ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Hiller, Norbert

**Article — Published Version**

# Zinspolitik ade!: Wie man Immobilienpreisblasen dennoch überstehen kann

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Hiller, Norbert (2014) : Zinspolitik ade!: Wie man Immobilienpreisblasen dennoch überstehen kann, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 94, Iss. 10, pp. 748-755,
https://doi.org/10.1007/s10273-014-1743-1

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/155715

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

DOI: 10.1007/s10273-014-1743-1

Norbert Hiller

# Zinspolitik ade! Wie man Immobilienpreisblasen dennoch überstehen kann

**Durch die Niedrigzinspolitik der EZB ist der Immobilienmarkt der Gefahr einer Preisblase ausgesetzt. Da eine Zinserhöhung in nächster Zeit nicht zu erwarten ist, rücken andere institutionelle Handlungsmöglichkeiten in den Fokus. Hohe Eigenkapitalquoten sowohl der Kreditnehmer als auch der Banken sowie lange Zinsbindungsfristen können Preisblasen entgegenwirken.**

In einigen Ballungsregionen Deutschlands steigen die Immobilienpreise in einem ungewöhnlich hohen Maße. In Städten wie Köln oder München sehen Wissenschaftler bei bestimmten Immobilientypen derzeit nicht fundamental gerechtfertigte Preisentwicklungen.[1] Betrachtet man überregionale oder gar nationale Indizes, so gehen starke Preisausschläge in einzelnen Regionen in der Menge der Daten unter[2] – ein Phänomen, das auch beim bekannten Case-Shiller-Immobilienpreisindex in den USA zu beobachten ist.

Eine Immobilienpreisblase liegt vor, wenn der derzeitige Preis aufgrund von zukünftigen Erwartungen höher ist, als durch die aktuellen Fundamentaldaten erklärt werden kann. Um eine Preisblase identifizieren zu können, ist demnach ein Vergleich der fundamental gerechtfertigten Preise mit den tatsächlich beobachteten Preisen notwendig. Bei der fundamentalen Begründung ist es unumgänglich, Prognosen, z.B. über die demografische und ökonomische Entwicklung, in die Analyse einzubeziehen. Beide Parameter sind nur schwer abzuschätzen, insbesondere für einen längeren Prognosezeitraum von 20 bis 25 Jahren.

## Immobilienpreisblasen – Ursache statt Wirkung

Besser beurteilen lassen sich mögliche Fehlentwicklungen, wenn die Ursachen statt der Wirkungen im Vordergrund stehen. Franklin Allen schreibt: „The first phase [of a bubble] starts with financial liberalization or conscious decision by central bank, to increase lending or some other similar event. The resulting expansion in credit is accompanied by an increase in the prices for assets such as real estate and stocks.“[3] Die Ursache einer Preisblase ist demnach ein institutioneller Schock. Dieser mündet in der Regel in eine Kreditmengenausweitung und einem Preisanstieg, der mit Hilfe einfacher Kennzahlen (z.B. der Preis-Einkommens-Relation) bis hin zu komplexeren ökonometrischen Modellen (z.B. Preisblasentests) analysiert wird. Die Bedeutung der Institutionen rückt bei einer Preisblasendiskussion fälschlicherweise in den Hintergrund, obwohl sie für Fehlentwicklungen bedeutsam sind. Veränderte institutionelle Regelungen entfalten eine Wirkung unbekannten Ausmaßes, die zunächst beobachtet und empirisch ausgewertet werden muss. Erst wenn genügend Beobachtungen vorliegen und die Verfahren nachweislich Fehlentwicklungen aufzeigen, sind entsprechende Anpassungen notwendig. Dann könnte es aber schon zu spät sein.

Abbildung 1 verdeutlicht, wie institutionelle Veränderungen eine Immobilienpreisblase fördern können. Institutionen wie etwa die Zentralbank oder der Gesetzgeber verändern die institutionellen Rahmenbedingungen und lösen so einen „institutionellen Schock“ aus (1). Neue Finanzierungsmöglichkeiten (Innovationen) und eine expansive Geldpolitik sorgen für günstige Finanzierungsbedingungen und lösen eine Kreditmengenexpansion aus (2). Die sinkenden Kapitalkosten erhöhen die Kreditvergabe. Die Kreditmengenexpansion führt zu einer steigenden Nachfrage nach Vermögensgütern (3). Dadurch steigen die Preise insbesondere an den Immobilienmärkten, da das Angebot nur spät auf Nachfrageerhöhungen reagiert.[4] Dies macht Immobilien-

1 Vgl. P. an de Meulen, M. Micheli: Droht eine Immobilienpreisblase in Deutschland?, in: Wirtschaftsdienst, 93. Jg. (2013), H. 8, S. 544; Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Oktober 2013, 65. Jg. (2013), Nr. 10, S. 21.

