

# Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft

Kamis

2022

ISBN 978-3-8006-6566-2

Vahlen

schnell und portofrei erhältlich bei  
[beck-shop.de](https://beck-shop.de)

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](https://beck-shop.de) steht für Kompetenz aus Tradition. Sie gründet auf über 250 Jahre juristische Fachbuch-Erfahrung durch die Verlage C.H.BECK und Franz Vahlen.

[beck-shop.de](https://beck-shop.de) hält Fachinformationen in allen gängigen Medienformaten bereit: über 12 Millionen Bücher, eBooks, Loseblattwerke, Zeitschriften, DVDs, Online-Datenbanken und Seminare. Besonders geschätzt wird [beck-shop.de](https://beck-shop.de) für sein

umfassendes Spezialsortiment im Bereich Recht, Steuern und Wirtschaft mit rund 700.000 lieferbaren Fachbuchtiteln.

Alles in allem existieren in der Literatur vielfältige Ansätze zur Marktüberprüfung hinsichtlich von Preisblaseneffekten. Es gibt pragmatische Vor- und Nachteile je Ansatz. Allerdings findet sich noch kein Ansatz, der einzelwirtschaftliche und gesamtwirtschaftliche Ausrichtungen miteinander verbindet. Ebenfalls bleibt es stets bei ungefähren Einflüssen. Die konkrete Quantifizierung ist auf Grund der Vielzahl möglicher Preisbestimmungsfaktoren zu komplex. Um den geldpolitischen Einfluss auf die Immobilienpreise besser zu quantifizieren, sind im Weiteren des Beitrags die makroökonomischen Entwicklungen und Kausalitäten genauer zu hinterfragen (siehe Kap. 2.3) Zuvor gilt es jedoch im nächsten Abschnitt noch, die Auswirkungen von Staatsinterventionen mikroökonomisch zu erläutern.

### 2.2.4 Marktregulierungen fördern und blockieren den Wettbewerb

Das deutsche Wirtschaftssystem ist marktwirtschaftlich geprägt, also in den Grundzügen wettbewerbsorientiert ausgerichtet. Dabei bezieht sich Wettbewerb auf das Güterangebot und die Güternachfrage. Anbieter adaptieren einander (im Rahmen rechtlicher Möglichkeiten) erfolgreiche Produkte unter gewinnmaximierenden Bedingungen. Für Nachfrager werden diese Güter somit nicht knapp. Wenn aber Anbieter durch Produktinnovationen temporäre Monopolsituationen aufbauen, können sie selbst den Produktpreis setzen, der gewöhnlich höher liegt als unter alternativen Wettbewerbsbedingungen. Das Produktangebot ist in diesem Fall entsprechend klein, weil der Wettbewerb so lange fehlt, bis konkurrierende Unternehmen die erfolgreiche Innovation durch eigene Angebote adaptieren können. Dieser dann entstehenden wettbewerbsintensiven Situation entziehen sich erfolgreiche Unternehmen erneut durch Produktinnovation und der beschriebene Prozess setzt sich fort. Auf diese Weise sichert der Wettbewerb den technischen, medizinischen und insgesamt gesellschaftlichen Fortschritt.

Unternehmen, die keine Produktinnovationen mehr realisieren, neigen dazu, sich durch Unternehmensfusionen und/oder Unternehmensübernahmen dem Wettbewerb zu entziehen, wenn sie auf diese Weise eine marktbeherrschende Stellung aufbauen können. In diesen Situationen steigen die Marktpreise und es sinkt das Angebot in Breite und Umfang. Der somit eingeschränkte Wettbewerb reduziert die Wohlfahrt des Gesamtmarkts und die Innovationsfähigkeit der Volkswirtschaft. Daher beobachten staatliche Wettbewerbsbehörden aufmerksam die Marktentwicklungen. Für Deutschland ist das *Bundeskartellamt* die zuständige Einrichtung, die im *Bundeswirtschaftsministerium* angesiedelt ist. Ihre Arbeit wird durch die *Monopolkommission* unterstützt, die vorwiegend wissenschaftlich geprägt ist und das Bundeswirtschaftsministerium samt Bundeskartellamt unterstützt. Auf EU-Ebene wirkt ebenfalls die *EU-Wettbewerbskommission* mit bei der Sicherung marktwirtschaftlicher und wettbewerbslicher Strukturen. Fusionen und Übernahmen sind demnach nur zu genehmigen, wenn sie den funktionierenden Wettbewerb nicht einschränken. Daher gehört zum Wesen der Marktwirtschaft der Schutz vor zu großer Marktmacht einzelner Anbieter.

