

DER IMMOBILIENMARKT UND DER EZB-LEITZINS - EINE TOXISCHE VERBINDUNG

Whitepaper - Stuttgart 28.03.2023



**Prof. Dr. Hanspeter
Gondring FRICS**

Fortsetzung: Der Immobilienmarkt und der EZB-Leitzins - eine toxische Verbindung

In dem Whitepaper vom 06.02.2023 „DER IMMOBILIENMARKT UND DER EZB-LEITZINS - EINE TOXISCHE VERBINDUNG“ wurde theoretisch dargelegt, wie toxisch die Leitzinspolitik der EZB für die Finanz- und Immobilienmärkte ist. Nun ist es Zeit, diese Thesen zu überprüfen. In dem Whitepaper wird von einem Leitzins für das Jahr 2023 von 3,5 % ausgegangen, was aus heutiger Sicht wahrscheinlich viel zu optimistisch war. Es ist zu erwarten, dass der Leitzins bis Ende 2023 zwischen 4,5 und 4,75 % liegen wird, womit die Toxizität weiter ansteigen wird. Einige Börsen-Gurus sehen schon die baldige Zinswende, wobei hier eher der „Wunsch Vater des Gedankens“ ist als die Faktenlage. Auf jeden Fall ist die EZB fest entschlossen, trotz der Kollateralschäden den Leitzins so lange zu erhöhen, bis die Inflation wieder auf die Ideallinie von 2 % zurückfällt. Das erinnert an die berühmten Worte von Luther: „Hier stehe ich. Ich kann nicht anders. Amen“.

Als Grund für die Leitzinserhöhung führt die EZB die andauernd hohe Kerninflation an, die im Februar 2023 bei +5,68 % (+ 5,60 % im Januar 2023) lag. Die Kerninflation bildet einen synthetischen „Warenkorb“ ohne die Preise für Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak ab.

Die Nachfrage nach Energie und Lebensmittel ist eher preisunelastisch, d.h. Haushalte benötigen Energie und Lebensmittel, auch wenn die Preise dafür hoch sind. Kein Haushalt würde bzw. könnte auch nicht kurzfristig auf Essen oder Energie für Kochen, Licht und Wärme ganz verzichten, wenngleich bestimmte Einschränkungen als Kompensation für hohe Preise zu erwarten sind. Die Kerninflation misst „einfach ausgedrückt“ alle anderen Güter und Dienstleistungen, die nicht zur Grundversorgung zählen und sie wird daher auch als „allgemeine“ Inflation bezeichnet. Die EZB zielt mit ihrer Leitzinspolitik genau auf diese Kerninflation ab. Hauptargument ist, dass sich eine Inflationsmentalität bildet, d.h. die Wirtschaft gewöhnt sich an die hohen Inflationsraten und antizipiert bzw. nimmt in den Preisen die zu erwartenden Inflationssteigerungen in der Zukunft vorweg, was zu einer self fulfilling prophecy führt. Das heißt: Diese Vorwegnahme (Antizipation) zukünftiger Inflationserwartungen wird dann selbst zum realen Inflationsverursacher. Ein Beispiel hierfür ist die Lohn-Preis-Spirale: die Arbeitnehmerverbände fordern hohe Tarifabschlüsse, was zu steigenden Lohnkosten führt, die dann über die Preise ganz oder teilweise an die Verbraucher (das sind größtenteils wieder die Arbeitnehmer) weitergegeben werden. Dieses psychologische Momentum der Inflationsmentalität ist in der Tat ein großes Problem, dem aber nur bedingt mit einer Leitzinserhöhung entgegengewirkt werden kann, weil die Konsum-Nachfrage nur in geringem Umfang kreditfinanziert ist und aufgrund steigender Kreditzinsen nicht oder nicht in dem von der EZB gewünschten Maße beeinflusst werden kann.

Ein hohes Zinsniveau trifft nicht nur den privaten Konsumenten, sondern auch gerade die mittelständische Wirtschaft, für die sich z.B. die Betriebsmittelkredite verteuern, was wiederum zu einer geringeren Investitionsneigung führt.