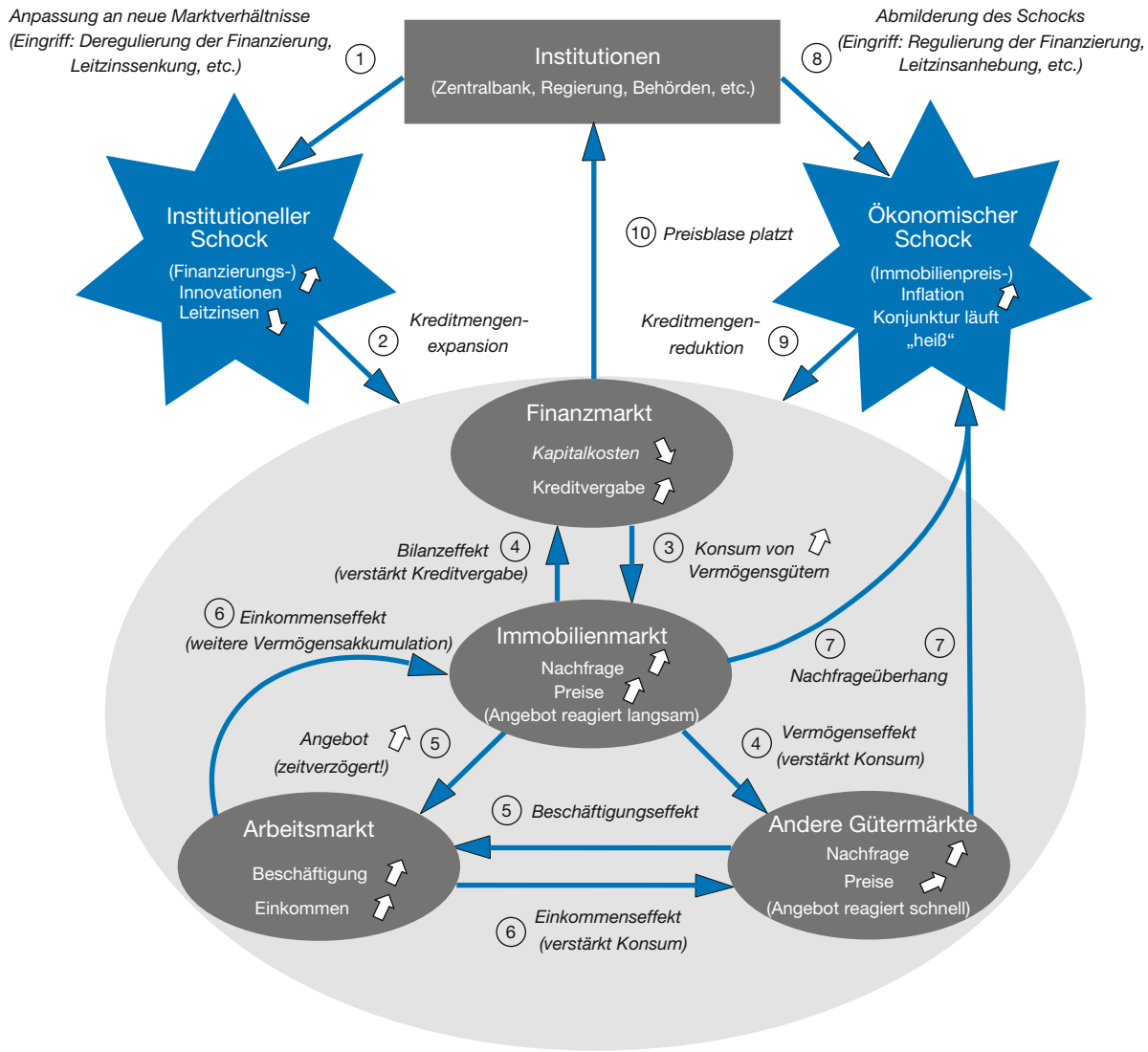
2 Vgl. T. K. Bauer et al.: Ein hedonischer Immobilienpreisindex auf Basis von Internetdaten: 2007-2011, in: Wirtschafts- und Sozialstatistisches Archiv, Nr. 7, 2013, S. 9.

3 Vgl. F. Allen: Modelling Financial Instability, in: National Institute Economic Review, 2005, Nr. 192, S. 58.

4 Immobilienpreisblasen entstehen dort, wo eine steigende Nachfrage auf eine geringe Angebotselastizität trifft, vgl. J. Quigley: Comments and Discussion on Karl E. Case, Robert J. Shiller: Is There a Bubble in the Housing Market?, in: A. Marsh, G. Kenneth (Hrsg.): Housing Economics, 3. Jg. (2011), Price Dynamics, Methodological, S. 187.

**Norbert Hiller**, M. Sc., ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Siedlungs- und Wohnungswesen der Universität Münster.

Abbildung 1
**Institutionen und Immobilienpreisblasen**




Quelle: eigene Darstellung.

besitzer zunächst vermögender, was zu einem Anstieg ihrer Aktiva führt (Bilanzeffekt (4)). Dem Preissignal folgend, leiten die Marktteilnehmer entsprechende Ressourcen in den Immobilienmarkt. Die Investitionen werden dort erhöht, und die Baubranche beansprucht in einem stärkeren Maße das Arbeitskräftepotenzial. Die gesamtwirtschaftliche Produktionsstruktur verändert sich zugunsten des Immobilienmarktes. Kann die Ökonomie die Knappheit mit den von ihr eingesetzten Mitteln nicht beseitigen und steigt der Preis unvermindert weiter, so führt dies schließlich zu einem nachhaltigen Trend. Der Boom auf dem Immobilienmarkt führt zu einem Anstieg der Nachfrage nach anderen Gütern (Vermögenseffekt (4)), der Beschäftigung (Beschäftigungseffekt (5)) sowie der Einkommen (Einkommenseffekt (6)). Aufgrund des induzierten Nachfrageüberhangs kommt es zu einer Immobilienpreisinflation (7). Um die Gefahr einer Finanzmarktkrise (ökonomischer Schock) abzumildern, ergreifen Institutionen Maßnahmen, um die Kreditvergabe zu dämpfen (8). Dazu erhöhen z.B. die Zentralbanken die Leitzinsen, um so die Risikobereitschaft (bzw. die Kreditmengen) zu reduzieren (9). Lässt sich die Preisentwicklung nicht eindämmen, entwickelt sich die Preisblase weiter. Daraus entsteht eine Fehlallokation von Arbeit und Kapital, die ein sehr großes Ausmaß annimmt. Können die Erwartungen der Akteure nicht mehr erfüllt werden, kollabiert der Markt und die Immobilienpreisblase platzt (10). Je nach Größe dieser Blase geht dies mit massiven gesamtwirtschaftlichen Folgen einher. Dem Einbruch in der Baubranche folgen Insolvenzen und Arbeitslosigkeit, wodurch immer weniger Kredite bedient werden können. Banken müssen hohe Abschreibungen vornehmen

und schränken ihre Kreditvergabe insgesamt ein. Die negativen Folgen einer Immobilienpreisblase breiten sich auf den Arbeits- und Finanzmarkt aus.