Seit einigen Jahren sind Unternehmen zu beobachten, die sich weltweit platzieren und in den einzelnen Volkswirtschaften derartig Marktmacht ausüben, als dass Diskussionen über eingeschränkten Wettbewerb entstanden. Dabei handelt es sich vorwiegend um Unternehmen der Internet-basierten Tech-Industrie (z. B. Amazon.com, Inc.) und der Finanzbranche (z. B. BlackRock, Inc.). Gegen die Größen dieser Unternehmen zu

wettern, heißt nicht, gegen die Marktwirtschaft zu sein. Im Gegenteil: Als Verfechter der Marktwirtschaft könnten die Marktmachtboliden zerschlagen gehören, wenn eine missbrauchende marktbeherrschende Stellung dieser Unternehmen nachweislich wird. Auch in den zurückliegenden Jahrzehnten wurde derart agiert. Aber damals entstanden marktmächtige Unternehmen aus der Privatisierung von Staatsvermögen (z. B. der Post- und Telekommunikationsbranche) heraus. Jetzt leben wir in einer Zeit, in der sich Unternehmen durch Umsatzzuwächse marktbeherrschende Stellungen aufgebaut haben. Sie zu zerschlagen, also durch staatliche Bestimmungen in wieder kleinere Unternehmenseinheiten zu organisieren, könnte als eine zu verbietende Staatsintervention postkommunistischer Revolutionäre angesehen werden, sollte sie aber nicht. Nur die Form, marktbeherrschende Stellungen zu erlangen, ist neu, nicht der notwendige Umgang mit ihnen. So schrieb der Begründer des deutschen Wirtschaftssystems Walter Eucken (1990, S. 31) bereits im Jahr 1952:

„Anbieter und Nachfrager suchen stets – wo immer es möglich ist – Konkurrenz zu vermeiden und monopolistische Stellungen zu erwerben oder zu behaupten. Ein tiefer Trieb zur Beseitigung von Konkurrenz und zur Erwerbung von Monopolstellungen ist überall und zu allen Zeiten lebendig. Jeder späht Möglichkeiten, um Monopolist zu werden.“

Von marktbeherrschenden Stellungen sind Anbieter der Wohnungs- und Immobilienmärkte weit entfernt. Insbesondere die Märkte für Wohnimmobilien zeichnen sich durch eine enorme Dezentralität aus. Bei Mietwohnungen ist die Vonovia SE mit 355.285 Wohnungen die größte Anbieterin in Deutschland (vgl. Vonovia 2021). Allerdings beträgt ihr Marktanteil bei insgesamt 41,4 Mio. Wohneinheiten in Deutschland (siehe Abschn. 2.2.1) lediglich 0,81%. Vor dem Hintergrund der Mietpreisentwicklungen aber kam es in den letzten Jahren auch auf den Wohnungsmärkten zu Staatsinterventionen, und zwar in den Marktpreismechanismus. Denn mit der *Mietpreisbremse* gilt in Deutschland (neben einer *Kappungsgrenze* für Mieterhöhungen bei *Bestandwohnverhältnissen*) seit dem Sommer 2015 auch eine Regulierung der Mieterhöhungen bei Neuvermietungen (ohne umfangreiche Modernisierungen). Demnach dürfen Mieten bei Neuvermietungen maximal auf 10% über die ortsübliche Vergleichsmiete (= Miete gemäß einem qualifizierten Mietspiegel) angehoben werden. Gültig ist diese Mietpreisbremse für Wohngebiete, die von den Landesregierungen als Gebiete mit angespannten Wohnsituationen eingestuft sind.