Dejà-Vu Stagflation:

Der 1. Ölpreisschock 1973 führte erstmals in der Bundesrepublik zu einer Stagflation mit verheerenden Folgen für den Arbeitsmarkt. In den USA begann 1979 der damalige Fed-Präsident Volcker den Leitzins massiv bis in der Spitze auf über 20 % zu erhöhen, um die Inflation (die stellenweise über 15 % lag) zu bekämpfen. Die Zinsen für Hypothekarkredite kletterten auf über 18 % an. Dieser als Volckerismus bezeichnete Geldpolitik wiederum verursachte in den USA eine Anpassungsrezession, die bis 1982 anhielt. Deutschland ging einen anderen Weg, indem fiskalpolitisch durch eine Erhöhung der öffentlichen Ausgaben die Staatsnachfrage kontinuierlich erhöht wurde, bis 1978 die Stagflation endlich überwunden war. An diesen massiven staatlichen Eingriffen lässt sich erkennen, dass eine Stagflation ein konjunkturell sehr ernstes Problem ist.

Die Stagflation und ihre Ursachen in den 1970er Jahren lassen sich nicht auf heutige Verhältnisse übertragen. Auch wenn gilt „Geschichte wiederholt sich nur selten, aber sie reimt sich“ (Zitat wird Mark Twain zugeschrieben), so ist der Ausgangspunkt wie vor 50 Jahren eine Energiekrise und geopolitische Spannungen. Eine Lehre kann daraus gezogen werden, dass Stagflationen nicht so einfach und in relativ kurzer Zeit wieder „verschwinden“. Es ist sehr überraschend, dass aktuell die OECD ein Wirtschaftswachstum für 2024 von 1,7 % und eine Inflationsrate von unter 5 % für Deutschland vorhersagt. So ein Ergebnis kann nur zustande kommen, wenn die Vorausberechnungen von optimistischen Annahmen ausgehen. Keiner weiß heute, wie sich der Ukraine-Konflikt weiter entwickeln wird, wie sich China wirtschaftlich und geopolitisch positionieren wird, welches die Auswirkungen der militärischen Aufrüstung von Europa auf die Staatshaushalte mittelfristig sein werden, wie sich die erdöl- und rohstoffexportierenden Drittländer gegenüber den westlichen Industriestaaten verhalten werden und vieles mehr. Vor diesem Hintergrund dieser vielen Fragezeichen ist ein seriöses detaillierter Vorhersagen von Konjunkturparameter, die über 3 Monate hinausgehen, kaum möglich. Eines ist aber sehr wahrscheinlich, dass das Phänomen der Stagflation noch mindestens bis Ende 2024 anhalten wird. Zu erwarten ist ein Anstieg der Insolvenzen und der Arbeitslosenquote.

Auswirkungen auf den Bankensektor

Sparer und insbesondere Banken können sich über steigende Zinsen zunächst einmal freuen. Bei den Banken wird diese Freude aber sehr schnell eingetrübt, weil steigende Zinsen tendenziell zu fallenden Börsenkursen führen. So haben Banken und Sparkassen in den letzten Jahren die Einlagen ihrer Kunden, soweit diese nicht für Kredite verwendet wurden, selbst in Aktien, Industrie- und Bundesanleihen (in das sog. Depot A) angelegt. Die Kurse für diese Aktiva fallen nun aufgrund des steigenden Zinsniveaus, was zu Wertberichtigungen in Milliarden-Höhe führt bzw. noch führen wird und zu realen Verlusten, wenn diese Papier verkauft werden müssen.

Allein die Sparkassenorganisation musste Ende 2022 nach ihren eigenen Worten rund 8 Milliarden Euro wertberichtigen und diese Wertberichtigungs-Rallye geht für den gesamten Bankenmarkt im Jahr 2023 weiter. Das führt zu Erschütterungen im Finanzsektor und führt zu der einen oder anderen Bankenpleite. Dennoch besteht kein Grund zu Panik, denn das Bankensystem wird diese Erschütterungen aushalten und bleibt stabil und liquide, so dass eine Bankenkrise ausbleiben wird. Gleichwohl werden die Kreditkosten weiter ansteigen, weil a) Banken versuchen werden, die Abschreibungen bzw. Wertberichtigungen in die Zinsen einzupreisen und b) die allgemein steigenden Risiken durch höhere Risikoprämien abgebildet werden. So lag der beispielsweise durchschnittliche Kreditzins aller abgeschlossen Kreditverträge im Januar 2022 bei 4,98 % und im Januar 2023 bei 7,54 %. Die Zinsen für Baufinanzierungen liegen je nach Zinsbindungsfrist noch zwischen 3,6 und 3,9 % und werden aber auf absehbare Zeit die 4 %-Marke durchbrechen.