Spätestens nach dem Platzen der Blase müssen sich Ökonomen den Vorwurf gefallen lassen, vor diesen Fehlentwicklungen nicht rechtzeitig gewarnt und der Wirtschaftspolitik einen Scherbenhaufen überlassen zu haben, der nur mit hohen Zahlungen aus Steuermitteln zu beseitigen ist. In der aktuellen Finanzkrise reagierten die Institutionen mit erheblichen Leitzinssenkungen, regulatorischen Maßnahmen (z.B. der Eindämmung innovativer Finanzprodukte) sowie konjunkturellen Eingriffen (Konjunkturprogramme), woraufhin die Staatsverschuldung stieg. Horten die Akteure Geld, so reagiert die Ökonomie kaum auf geldpolitische Impulse. Insgesamt wird sowohl die Handlungsfähigkeit der Zentralbank als auch die der Regierung eingeschränkt. Die Profiteure dieser Entwicklung sind diejenigen, die sich rechtzeitig mit hohen Gewinnen aus dem Markt zurückgezogen haben. Die Leidtragenden sind die hochverschuldeten Immobilienbesitzer, die Steuerzahler bzw. der Staat sowie Teile des Arbeitsmarktes, insbesondere aber die Immobilienbranche. Der Entschuldungsprozess kann sich über Jahre hinziehen.

## Zinspolitik ade

Angesichts der negativen Folgen des Platzens einer Immobilienpreisblase ist eine Volkswirtschaft mit erheblichen Marktverwerfungen und enormen Kosten konfrontiert.[5] Die Zentralbanken könnten durch die massive Liquiditätserhöhung für zukünftige Blasenbildungen verantwortlich sein. Eine geldpolitische Schlussfolgerung aus diesem Dilemma wäre, dass Zentralbanken Immobilienpreisblasen im Vorfeld verhindern sollten. Allerdings gehören Preissteigerungen bei Vermögensgütern, wie Immobilien und Wertpapieren, nicht zum Zielvektor der Zentralbank. Eine „optimale“ Inflationsrate wird lediglich bei Konsumgütern angestrebt. Taylor[6] schlägt deshalb vor, Preissteigerungen bei Vermögensgütern in den Zielvektor der Zentralbank aufzunehmen. Kommt es zu starken Preissteigerungen bei Immobilien oder Wertpapieren, so wäre die Zentralbank dazu gezwungen, die Zinsen anzuheben und so dem „Herdentreiben“ ein frühzeitiges Ende zu bereiten.

Allerdings erstreckt sich der Euroraum über viele Länder, mit unterschiedlichen Institutionen und (Immobilienpreis-) Zyklen. Aus Rücksicht auf die schwierige wirtschaftspolitische Lage z.B. in Griechenland oder Spanien darf die EZB das Wachstum nicht durch eine Zinserhöhung gefährden. Deshalb hat sie jüngst den Leitzins auf ein historisches Tief von 0,15% gesenkt. An eine schrittweise Erhöhung der Leitzinsen („leaning against the wind“) oder gar an eine drastische Zinserhöhung („pricking“ der Blase) ist gar nicht zu denken. Doch gibt es institutionelle Alternativen, mit denen der Immobilienmarkt zumindest stabilisiert werden kann.

## Institutionelle Ausgestaltung des Immobilienmarktes

Ökonomien organisieren den Immobilienmarkt in unterschiedlicher Weise. Unabhängig von der Geldpolitik weisen problematische Immobilienmärkte häufig drei institutionelle Gemeinsamkeiten auf: Immobilienkredite haben eine geringe Eigenkapitalquote, die Zinsbindung ist überwiegend variabel und es findet eine starke Preis- und Angebotsregulierung statt. Unterliegt der deutsche Immobilienmarkt einem hohen Infektionsrisiko oder ist er mehr oder weniger immun gegenüber Preisblasen?

### Die Rolle der Eigenkapital- und Wohneigentumsquote

Traditionell weist die deutsche Immobilienfinanzierung eine hohe Eigenkapitalquote auf. Aus Sicht der Banken zählt der Hypothekenpfandbrief dabei zu den wichtigsten deutschen Refinanzierungsinstrumenten. Er ist im Gegensatz zu anderen gedeckten Anleihen (Covered Bonds) nicht nur vertraglich, sondern auch gesetzlich reglementiert. Die Käufer solcher Anleihen sichern sich die Rückflüsse, die aus Tilgungs- und Zinszahlungen der Hypothekendarlehen bestehen. Besichert werden diese Ansprüche durch den Grundstücks- bzw. Gebäudewert. Dazu wird ein Beleihungswert ermittelt, der dem langfristig erzielbaren Wiederverkaufswert der Immobilie entspricht und meist unterhalb des Marktwertes liegt. Damit folgt die Bewertung dem Vorsichtsprinzip bei der Bilanzierung.[7] Weiter können lediglich 60% des Beleihungswertes als Deckungsmasse für Pfandbriefe eingebracht werden, was einen hohen Eigenkapitaleinsatz und damit sehr geringe Ausfallwahrscheinlichkeiten bzw. Ausfallfolgen impliziert.[8] Ferner müssen geeignete Regelungen und Instrumente des Risikomanagements genutzt werden.[9]

5 Vgl. M. Irle: Preisblasen in Wohnimmobilienmärkten – Eine Betrachtung aus Sicht der Behavioural Finance, Darmstadt 2010, S. 1.

6 Vgl. J. Taylor: Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Stanford University, Nr. 39, 1993, S. 202.

7 Vgl. M. Jäger, M. Voigtländer: Immobilienfinanzierung – Hypothekenmärkte und ihre gesamtwirtschaftliche Bedeutung, Institut der deutschen Wirtschaft (Hrsg.): IW-Analysen, Nr. 22, Köln 2006, S. 31.

8 Vgl. M. Voigtländer: Volkswirtschaftliches Basiswissen Immobilien, Verband deutscher Pfandbriefbanken, 2008, http://www.hypverband.de/cms/bcenter.nsf/0/5C0400CE9E380D21C125773F002E8004/$File/VWL%20Grundlagen.pdf (5.5.2014), S. 80.