Die deutsche Bundesregierung beeinflusst mit der Mietpreisbremse ein konstitutives Merkmal der freiheitlichen Wirtschaftsordnung, nämlich den Preismechanismus auf Märkten. Der damalige Bundesminister der Justiz und für Verbraucherschutz, Heiko Maas, begründete diesen Markteingriff in einer Verbraucherinformationsschrift in gesellschaftspolitischer Hinsicht wie folgt: „Mit der Mietpreisbremse haben wir dem ungebremsen Anstieg der Preise bei der Wiedervermietung von Wohnungen ein Ende gesetzt. [...] Der soziale Zusammenhalt in unseren Städten war bedroht. Das neue Mietrecht kommt daher allen zugute. Es ist gerade angesichts der vielen Flüchtlinge, die zurzeit zu uns kommen, ein Segen.“ (BMJV 2016).

Dem Bundesminister muss zur Zielsetzung und Zielerreichung deutlich widersprochen werden. Dabei soll in dieser volkswirtschaftlichen Betrachtung noch gar nicht hinterfragt werden, ob die Mietpreisbremse juristisch derart gestaltet ist, dass sie im Markt tatsächlich umgesetzt werden muss (nicht alle MieterInnen, die eine Wohnung mit angegebener Miete nachfragen, wollen nach Mietvertragsabschluss gegen die Miethöhe klagen, die sie zuvor nicht kritisierten!). Vielmehr ist doch Kritik an der Mietpreisbremse dahinge-

hend zu formulieren, dass ihre tatsächliche Umsetzung kontraproduktive Wirkungen zeigte (vgl. ausführlich Knüfermann 2019, S. 31–35, Abschn. 2.3). Denn dieser restriktive Eingriff in den Marktpreismechanismus hätte eine höchstpreisartige Wirkung. Auf die gebremste Preisentwicklung folgte, dass der temporäre Höchstpreis unterhalb des Marktpreises läge. Ein Rückblick auf Abbildung 2.2 kann den Gedanken verdeutlichen. Dazu ist jetzt für die vertikale Modellachse die Kaltmiete anzunehmen und für die Mengenachse die Quadratmeterzahl des Mietwohnraums. Wird ein Höchstpreis unterhalb des Marktpreises (= Schnittpunkt von Angebot- und Nachfragekurve) angenommen, wären zwei Marktreaktionen zu konstatieren: *Zum einen* verringerte sich das Angebot, weil die Geschäftsattraktivität für Investoren sank. Die Ausweitung des notwendigen Wohnraums wäre konterkariert. *Zum anderen* motivierte der niedrigere Mietpreis weitere private Haushalte ebenfalls den Wohnraum nachzufragen, die bei dem wettbewerblichen Marktpreis gar kein Interesse dazu gehabt hätten. Das Marktmodell unterstellt schließlich gewinnmaximierende Anbieter und nutzenmaximierende Nachfrage. Private Haushalte, die aus gesellschaftlichen Zwängen heraus notwendiger Weise eine Wohnung in einer Lage mit angespannter Mietsituation nachfragen müssen (und sie gibt es, denn das Leben kann höchst individuelle Geschichten schreiben!), handeln nicht nutzenmaximierend im Sinn des skizzierten Modells in Abschnitt 2.2, weil sie ihre Nachfrage gerade nicht rational vom Marktpreisabhängig machen. Private Haushalte in solchen Lebenslagen trafen bei einer funktionierenden Mietpreisbremse auf eine überhöhte Wohnraumnachfrage und hätten es nochmals schwerer, eine entsprechende Wohnung zu finden. Anstatt diesen konkreten Haushalten zu helfen, hat die Bundesregierung eine Regulierung über den Gesamtmarkt gestülpt, deren Marktergebnis das Gegenteil von dem wäre, was sie selbst mit dieser Form der Wirtschaftspolitik proklamierte. Der vom früheren Bundesjustizminister angesprochene „soziale Zusammenhalt in unseren Städten“ wird auf diese Weise keinesfalls gefördert.

