein schon kritisch zu hinterfragen, warum in der Zeit der Null-Zins-Politik und der billigen Kredite die Nachfrage nicht wesentlich gestiegen ist. Es gibt noch andere wissenschaftliche Theorien über verschiedenen geldpolitischen Kanälen, die aber auch nicht allein das Inflationsgeschehen erklären können.

## Die weitgehende Wirkungslosigkeit der EZB-Leitzinspolitik

Um es kurz zu machen: wir haben keine Nachfrageinflation, die mit steigenden Kreditzinsen gebremst werden kann, sondern eine Kosteninflation, die gegenüber jeder geldpolitischen Maßnahme immun ist. Die Notenbanken messen neben der allgemeinen Teuerungsrate (VPI = Verbraucherpreisindex) die Kerninflation. Diese enthält keine volatilen Güter wie Kosten für Energie und Lebensmittel. Die Differenz zwischen der Inflationsrate minus Kerninflation ist die Kosteninflation, auf welche die Notenbank keinen Einfluss hat. Die Notenbank kann weder die Einkaufspreise für Energie (Rohöl, Gas) noch die Erzeugerpreise für Lebensmittel beeinflussen.

Der Mittelwert der Kerninflation im Jahr 2022 liegt bei 3,7 % (Median bei 3,5 %) und der VPI im Durchschnitt bei 7,9 %, d.h. 4,2 % der Inflation können durch die Geldpolitik nicht beeinflusst werden. Die nachfolgende Grafik zeigt den Zusammenhang:



Kerninflation und VPI waren bis 2022 mehr oder wenig im „Gleichlauf“ und die Energiekrise 2022 führte dann dazu, dass sich der VPI deutlich von der Kerninflation abgesetzt hat. Die absoluten Preistreiber sind mit 33,2 % Strom, Gas, und andere Brennstoffe, mit 19,8 % Nahrungsmittel, mit 15 % Heizöl und Kraftstoffe.

Preistreiber in der Kerninflation sind mit 9,7 % Möbel, Haushaltsgeräte, mit 9,6 % Beherbergung und Gaststätten, mit 6 % Verkehr, Bekleidung und Schuhe. Die Kostensteigerung gehen überwiegend darauf zurück, dass Produzenten ihre gestiegenen Energie- und Einkaufspreise weitgehend an die Verbraucher weitergeben. Und wenn weiter davon auszugehen ist, dass der Konsum dieser Güter nicht größtenteils mit Krediten finanziert wurde, dann ist auch die geldpolitische Beeinflussung der Kerninflation eher gering.

### Warum erhöht die EZB den Leitzins trotz geringer Wirkung auf die Geldwertstabilität?

Der „politische“ Druck von Seiten der Regierungen, der Gesellschaft und der Verbände auf die EZB, „die Inflation jetzt zu bekämpfen“, dient dem Zweck, die politische Verantwortung für die Inflation in erster Linie der EZB zuzuschieben. Aber das kann das Verhalten der EZB nicht wirklich erklären. Der Grund für die EZB, den Leitzins zu erhöhen, liegt in der Zinspolitik der US-amerikanischen Notenbank (Fed) begründet. Eine zu große Zinsdifferenz bewirkt ein Abfluss von Kapital von Europa nach USA (Zins-Arbitrage). Mit der Erhöhung der EZB des Leitzinses auf 3,0 % und der moderaten Leitzinserhöhung der Fed am 01.02.2023 auf 4,75 % wird der Zinsspread weiter geschlossen. Auch das Phänomen der Lohn-Preis-Spirale ist nur in geringem Umfang von der Geldpolitik abhängig.

Ein Paradoxon hierbei ist, dass die Bundesregierung mit ihren Milliarden-Unterstützungspakete für Unternehmen und private Haushalte die Geldpolitik der EZB konterkarieren.

### **Steigende Kreditkosten bis 2024/2025**

Sollte die EZB 2023 nochmal den Leitzinsen z.B. auf 3,5 % erhöhen (einige Institute rechnen sogar mit 4,0 %), dann werden die Kreditzinsen davon galoppieren. Jetzt schon liegen die Kreditzinsen für Ratenkredite im Durchschnitt bei über 6,00 %. Das ifo Institut (Prof. Timo Wollmershäuser) rechnet mit kontinuierlich steigende Bauzinsen bis 2030. Es ist davon auszugehen, dass die Banken eine eher moderate Zinspolitik betreiben werden, wenngleich sie die Zinsen nur in „kleinen Dosen“ anheben werden, denn auch sie wollen Kredite „verkaufen“.