9 Vgl. J. Tolckmitt, O. Stöcker: Die rechtlichen Grundlagen der Pfandbriefemission, in: Verband deutscher Pfandbriefbanken (Hrsg.): Der Pfandbrief – Fakten und Daten zu Europas führendem Covered Bond 2010/2011, Berlin 2011, S. 8.

Hypothekenpfandbriefe weisen meist eine lange Laufzeit auf. Über 67% haben eine Laufzeit von mehr als fünf Jahren, 25% sogar eine Laufzeit von mehr als zehn Jahren.[10] Banken haben somit die Möglichkeit, Darlehen mit langfristigen Laufzeiten zu vergeben, was einer geringen Volatilität am Immobilienmarkt dienlich ist. Der Pfandbrief hat eine hohe (gesetzlich vorgeschriebene) Transparenz, Ausfallsicherheit und Langfristigkeit. Diese Eigenschaften übertragen sich auf den Markt für Immobilienfinanzierung und tragen zu einer hohen Stabilität des deutschen Immobilienmarktes bei.[11] Herkömmliche Pfandbriefe können zwar am Kapitalmarkt veräußert werden, ihr Risiko verleibt aber weiterhin in der Bilanz der Bank. Emittiert eine Bank Pfandbriefe, so muss das Ausfallrisiko entsprechend gesetzlicher Regelungen durch eine garantierte Deckungsmasse (Beleihungswert) besichert werden. Sie dient als Ausgleich für den Inhaber des Pfandbriefs bei einer Insolvenz der Bank. Anders als bei herkömmlichen Verbriefungen muss die Bank damit Eigenkapital vorhalten. Durch eine hohe Eigenkapitalunterlegung im Immobilienmarkt, sowohl durch Kreditnehmer als auch durch Banken, wird dem Haftungsprinzip Rechnung getragen. Mögliche Abschreibungen können durch Eigenkapital gedeckt werden.

Zu welchen Konsequenzen eine niedrige Eigenkapitalquote führt, wurde spätestens in der Finanzkrise 2008 deutlich. Schuld daran war eine politisch angestrebte hohe Wohneigentumsquote. Die Ursprünge dieser Krise basieren auf vielen, in den USA verabschiedeten Gesetzen.[12] Allen voran stand das politische Ziel, die Wohneigentumsquote zu erhöhen.[13] Dies lässt sich durch eine steuerliche Bevorzugung und durch niedrige Kreditvergabestandards realisieren. In den USA wurde der Zugang zu Hypothekenkrediten für einkommensschwache Haushalte erleichtert. Wie in einer Planwirtschaft wurden Zielerreichungsquoten bei der Kreditvergabe festgelegt, die sich mit der Zeit immer weiter erhöhten.[14] Spätestens hier entfernte sich politisches bzw. gesellschaftliches Wunschdenken von ökonomischen Grundprinzipien. Haushalte erhielten politisch gewollt unabhängig von ihrer Einkommens- und Vermögenssituation Immobilien, die sie sich eigentlich nicht leisten konnten. Eine solche Wirtschaftspolitik, die einkommensschwachen Haushalten Wohneigentum trotz geringer Kreditwürdigkeit ermöglicht, sollte vermieden werden. Denn das Platzen einer Blase belastet den Arbeitsmarkt und damit einkommensschwache Haushalte mit erhöhten Erwerbsrisiken im besonderen Maße.

Die Eigenkapitalbasis wird mit Hilfe des Beleihungswertes einer Immobilie bemessen. In Deutschland wird der Beleihungswert wiederum nach dem Vorsichtsprinzip ermittelt, der meist unter dem Marktwert liegt. Dynamiken, die auf positiven Immobilienpreissteigerungen fußen, können hier nur schwerlich und wenn, dann nur in einem geringen Maße auf andere Märkte übergreifen. In den USA führt ein höherer Marktwert der Immobilie automatisch zu einer Vermögenssteigerung, wodurch Kreditlimits angehoben werden. Die Immobilienpreisdynamik, die prozyklisch wirkt, überträgt sich durch einen höheren Konsum auf andere Märkte, und die Volatilität der Ökonomie wird insgesamt erhöht (vgl. Abbildung 1).

Solch eine Entwicklung ist unter Umständen – bei allem Vertrauen in die Märkte – schwer zu beherrschen. Wie Kahneman und Tversky zeigen, überschätzt die menschliche Natur Gewinne und unterschätzt Risiken.[15] Dies wurde auch von Case und Shiller auf Immobilienmärkten nachgewiesen.[16] Die Wirtschaftspolitik sollte sich diese Erkenntnis zu eigen machen und zugunsten einer robusten Ökonomie risikoavers handeln. Dazu gehören sowohl Sicherheiten (eine hohe Eigenkapitalquote), als auch konservative Bewertungen nach dem Vorsichtsprinzip. Herr schlägt vor, eine antizyklische Eigenkapitalhaltung anzustreben, die regional diskretionär gesteuert werden kann und damit lediglich in Problemländern eingeführt wird. Die erforderliche Eigenkapitalunterlegung ist dabei an das Wachstum von Immobilienkrediten gebunden.[17] Diese Idee wurde durch einen sogenannten „Kapitalpuffer“ im Rahmen von Basel III aufgenommen. Kommt es zu einem Kreditwachstum und damit einhergehenden Gefahren von spekulativen Übertreibungen, müssen Banken ab 2016 antizyklische Kapitalpuffer-Quoten einhalten. Dabei kann sich die Höhe des Puffers von Land zu Land unterscheiden.[18]

10 Vgl. Zeitschrift für Immobilienökonomie: Wirtschaftsfaktor Immobilien – die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive, Sonderausgabe, 2009, S. 136.
11 Vgl. ebenda, S. 121.
12 Tax Reform Act 1986, Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act 1992, Community Reinvestment Act 1995, American Dream Downpayment Act 2003, Zero Downpayment Act 2004.
13 Vgl. M. Elsinga, J. Hoekstra: Homeownership and housing satisfaction, in: Journal of Housing and the Built Environment, 20. Jg. (2005), H. 4, S. 401; T. Zumbro: The Relationship Between Homeownership and Life Satisfaction in Germany, in: Housing Studies, 29. Jg. (2014), Nr. 3, S. 319; E. L. Glaeser, D. DiPasquale: Incentives and social capital: are homeowners better citizens?, in: Journal of Urban Economics, 45. Jg. (1999), H. 2, S. 354; R. D. Dietz, D. R. Haurin: The social and private micro-level consequences of homeownership, in: Journal of Urban Economics, 54. Jg. (2003), H. 3, S. 401.
14 Vgl. D. Issa: The Role of Government Affordable Housing Policy in Creating the Global Financial Crisis in 2008, Staff Report, U.S. House of Representatives, Committee on Oversight and Government Reform, 2009, S. 6.