Natürlich ist die Analyse der Mietpreisbremse an dieser Stelle sehr komprimiert, um den Rahmen des Beitrags nicht zu sprengen. Modellannahmen sind also nicht klar definiert und diskutiert. Das skizzierte Marktergebnis wäre sicherlich zunächst eine tendenzielle Wirkung, anstatt eine kurzfristig quantifizierbare. Dennoch wurde bereits deutlich, dass Regulierungen auch kontraproduktive Wirkungen haben können, wenn sie nicht dem Kontext des Marktgefüges angepasst sind. Ob Wettbewerb durch eine Staatsintervention aufrecht gehalten werden kann oder ob er durch sie eingeschränkt wird, basiert auf zwei diametral entgegengesetzten Marktconstellations. Marktanalysen und speziell Wettbewerbsanalysen sind deshalb sehr differenziert und vor allem empirisch durchzuführen.

## 2.3 Entwicklungen des makroökonomischen Umfelds

### 2.3.1 Empirische Erfassung der deutschen Volkswirtschaft

Die makroökonomische Wirtschaftsleistung der Bundesrepublik Deutschland ist die viertgrößte in der Welt hinter jenen der USA, China und Japan. Als Kennzahl zur Messung der quantitativen Wirtschaftsleistung wird das *Bruttoinlandsprodukt (BIP)* herangezogen. Es definiert sich aus der *Nachfrageperspektive* als Summe aller Waren und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft, die in einer Zeitperiode (ein Jahr oder ein Jahresquartal)

für den Endverbrauch produziert werden. Das Statistische Bundesamt erfasst das BIP im Rahmen ihrer Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in diesem Fall mittels der *Verwendungsrechnung*. Das BIP besitzt zwei weitere Perspektiven, die der *gesamtwirtschaftlichen Produktion* (erfasst über die *Entstehungsrechnung*) und jene des *gesamtwirtschaftlichen Einkommens* (erfasst über die *Verteilungsrechnung*). Produktion schafft Einkommen, das für die Nachfrage verwendet wird, so dass ein Wirtschaftskreislauf entsteht.

Tabelle 2.4 informiert über verschiedene Kennzahlen der deutschen Volkswirtschaft für die Jahre 2019 und 2020. Während die Volkswirtschaft im Jahr 2019 real noch um 0,6 % wuchs, schrumpfte sie im Jahr 2020 um -5,0 %. Grund der Rezession sind die coronabedingten Einschränkungen in manchen Branchen. Obwohl die Wirtschaftsleistung sank und die Wirtschaftspolitik mit ihren Lockdowns den stationären Einzelhandel temporär verbot, wuchsen die Einzelhandelsumsätze im Jahr um 5,1 % nach nur 3,8 % im Vorjahr. Diese erhöhte Wachstumsrate spiegelt eine signifikante Verschiebung vom stationären Einzelhandel hin zum Internet-basierten Einzelhandel.