Auswirkungen auf den Immobiliensektor

Allgemein:

- Investitionen in Immobilien werden von steigenden Fremd- und Eigenkapitalkosten begleitet, die nicht vollumfänglich - wenn überhaupt - auf die Miete abgewälzt werden können. Finanzierer selbst haben höhere Refinanzierungskosten zu tragen und werden das Investitionsrisiko durch höhere Risikoprämien weitergeben. Es ist kann damit gerechnet werden, dass die Kapitalkosten bis Ende 2024 zwischen 2 und 3 %-Punkten steigen werden, was bedeutet, dass die Kapitalkosten schneller steigen werden als das Mietpreisniveau.

- Gerade für Bauträger und Projektentwickler steigt das Exitrisiko, weil nicht vorhersehbar ist, in welches wirtschaftliche Umfeld in 2, 3 oder 4 Jahren die fertiggestellten Immobilien in den Markt kommt. Gerade die noch vor einiger Zeit „gefeierten“ innerstädtischen Mixed-Use-Immobilien haben ein hohes Risiko, sowohl für die Wohnvermietung als auch für den Einzelhandel, weil nicht nur die aufgerufenen Mietpreise (Wohnen, Dienstleistung, Einzelhandel) eine Vollvermietung garantiert ist, sondern auch, weil nach dem Leitbild der heutigen Stadtplanung solche Immobilien nicht mehr ESG-konform sind.
- Für die nächsten beiden Jahren werden die Volumina von Projektentwicklungen und Transaktionen um bis zu 35 % abnehmen. Gleichwohl wird die Immobilienkonjunktur im Jahr 2025 wieder das „Tal“ verlassen und bis dahin heißt es, den „Gürtel enger schnallen“.

Speziell:

- Wohnimmobilien:
Steigenden Kreditkosten sind ein Hauptgrund, dass die Zahl der Baugenehmigungen im Wohnungsbau im Januar 2023 um 26 % im Vorjahresvergleich zurückgegangen sind und sich der Trend im Jahr 2023 fortsetzen wird. Die steigenden Kreditzinsen für Hypothekenkredite führen selbst bei Haushalten mit mittleren bis höherem Einkommen zur Zurückhaltung bei Investitionen in die „eigenen vier Wände“. Die Unsicherheiten über die zukünftigen rechtlichen Vorgaben für die Energieträger, die schwierigen und langwierigen Baugenehmigungsverfahren, der von Kreditfinanzierern geforderte hohe Eigenkapitalanteil, der hohe Grunderwerbsteuersatz, die hohe Inflationsrate, die hohen Energiekosten und jetzt noch die hohen und steigenden Kreditzinsen lähmen den Wohnimmobilienmarkt für die nächsten beiden Jahre. Als Folge durch die abnehmende Bautätigkeit (Abnahme des Wohnangebots) einerseits und die nach wie vor große Wohnnachfrage ist mit weiter steigenden Miet- und Kaufpreisen im Neubau zu rechnen. Ältere Bestandsgebäude mit erheblichem energetischem Sanierungsaufwand werden Preisabschläge bis zu 40 % hinnehmen müssen. Vor diesem Hintergrund werden die Eigentümer (soweit sie auf die Liquidität nicht angewiesen sind) den Verkauf eher in die Zukunft verschieben. Zudem wird die Zahl der Zwangsversteigerungen zunehmen.