15 Vgl. D. Kahneman, A. Tversky: Prospect Theory – An Analysis of Decision under Risk, in: Econometrica, 47. Jg. (1979), Nr. 2, S. 263.
16 Vgl. K. E. Case, R. J. Shiller: Is there a bubble in the housing market?, Cowles Foundation Paper, Nr. 1089, Yale University, 2003, S. 324-325.
17 Vgl. H. Herr: Fehlende Instrumente der Geldpolitik – die Zentralbank als Getriebene instabiler Finanzmärkte, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jg. (2010), H. 8, S. 514.
18 Vgl. Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht 2013, Frankfurt a.M. 2013, S. 104.

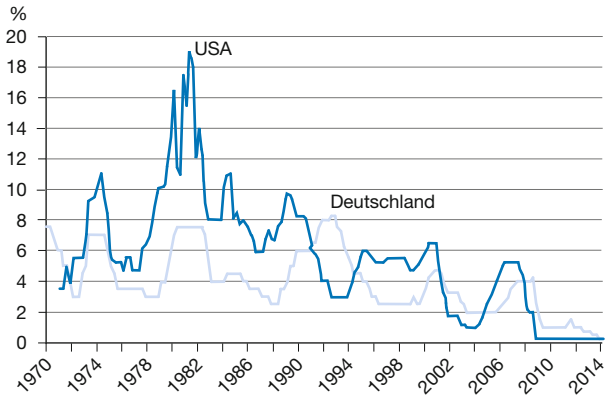
## Die Rolle der Zinsbindungsdauer

Die Zinsbindung eines Immobilienkredits kann entweder fest oder variabel ausfallen. Wer trägt dabei das Zinsänderungsrisiko? Wählt der Kreditnehmer einen festen Zinssatz über einen langen Zeitraum, so trägt die Bank das Zinsänderungsrisiko. Diese verlangt dafür eine geringere Flexibilität (eingeschränkte Kreditkündigungsmöglichkeiten) und lässt sich das Risiko durch Zinsaufschläge vergüten. Bei variablen Zinsen trägt der Kreditnehmer das Zinsänderungsrisiko. Steigen z.B. die Zinsen, so erhöht sich die Zinszahlung und eine Überschuldung des Schuldners ist wahrscheinlicher. Andererseits profitieren diese von Zinssenkungen. Darüber hinaus ist die Flexibilität hinsichtlich der Kreditkündigungsmöglichkeiten größer. Die Ausgestaltung der Immobilienmärkte bezüglich der Zinsbindungsdauer in den einzelnen Ländern ist vollkommen unterschiedlich.[19]

Ist die Zinspolitik eher instabil und neigt im Zeitverlauf zu großen Änderungen, so ist das Zinsänderungsrisiko entsprechend hoch. In Deutschland war die Zinspolitik aus historischen Gründen stets stabilitätsorientiert. Risikoaverse Immobilienkredite mit langen Zinsbindungsfristen dominieren daher den Markt.[20] Dies hängt auch mit der relativ geringen Wohneigentumsquote zusammen. Gibt es attraktiven Wohnraum auch zur Miete, so warten Käufer mit dem Kauf zunächst ab. Die Flexibilität als Motiv für variable Zinsen rückt in den Hintergrund und Planungssicherheit über fixe Zahlungen wird bevorzugt.[21]

Institutionelle Rahmenbedingungen basieren unter anderem auf einer volatilen Zinspolitik, was ein Vergleich zwischen den USA und Deutschland verdeutlicht. Laut Hellwig trugen vor 1980 US-Banken das Zinsänderungsrisiko und vergaben traditionelle Festzinshypotheken.[22] Diese finanzierten sie aus Spareinlagen mit Anlagefristen von bis zu sieben Jahren und vergaben Kredite mit Laufzeiten von bis zu 40 Jahren. Als in den Jahren 1980/1981 die Refinanzierungszinssätze auf weit über 10% stiegen, waren ca. zwei Drittel dieser Banken insolvent, denn die Zinssätze der Hypothekenkredite der 1960er Jahre lagen weit unterhalb der Refinanzierungskosten. Als Konsequenz wurden die Zinssätze variabel gestaltet, womit die Schuldner das Zinsänderungsrisiko trugen. In der nächsten Hochzinsphase um 1990 konnten dann viele Schuldner die Zinsanpassungen nicht verkraften. Da weder Banken noch Schuldner die Zinsänderungsrisiken tragen wollten, gingen die Banken dazu über, die Risiken über Verbriefungen an Dritte weiterzugeben. Dieser Prozess wurde mit der Stärkung des Wettbewerbs und der Steigerung der Kapitalmarkteffizienz begründet. Historisch betrachtet ergab sich dies letztlich aus der instabilen Zinspolitik der US-amerikanischen Zentralbank und den damit verbundenen Erfahrungen. So verliefen die Refinanzierungssätze in Deutschland wesentlich stabiler als in den USA (vgl. Abbildung 2).[23]

Abbildung 2
**Refinanzierungssätze in den USA und in Deutschland**




Quellen: Datenbanken von Bundesbank und Federal Reserve System.