Die Rezession in Deutschland wurde nicht nur durch die deutsche Wirtschaftspolitik bestimmt. Vielmehr reduzierte sich auch der Nettoexportüberschuss aller Waren und Dienstleistungen (= Leistungsbilanzsaldo) von 244,8 Mrd. € auf 236,2 Mrd. €. Dabei sank der Nettowarenhandelsüberschuss deutlicher von 224,0 Mrd. € auf 179,1 Mrd. €, so dass der grenzüberschreitende Dienstleistungshandel zugenommen haben muss. Staatliche Aktionen der deutschen Fiskalpolitik mit Kompensationszahlungen und Konjunkturlösungen zur Überwindung der Rezession führten zur kräftigen Erhöhung des Staatshaushaltsdefizits: Hatte Deutschland im Jahr 2019 noch Altschulden abbauen können, lag der Finanzierungssaldo im Jahr 2020 bei -4,8 %. Der gesamte Staatsschuldenstand für das Jahr 2020 überschritt dadurch die kritische Grenze des Konvergenzkriteriums der Europäischen Währungsunion von 60 % des BIP.

Tabelle 2.5 wagt einen Blick in die Zukunft. Die Datenbasis ist eine andere als zu Tabelle 2.4, so dass es zu leichten Abweichungen bei den noch vorläufigen 2020er Werten kommt. Analysten der zu Grunde gelegten Studie erwarten für das Jahr 2021 wieder einen Aufschwung in Höhe einer BIP-Wachstums von 3,4 %. Vor dem Hintergrund, dass im April 2015 immer noch der im Herbst 2020 gestartete Lockdown besteht, ist diese Prognose als zu optimistisch einzustufen. Damit könnten sich allerdings noch mehr Konsum- und Investitionsvorhaben aufgeschoben haben, so dass die Nachholeffekte für 2022 wiederum ein höheres BIP-Wachstum als 3,4 % erwarten lassen. Die Inflationsrate in Deutschland und innerhalb der Euro-Staaten könnten ab 2020 ebenfalls höher ausfallen wegen der enorm stark wachsenden **Geldmenge**.

Position	2019	2020
<b>Bruttoinlandsprodukt (BIP), preisbereinigt, verkettet (zum Vorjahr)<sup>a</sup></b>	0,6 %	-5,0 %
<b>Produktion im produzierenden Gewerbe (zum Vorjahr)<sup>b</sup></b>	-3,1 %	-8,5 %
<b>Umsätze des Einzelhandels (zum Vorjahr)<sup>b</sup></b>	3,8 %	5,1 %
<b>Auftragseingang<sup>b</sup></b>		
Industrie (zum Vorjahr)	-5,8 %	-7,2 %
Bauhauptgewerbe (zum Vorjahr)	3,2 %	k. A. <sup>c</sup>

Position	2019	2020
<b>Preise<sup>c</sup></b>		
Verbraucherpreise (zum Vorjahr) <sup>d</sup>	1,4 %	0,3 %
Erzeugerpreise gewerblicher Produkte (zum Vorjahr) <sup>e</sup>	1,1 %	-1,0 %
Einfuhrpreise (zum Vorjahr)	-1,0 %	-4,3 %
<b>Arbeitskosten (zum Vorjahr)<sup>f</sup></b>	2,8 %	k. A.
<b>Arbeitsmarkt</b>		
Erwerbstätige (in Tsd.) <sup>a</sup>	45.268	44.782
Arbeitslose (in Tsd.) <sup>g</sup>	2.267	2.695
<b>Außenwirtschaft</b>		
Außenhandel, Saldo (in Mrd. €) <sup>a</sup>	224,01	179,11
Leistungsbilanz, Saldo (in Mrd. €) <sup>h</sup>	244,80	236,21
<b>Euro-Referenzkurs zum US\$ (1 € = ... US-\$)<sup>i</sup></b>	1,1195	1,11422
<b>Euribor – Dreimonatsgeld (in % p. a.)<sup>j, k</sup></b>	-0,66	-0,43
<b>Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere (in % p. a.)<sup>j</sup></b>	-0,1	-0,2
<b>Buchkredite</b>		
Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen (Jahreswachstumsrate in %) <sup>l</sup>	5,1	3,9
Kredite an private Haushalte (Jahreswachstumsrate in %) <sup>m</sup>	4,4	4,7
<b>Staat</b>		
Finanzierungssaldo (in % des BIP) <sup>c, n</sup>	1,5	-4,8
Schuldenstand (in % des BIP) <sup>n</sup>	59,6	k. A.
<b>Private Haushalte<sup>m</sup></b>		
Geldvermögen (Mrd. €)	6.702	k. A.
Verschuldung (Mrd. €)	1.896	k. A.
<p><b>a)</b> Statistisches Bundesamt; Monats- und Quartalsangaben saisonbereinigt. <b>b)</b> Statistisches Bundesamt; Monats- und Quartalsangaben saisonbereinigt, Jahresangaben kalenderbereinigt. <b>c)</b> Statistisches Bundesamt. <b>d)</b> Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). <b>e)</b> Ohne Mehrwertsteuer. <b>f)</b> Je geleisteter Arbeitsstunde; Statistisches Bundesamt; kalenderbereinigt. <b>g)</b> Bundesagentur für Arbeit; Monats- und Quartalsangaben saisonbereinigt. <b>h)</b> Monats- und Quartalsangaben saisonbereinigt. <b>i)</b> Eigene Berechnung der Durchschnitte auf Basis der täglichen Euro-Referenzkurse der Europäischen Zentralbank (EZB). <b>j)</b> Durchschnitte. <b>k)</b> Reuters. <b>l)</b> In Deutschland ansässige nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. <b>m)</b> Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. <b>n)</b> Abgrenzung gemäß Maastricht-Vertrag. <b>o)</b> k. A. = keine Angabe.</p>		