Zusammenfassend ist damit zu rechnen, dass die Bauzinsen bis 2025 kontinuierlich steigen und vermutlich Ende 2023 die 4%-Marke reißen werden.

## **Konsequenzen für die Immobilienmärkte**

Ein privater Haushalt, der sich z.B. im Januar 2023 eine neue Waschmaschine für 500,00 € (die vor einem Jahr noch 450,00 € gekostet hat) anschaffen möchte, wird den Kauf durch Eigenmittel oder durch einen kurzfristigen Dispo-Kredit finanzieren, unabhängig davon, ob dieser für Konsumentenkredite bei 6 % oder 8 % liegt. Anders sieht es in der Immobilienwirtschaft aus:

Die Immobilien- und Bauwirtschaft wird fest in der „Zange zwischen Inflation und EZB-Leitzinsen“ gehalten, wenngleich die EZB-Leitzinspolitik nur -wie gezeigt- einen begrenzten Einfluss auf die Inflationsentwicklung hat. Um es metaphorisch auszudrücken: Das Opfer war zur falschen Zeit am falschen Ort. Diese Redewendung bringt es auf den Punkt: keine Branche wird über den geldpolitischen Kredit-Kanal so stark getroffen, wie die Immobilien- und Bauwirtschaft.

In der Projektentwicklung, im Gewerbebau oder im privaten Wohnungsbau liegt die Fremdkapitalquote üblicherweise bei 60 - 70 %, d.h. genau hier wirken die EZB-Leitzinserhöhungen toxisch. Die typischen Kreditinstrumente wie Hypothekenkredit, Hybridkapital und Anleihen werden sich verteuern. Inwieweit die gestiegenen Kapitalkosten weitergereicht werden können, ist mit Blick auf den Exit eher fraglich. Ein einfaches Beispiel verdeutlicht, welche Auswirkungen eine Erhöhung der Kreditzinsen um 1 %-Punkt hat: ein privater Haushalt mit mittlerem Einkommen muss für einen Hypothekenkredit mit 3 % gegenüber einem Hypothekenkredit von 2 % monatlich fast 500,00 € mehr aufbringen.

Für diesen Haushaltstyp ist das ohne Erbschaft oder familiäre Unterstützung nicht mehr zu leisten. Aus Kaufinteressenten werden jetzt wieder Mieter. Durch Inflation und steigenden Bauzinsen bleibt für die meisten der Wunsch nach einem Eigenheim ein „Traum“. Auch im Gewerbeimmobilienmarkt (Projektentwicklung und Transaktion) werden in den nächsten zwei Jahre viele Vorhaben aufgegeben werden müssen, weil Inflation, Fachkräftemangel im Bau und ein hohes Zinsniveau nicht nur die Renditen drücken, sondern auch die Risiken erhöhen, was viele Investoren abschrecken wird.

Viele in der Immobilienwirtschaft „ducken“ sich weg und hoffen, dass der Sturm vorbeiziehen wird. Dazu besteht wenig Hoffnung, weil die Immobilienkonjunktur ein nachlaufender Zyklus ist und das dicke Ende erst ein bis zwei Jahre später als in den anderen Märkten kommen wird. Selbst wenn der beschriebene Zangendruck der EZB 2024 nachlassen wird, sind die negativen Auswirkungen auf die Immobilien- und Bauwirtschaft noch mindestens bis 2025 spürbar. Die Unternehmen brauchen also einen „langen Atem“ von 3 bis 4 Jahren. In diesem Fall wäre das eine Marktberaumungsphase, die alle denen zusetzen und wieder „erden“ wird, die in letzten Jahren „Party gefeiert“ und von einem „ewigen“ Aufschwung geträumt haben.

Ein weiterer negativer Effekt ist, dass die Preise für Wohnraum vermutlich bis 2030 steigen werden.