Aufgrund ihrer veränderten Zinspolitik erschwerte die Fed die Einpreisung der Zinsänderungsrisiken bei den Kreditgebern (Banken) und den Kreditnehmern. Die Akteure des deutschen Hypothekenmarktes waren aufgrund der relativ stabilen Zinspolitik nicht in dem Umfang mit diesem Problem konfrontiert. Als Folge etablierte sich in den USA ein kapitalmarktorientiertes Finanzierungssystem, mit dessen Hilfe über Verbriefungen Risiken an Dritte veräußert wurden, um so eine hohe Rentabilität und Liquidität mit vermeintlich hoher Sicherheit zu generieren. Letztlich hängen alle Hypothekenmarktsysteme von historischen Pfadabhängigkeiten ab. Je nach Beharrlichkeit verschiedener Institutionen entstehen Märkte mit unterschiedlichen regulatorischen Ausprägungen. Die Möglichkeit einer variablen Zinsbindung sollte vor dem Hintergrund einer langfristig volatilen Zinspolitik eingeschränkt werden.

19 So überwiegen z.B. in Großbritannien, Spanien oder Finnland Darlehen mit variabler Verzinsung, vgl. M. Voigtländer: Der Immobilienmarkt in Deutschland – Struktur und Funktionsweise, Berlin 2009, S. 114.

20 So wiesen im Juni 2012 rund 70% der neu vergebenen Kredite eine Zinsbindung von über fünf Jahren auf, vgl. Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht 2012, Deutsche Bundesbank, Frankfurt a.M. 2012, S. 63.

21 Vgl. M. Voigtländer: Der Immobilienmarkt …, a.a.O., S. 55.

22 Vgl. M. Hellwig: Finanzkrise und Reformbedarf, Report to the 68th Deutscher Juristentag, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Nr. 19, Bonn 2010, S. 10.

23 Die Fed reagierte mit einer Anhebung der Zinssätze auf die hohe Inflation in den USA. Gleichzeitig verfolgt die Fed ab Anfang der 1980er einen monetaristischen Kurs, vgl. S. Schulmeister: Einige Merkwürdigkeiten der internationalen Zins- und Wechselkursentwicklung, in: Wirtschaftspolitische Blätter, Nr. 3/4, 1985, S. 146; M. Feldstein: Monetary Policy and Inflation in the 1980s: A Personal View, National Bureau of Economic Research, Working Paper, Nr. 4322, 1993, S. 13-15.

## Die Rolle der Preis- und Angebotsregulierung

Immer wieder zeigt sich, dass Preisregulierungen eine eher schädliche als hilfreiche Funktion innehaben. Die Festsetzung eines Preises setzt die Preisfunktion bzw. das Knappheitssignal der Güterversorgung außer Kraft. Auch in einigen deutschen Ballungsregionen wird dem momentanen Immobilienpreisanstieg mit einer Preisregulierung (Mietpreisbremse) begegnet. Dies setzt voraus, dass eine Fehlentwicklung und damit Marktversagen vorliegt. Der Staatseingriff kann aber durchaus mit Staatsversagen einhergehen, sofern falsche Instrumente eingesetzt werden und der Eingriff zu einem ungünstigen Zeitpunkt erfolgt.

Der Preis ist ein Ergebnis von Angebot und Nachfrage. Reagiert das Angebot schwerfällig und nur mit zeitlicher Verzögerung auf eine erhöhte Nachfrage, macht sich dies in einem starken Preisanstieg bemerkbar. Gerade der Immobilienmarkt in Ballungszentren weist eine geringe Angebotselastizität auf. Preissteigerungen können aufgrund der späten Angebotsanpassung als nachhaltiger Trend fehlinterpretiert werden, und die Akteure glauben an immer weiter steigende Preise – wider alle fundamental begründeten Zweifel. Den Preis institutionell festzusetzen, bewirkt nur, dass das Angebot aufgrund der Investitions- und Renditeunsicherheit noch schwerfälliger reagiert und die Nachfrage weiter ansteigt. Die Preise des Immobilienmarktes können vor dem Hintergrund institutioneller Gegebenheiten (z.B. der Niedrigzinspolitik) nicht mehr Schritt halten.

Die Entscheidung über den Träger von Knappheitssignalen und die Art der Marktbereinigung obliegt der Wirtschaftspolitik. Der Preis spiegelt als Knappheitssignal in der Regel die ökonomischen Gegebenheiten wider. Bezieher niedriger Einkommen können hochpreisige Immobilien nicht erwerben. Setzt die Wirtschaftspolitik den Preis fest, so werden andere, weniger effiziente Mechanismen wie Kompensationszahlungen oder Beziehungen zwischen Anbieter und Nachfrager den Markt bereinigen. An dem Grundproblem der Knappheit ändert das aber nichts.

Neben finanziellen Aspekten sind vor allem Institutionen für die Angebotselastizität bedeutsam. Baukosten, institutionelle Rahmenbedingungen und die Knappheit an Grundstücken und Bestandsveränderungen zählen zu den maßgeblichen Determinanten.[24] Die Baukosten umfassen unter anderem die Kosten für Baumaterialien sowie Kosten für den Konstruktionsprozess. Aufwendige Genehmigungsprozesse, Stadtplanungsbestimmungen, Sanierungsmaßnahmen (Denkmalschutz), Bauvorgaben sowie Infrastrukturanpassungen erhöhen die Kosten und mindern die Reaktionszeit des Angebots auf Preisänderungen.[25] Eine restriktive Baulandvergabe kann die Knappheit von Grundstücken erhöhen, was zu weiteren Preissteigerungen führt – insbesondere in Ballungsregionen, in denen Grundstücke ohnehin knapp bemessen sind.[26] Dies führt zwangsläufig zum Bau von Hochhäusern (sofern dies überhaupt erlaubt ist). Ferner wirken Immobilienbestände auf die Preiselastizität des Angebots. Überkapazitäten, geschaffen durch sozialen Wohnungsbau oder steuerliche Vergünstigungen, dämpfen dagegen Preisschwankungen.[27] Dies ist vergleichbar mit den hohen Preisvolatilitäten bei Nahrungsmitteln im Jahr 2008. Ökonomen forderten hier eine großzügige Lagerhaltung, um Spekulationen und Herdentrieb im Keim zu ersticken.[28] Diese „Lagerhaltung“ entspricht auf dem Wohnungsmarkt einem tendenziellen Überangebot an Wohnraum. Die Kosten des künstlich geschaffenen Überangebots müssen mit den Kosten von Preisblasen abgewogen werden.