Tab. 2.4: Deutsche Volkswirtschaft in Zahlen für die Jahre 2019 und 2020  
(Quelle: Knüfermann 2019, S. 116, Tab. 3.7, aktualisiert.)

Aus der Sicht der Immobilienwirtschaft und insbesondere der Wohnungswirtschaft besitzt die Entwicklung der deutschen Arbeitslosigkeit eine große Bedeutung. Könnte die Volkswirtschaft an dieser Stelle durch Kurzarbeit und Kompensationszahlungen die Arbeitslosigkeit wirklich eingrenzen, wären Mietausfälle und Privatinsolvenzen mit Zwangsversteigerungen von Immobilien auf breiter Fläche zu vermeiden.

Für die Immobilienwirtschaft ebenso wichtig ist die Entwicklung des Marktzinsniveaus. Als kapitalintensive Branche reagiert sie sehr sensibel auf Zinsänderungen. Insofern überrascht es nicht, dass die Immobilienwirtschaft seit Beginn der Niedrigzinsphase im Jahr 2009 Investitionsrekorde verzeichnet. Einer der wesentlichen Bestimmungsgründe für das Marktzinsniveau ist die Geldpolitik. Deutschland hat die geldpolitische Hoheit Anfang 1999 von der Deutschen Bundesbank auf das Eurosystem übertragen. Das Eurosystem ist das Zusammenspiel von Europäischer Zentralbank (EZB), der einen supranationalen Zentralbank, und den nationalen Zentralbanken der Euro-Mitgliedstaaten. Die Geldpolitik im Eurosystem beschreibt der folgende Abschnitt.

	2019	2020	2021 <sup>e</sup>	2022 <sup>e</sup>
BIP <sup>a</sup> (real): Wachstum in % gegenüber dem Vorjahr	0,6	-5,3	3,4	3,4
Budgetsaldo in % des BIP	1,5	-4,2	-3,5	-2,5
Leistungsbilanzsaldo in % des BIP	7,1	7,0	6,8	6,7
Arbeitslosenquote in %	5,0	5,9	6,0	5,5
Inflationsrate in % gegenüber dem Vorjahr	1,4	0,5	1,9	2,0
a) BIP = Bruttoinlandsprodukt; kalenderbereinigt. Es gilt: e = erwartet (Prognosewert).				