- **Büroimmobilien:**
 Büroimmobilien sind je nach Lage und Ausstattung differenziert zu betrachten. Büroimmobilien in den Top-Standorten haben i.d.R. die höchsten Renditeerwartungen einerseits, aber auch die höchste Volatilität und Risikoanfälligkeit andererseits. Büroimmobilien in den B, C und D Städten sind weniger volatil und damit etwas krisenfester. Noch sind die Büroimmobilien durch i.d.R. längerfristige Mietverträge stabil, wenngleich sich die Flächennachfrage in den nächsten 5 - 10 Jahren verändern wird. Treiber dieser Veränderungen sind ESG und New Work. Tendenziell wird die Nachfrage nach Bürofläche bis 2030 sinken, während die Flächeneffizienz zunehmen wird. Büroarbeit wird sich angesichts des neuen Work Life Blending, Crowdfunding, Fluide & liquide Teamwork grundlegend ändern und das Büro muss neu gedacht werden. Die Generationen Baby Boomer und X sind mehr oder weniger Auslaufmodelle und stattdessen bestimmen die Generationen Y und Z die Arbeitswelt, die sich deutlich von der gewohnten vorigen unterscheiden wird. Die jetzigen „modernen“ Bürokonzepte mit kombinierten Ruhe-, Besprechungs-, Einzel-, Team- und Erfrischungsräumen mit frischem Obstkorb sind nur Übergangslösungen. Führungsstil und Arbeitsbedingungen entscheiden immer mehr darüber, ob ein Unternehmen talentierte Mitarbeiter/innen für sich gewinnen kann oder nicht. Die Veränderungen der „Büroarbeit“ wird fundamentale Änderungen auch der Büroimmobilie nach sich ziehen. Die mantraartig vorgetragenen Beschwichtigungen der Branche, dass es nicht so kommen wird und dass Büroimmobilien wie in den letzten 20 Jahren „vielleicht etwas moderner“ projiziert werden, ist wie das berühmte „Pfeifen im Walde“.
- **Einzelhandel:**
 Insgesamt ist der Einzelhandel unter Druck. Die herkömmlichen Betriebsformen des Einzelhandels sind mehr oder weniger Auslaufmodelle, so wie das Beispiel der Kaufhauskette Galeria Kaufhof zeigt. Das Online-Shopping ist unaufhaltsam auf dem Vormarsch. Allein Amazon stellt über 500.000 Artikel online zur Verfügung, die bequem von zuhause gekauft und bei Nichtgefallen wieder zurückgeschickt werden können. Warum soll der Käufer noch in die Innenstadt fahren, horrenden Parkplatzgebühren zahlen, um nur 1 oder 2 Artikel zu kaufen. Die Innenstädte leben nicht mehr nur vom Einzelhandel, sondern sie müssen erlebnisattraktiv werden. Nicht der Einzelhandel ist der Magnet, sondern das „Erlebnis“ und die „Abwechslung“ locken die Menschen in die Innenstädte, d.h. der Einzelhandel wird sich in die urbane Erlebniswelt einfügen müssen. Anders ist es beim Lebensmitteleinzelhandel, der davon profitiert, dass der Verbraucher die Lebensmittel physisch „sehen“ und „bewerten“ muss und deshalb der Lebensmitteleinzelhandel noch weitgehend immun gegen den Online-Handel ist.

Fazit:

Realistisch ist die Annahme, dass die beiden kommenden Jahren konjunkturell schwierig werden. Besonders für die Immobilienbranche gilt es, von der Wachstumspolitik der letzten 12 Jahre auf eine Konsolidierungspolitik zu wechseln. Teil dieser Konsolidierungspolitik ist es auch, über innovative Konzepte nachzudenken, die digitale Transformation weiter voranzutreiben, Prozesse neu zu überdenken und die Leistungsträger im Unternehmen zu halten. Treffender als das chinesische Sprichwort kann es nicht gesagt werden: Krise besteht im Chinesischen aus zwei Schriftzeichen wei und ji und bedeutet, dass jede Krise aus einer „Gefahr“, aber auch gleichzeitig aus einer „Gelegenheit/Chance“ besteht. Menschen oder Unternehmen, die in einer Krise nicht die Chancen sehen, werden an der Krise zerbrechen. Deshalb ist das beste Krisenmanagement immer das, was auf Kreativität, Innovation, Inspiration und Weitsicht setzt!