Die (regionale) Wirtschaftspolitik kann durch ihre Institutionen das Angebot elastischer gestalten und somit Fehlentwicklungen entgegenwirken. Allerdings ist ein reagibles Angebot noch kein Garant für Preisnormalität.[29] Die Immobilienpreisblase in Spanien ist dabei bezeichnend. So wurden 2006 in Spanien rund 800 000 Wohneinheiten fertiggestellt, d.h. mehr als in Deutschland, Frankreich und Italien zusammen.[30] Dabei haben diese Länder zusammengenommen viermal so viele Einwohner und eine fast sechsmal so große Wirtschaftskraft wie Spanien.[31] Dennoch hatte diese bereits lang anhaltende Angebotsausweitung nicht zu einer Preisentlastung geführt. Ist dies Folge des Herdentriebs und ist dieser weit fortgeschritten, bedarf es einer hohen Markttransparenz, um die Akteure (Anbieter und Nachfrager) davon zu überzeugen, dass der Markt einer Fehlentwicklung unterliegt.

24 Vgl. P. Westerheide, C. Dick: Determinanten für die langfristige Wertentwicklung von Immobilien, Mannheim 2010, S. 23.

25 Vgl. K. Barker: Review of Housing Supply, Final Report, London 2004, S. 1-2.

26 Vgl. EZB: Assessing House price developments in the Euro area, European Central Bank, Monthly Bulletin, Nr. 2, 2006, S. 66.

27 Vgl. C. André, P. Catte, N. Girouard, R. Price: Housing Markets, wealth and the business cycle, OECD Economics Department Working Papers, Nr. 394, 2004, S. 3.

28 Vgl. J. von Braun: High Food Prices – The What, Who and How of Proposed Policy Actions, International Food Policy Institute, 2008, S. 6.

29 Vgl. M. Fritsch, T. Wein, H.-J. Ewers: Marktversagen und Wirtschaftspolitik: Mikroökonomische Grundlagen staatlichen Handelns, München 2005, S. 352.

30 Vgl. S. Bergheim: Spanien 2020 – die Erfolgsgeschichte geht weiter, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen, Nr. 394, Frankfurt a.M. 2007, S. 10.

31 2006 lebten insgesamt rund 200 Mio. Menschen in Deutschland, Frankreich und Italien. Spanien hatte jedoch nur knapp 45 Mio. Einwohner. Das BIP betrug in Deutschland, Frankreich und Italien zusammen rund 5613 Mrd. Euro und in Spanien 984,3 Mrd. Euro, vgl. Datenbanken der OECD.

## Institutionelle Handlungsmöglichkeiten

### Hohe Markttransparenz

Die Markttransparenz auf dem deutschen Immobilienmarkt ist im internationalen Vergleich nur schwach ausgeprägt. Historisch liegt dies wohl an den verhältnismäßig geringen Problemen, die der Immobilienmarkt bisher verursacht hat. An amtlichen Daten mangelt es grundsätzlich nicht,[32] nur an ihrer dezentralen Organisation und entsprechenden Datenschutzregelungen. Dennoch gibt es nicht zuletzt durch die Fokussierung auf den Immobilienmarkt nach der Finanzkrise und die aufkommenden Ängste vor lokalen Immobilienpreisblasen Bestrebungen, die Markttransparenz zu erhöhen. Kommerzielle Anbieter bieten Lösungen an,[33] aber nur wenige Unternehmen gewähren einen Einblick in die Rohdaten. Dies wird häufig mit Datenschutz oder der Angst vor Wettbewerbsnachteilen begründet. Aus wissenschaftlicher Sicht sind solche „Black-Boxes" vollkommen unzureichend.

Der Anteil des Immobilienvermögens am Gesamtvermögen betrug 2011 rund 59%.[34] Es ist sehr bedenklich, dass über die wichtigste Vermögensgrundlage der privaten Haushalte so wenig Informationen vorliegen. Die Wirtschaftspolitik sollte Markttransparenz fördern, um regionale Fehlentwicklungen rechtzeitig erkennen und ihnen begegnen zu können. Immobilienpreisblasen entstehen in der Regel regional und breiten sich über den Raum aus („ripple effect").[35] Vor allem aus kleinräumiger Sicht besteht daher erheblicher Nachholbedarf. Eine hohe Markttransparenz hält jedoch nur bedingt Spekulanten ab, wollen doch gerade sie von ungewöhnlichen Preisüberschwängen profitieren. Die Steuerpolitik könnte hier ergänzend eingreifen.

### Steuerpolitik

Im Rahmen fiskalischer Instrumente könnte der Gesetzgeber z.B. die Grundsteuer erhöhen, um so die Attraktivität und damit den Preis von Immobilien zu schmälern. Zwar gibt es z.B. Studien von Rosenthal und Muellbauer, die eine Reduzierung der Grundsteuern als eine Ursache für Verwerfungen am britischen Immobilienmarkt der 1990er Jahre sehen.[36] Allerdings machen diese Steuern nur einen sehr geringen Teil der Nutzungskosten von Immobilien aus und sind damit nicht die Hauptdeterminanten von Preisblasen.[37] Eine Steuererhöhung würde Fehlentwicklungen kaum entgegenwirken. Zudem kann die Grundsteuer in Deutschland auf Mieter im Rahmen der Nebenkostenabrechnung überwälzt werden, weshalb die Steuerlast beim Vermieter nicht auftritt.