Die Bauzins-Erhöhungen führen dazu, dass zumindest in den nächsten beiden Jahren noch weniger gebaut wird als in den Jahren zuvor, was die ohnehin schon bestehende Knappheit von Wohnraum noch weiter befördern wird. Wenn auch Mietpreise und Kaufpreise für Wohnraum nicht „uferlos“ steigen können, so wird auf jeden Fall der Druck auf den Wohnimmobilienmarkt bleiben und wahrscheinlich steigen.

## Was ist von der Politik zu fordern?

Die Regierung ist seit 2022 dabei, durch Diversifikation und dem Auftun anderer Energielieferanten die Energiekosten auf mittlere Sicht zu senken, um die Kosteninflation spätestens bis Mitte 2024 wieder auf ein deutlich niedrigeres Niveau zu bringen. Die Geldwertstabilität ist in dieser Konjunkturphase mehr von dem Erfolg der realwirtschaftlichen Politik der Bundesregierung abhängig als von der Geldpolitik der EZB.

Das größte Konjunkturunterstützung der Politik an die Wirtschaft wäre gerade jetzt der Wille und die Kraft für die „Entbürokratisierung“ auf den Weg zu bringen. Das Wort Bürokratie wird allgemein übersetzt als staatliche oder nicht-staatliche Überregulierung mit überzogener Handlungsorientierung und gleichzeitiger Entpersonalisierung des Menschen.



Nach Max Weber ist Bürokratie eine neue Herrschaftsform. In Deutschland hat sich inzwischen ein dichtes Netz mit Vorschriften für alles Lebens- und Tätigkeitsbereiche gebildet, dass die Prozesse insbesondere die Wirtschaftsprozesse mehr hemmt als fördert. Die Bürokratie ist inzwischen zu einem strukturellen Standortnachteil für Deutschland geworden, wie die Stiftung Familienunternehmen in einer neuesten Studie feststellt. Deutschland ist auf Platz 18 von 21 Plätzen in der Skale „Unternehmensfreundlichkeit“ zurückgefallen. Gerade die Immobilienwirtschaft leidet darunter: allein 3.700 DIN-Vorschriften sind für das Bauen zu beachten. Dazu kommen 16 Landesbauordnungen mit über 20.000 Vorschriften. Des Weiteren kommt die viel zu lange Genehmigungspraxis für Bauanträge als erschwerend hinzu, was dazu führt, dass Märkte und Kosten nicht selten für den Bauherrn/Investor „davonlaufen“. Durch die Nachhaltigkeitsdebatte werden weitere DIN-Vorschriften, Bauvorschriften und Anforderungen in den nächsten Jahren zu erwarten sein. Nach groben Schätzungen verteuert die Bürokratie das Bauen um 10 - 15 % der Investitionssumme, die zusätzlich die Immobilienwirtschaft belastet. Andere Unternehmen wie BASF und BioNTech haben schon die Konsequenzen gezogen und sind in Teilen ins Ausland abgewandert. Weitere werden folgen. Allein fehlt der Glaube, dass sich Deutschland in den nächsten Jahren entbürokratisieren wird. So schrieb schon Anfang des 20. Jahrhunderts Max Weber: „Die Bürokratie ist gegenüber anderen Trägern der modernen rationalen Lebensordnung ausgezeichnet durch ihre weit größere Unentrinnbarkeit.“

Für die Immobilienwirtschaft gilt das hoffnungsstimmende lateinische Zitat unseres Lateinlehrers bei schlechten Noten: „per aspera ad astra“ oder „über raue Pfade zu den Sternen“. Die nächsten drei Jahre sind die rauen Pfade und danach wird sich die Immobilienkonjunktur wieder relativ schnell erholen. Die Unternehmen sollten diese Zeit nutzen, sich ernsthaft dem Thema Digitalisierung zu stellen, die Prozesse zu optimieren und die Kostenwirtschaftlichkeit zu verbessern. Gewinn werden jetzt mehr über die Kosten- als über die Ertragsseite zu realisieren sein. Die Chinesen sagen zur Krise „Wei-ji“, was so viel heißt, dass eine Krise aus zwei Seiten besteht: Gefahr und Chance. Nutzen wir die Chancen!