Auch Verkehrssteuern (z.B. die Grunderwerbsteuer) scheiden als Interventionsmittel aus. Befürworter sehen darin ein probates Mittel, Spekulationen zu behindern, da dadurch die Transaktionskosten steigen. Allerdings führen die Verkehrssteuern zu einem weniger liquiden Markt. In einem ohnehin transaktionsarmen Immobilienmarkt bleiben die Preise bei Abschwüngen konstant, da die Hausverkäufer die Häuser eher behalten, als sie zu einem niedrigen Preis mit Steuerabschlag zu verkaufen („lock-in"-Effekt). Immobilienpreisblasen lassen sich durch Verkehrssteuern womöglich nicht aufhalten. So sind in Spanien und den Niederlanden trotz hoher Verkehrssteuersätze Preisblasen entstanden. Boysen-Hogrefe et al. kommen daher zu dem Fazit, dass „das Potenzial der Finanzpolitik, durch Immobilienbesteuerung Immobilienblasen zu verhindern, begrenzt bzw. unklar ist".[38] Dennoch ziehen sie sowohl die Grund- als auch die Grunderwerbsteuer als Bekämpfungsmittel zumindest in Betracht. Dabei ist eine punktuelle sowie eine signifikante Erhöhung entsprechender Steuern in betroffenen Regionen vonnöten.

### Eigentums- versus Mietwohnungsmarkt

Man stelle sich einen Immobilienmarkt vor, in dem die Wohneigentumsquote bei 90% liegt. Wie würde der Immobilienmarkt institutionell ausgestaltet sein? Zunächst müssten vor allem einkommensschwache Haushalte bei der Kreditvergabe begünstigt werden. Diese Gruppe verfügt in der Regel über nur wenig Eigenkapital. Da Mietwohnungen kaum vorhanden sind, ist eine solche wirtschafts- und sozialpolitische Maßnahme erforderlich. Ähnlich wie in den USA müssten Kreditprogramme für Erstbezieher initiiert werden. Zudem könnte man die Hypothekenzinsen steuerlich abzugsfähig gestalten, die Grundsteuer senken und/oder andere Subventionen einführen.

Doch was würde die Ökonomie damit gewinnen? Den bereits oben beschriebenen Vorteilen (soziale Kohäsion und Stabilität) stehen gravierende Nachteile (Gefahr der gesamtwirtschaftlichen Stabilität) gegenüber. Ein volatiler Markt bei langfristigen Vermögensgütern sollte aus psy-

32 Gutachterausschüsse sammeln zum Teil detaillierte Transaktionsdaten in Kaufpreissammlungen.
33 Dazu zählen z.B. Immobilienscout24, Verband Deutscher Pfandbriefbanken, Hypoport AG und die BulwienGesa AG.
34 Vgl. T. Clamor, R. Henger: Verteilung des Immobilienvermögens in Deutschland, in: IW-Trends, März 2013, H. 1, S. 3.
35 Vgl. G. Cameron, J. Muellbauer, A. Murphy: Was there a British House Price Bubble? Evidence from a Regional Panel, Discussion Paper Series, Nr. 276, University of Oxford, 2006, S. 5.
36 Vgl. L. Rosenthal: House Prices and Local Taxes in the UK, in: Fiscal Studies, 20. Jg. (1999), Nr. 1, S. 74-75; J. Muellbauer: Property and land, taxation and the economy after the Barker Review, in: The Economic Journal, 115. Jg. (2005), S. C107.
37 Vgl. J. Boysen-Hogrefe et al.: Finanz- und Wirtschaftspolitik bei einer anhaltenden monetären Expansion, Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Kiel 2014, Nr. 5, S. 78.
38 Ebenda, S. 83.

chologischen und ökonomischen Gründen vermieden werden (Überschätzung von Gewinnen, Unterschätzung von Verlusten, Herdentrieb). Eine konservative Wirtschaftspolitik im Sinne der Risikovermeidung ist dabei erstrebenswert.

## Fazit

Die Stabilität des deutschen Immobilienmarktes ist aufgrund der Niedrigzinspolitik der EZB erheblichen Gefahren ausgesetzt. Da die Zinspolitik nicht in einem idealen Maße auf nationale Bedürfnisse eingehen kann, müssen alternative institutionelle Instrumente herangezogen werden. Sie erlauben in einem gewissen Umfang, auf die Gefahren von Immobilienpreisblasen zu reagieren und die Robustheit einer Ökonomie zu fördern. Dabei ist die Identifikation von Preisblasen zum Abbau von Informationsasymmetrien zwischen Anbieter und Nachfrager notwendig. Antizyklische Kapitalpuffer und lange Zinsbindungsfristen reduzieren die Volatilität am Immobilienmarkt. Eine hohe Eigenkapitalquote bei Kreditnehmern und Banken trägt dem Haftungsprinzip Rechnung und kann die Folgen einer Preisblase mildern. Trotz aller Entwarnungen bezüglich einer deutschen Immobilienpreisblase sind aktuelle Meldungen über vermehrt variable Verzinsungen und Vollfinanzierungen in Ballungsregionen alarmierend und bedürfen weiterhin einer intensiven Beobachtung.[39] Darüber hinaus können konstante Immobilienpreise ebenfalls eine Blase enthalten, sofern Fundamentaldaten weitaus geringere Preise rechtfertigen würden.

39 Vgl. Focus: Verbraucherschützer warnen vor Immobilienkauf, 2013, http://www.focus.de/immobilien/kaufen/wegen-mini-darlehenszinsen-und-anlagenotsand-verbraucherschuetzer-warnen-vor-immobilienkauf_aid_1144782.html; und Deutsche Bundesbank: Finanzstabilitätsbericht 2012 …, a.a.O., S. 63.

**Title:** *Goodbye, Policy on Interest Rates! How Should Housing Policy React to Real Estate Bubbles?*
**Abstract:** *After the financial crisis, some Euro countries are still facing major economic problems. They require favourable interest rate conditions in order to free themselves from their difficulties. But due to the low interest rate policy of the ECB, the risk of a housing price bubble in Germany is increasing. Since a rise in interest rates is not expected in the near future, other national institutional possibilities come to the fore. High capital ratios of both the borrower and the banks, and long rate fixation periods may counteract the development and impact of price bubbles. This might improve the stability of the German real estate market.*
**JEL Classification:** *E58, F33, P25*