Tab. 2.5: Prognose für die deutsche Volkswirtschaft bis 2022 (Quelle: Helaba 2021, S. 2; eigene Darstellung)

### 2.3.2 Geldpolitik im Dienste schlecht geführter Volkswirtschaften in Europa

Als nach der Jahrtausendwende in vielen europäischen Volkswirtschaften die Immobilienmärkte boomten, hielten sich die Marktentwicklungen in Deutschland vornehm zurück. Nach der Weltwirtschaftskrise kam es in den früheren Immobilienboomländern wie Großbritannien, Irland, Portugal und Spanien zu massiven Rezessionen und Erhöhungen der Staatsschuldenstände. Aus diesem Krisenmodus haben sich die genannten Volkswirtschaften nicht mehr selbstständig befreien können. In der Konsequenz wurden fiskalpolitische Maßnahmen auf der Ebene der Europäischen Union (EU) umgesetzt, Währungsfonds gegründet, eine indirekte gesamtschuldnerische Haftung der Euro-Staaten eingeführt und alles zusammen in einem bisher nicht gekannten Ausmaß durch das Eurosystem monetär alimentiert.

Das Ergebnis ist ein europaweites Niedrigzinsniveau und eine Geldpolitik in den Diensten der Fiskalpolitik, um die hochverschuldeten Staatshaushalte der Euro-Mitgliedstaaten nicht in die Staatsinsolvenz laufen zu lassen. Allerdings ist diese fiskalpolitisch ausgerichtete Geldpolitik nicht die satzungsmäßige Aufgabe des Eurosystems. Die Primäraufgabe des Eurosystems ist die *Sicherung der Geldwertstabilität*, die laut EU-Rechtsrahmen ausschließlich am *Harmonisierten Verbraucherpreisindex* über alle Euro-Mitgliedstaaten hinweg gemessen wird. Dieser Sachverhalt hat zwei Folgen:

- *Zum einen* ist die Geldpolitik zur Sicherung der überschuldeten Staatshaushalte nur eine Interpretation der umgesetzten Geldpolitik. Denn selbstverständlich wird die



Geldpolitik seitens der Zentralbanken im Euro-Währungsraum selbst keinesfalls derart begründet. Die Erklärungen zu allen geldpolitischen Maßnahmen erfolgt offiziell ausschließlich über das Primärziel des Eurosystems. Vor diesem Hintergrund ist auch der international berühmt gewordene Ausspruch des damaligen EZB-Präsidenten zu verstehen, als er im Juli Jahr 2012 als Reaktion auf die massiv angestiegenen Renditen für spanische Staatsanleihen sagte: „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“ (Draghi 2015, S. 4)

- *Zum anderen* führt die satzungsmäßige Ausrichtung des Primärziels an den Verbraucherpreisen dazu, die Preise für Vermögenswerte geldpolitisch missachten zu können – zumindest insoweit die Märkte nicht wieder kollabieren werden.

Deutschland lieferte im letzten Jahrzehnt zweifelsfrei eine diametral entgegengesetzte Entwicklung: Jetzt boomten die Immobilienmärkte, die Staatsverschuldung konnte bis 2019 abgebaut werden und es herrschte nahezu Vollbeschäftigung, weil die gesamtwirtschaftlichen Investitionen vom Realzins abhängen. Die Rezessionen der Nachbarstaaten sicherten einen Euro-Wechselkurs, der für die deutsche Volkswirtschaft zu gering ausfiel, und subventionierten quasi den deutschen Exportüberschuss, der zeitweise bei über 8% des BIP lag.

Zentrales geldpolitisches Instrument im Eurosystem war stets die Steuerung der Hauptrefinanzierungszinssätze, jene, die Kreditinstitute bezahlen (erhalten) müssen, wenn sie vom (beim) Zentralbanksystem Liquidität leihen (anlegen). Doch diese Instrumente führten trotz Billionen starker Liquiditätszufuhr in die Finanzmärkte nicht zur gewünschten Ausweitung der Geldmenge. Daher setzte das Eurosystem nach der Weltwirtschaftskrise 2009 immer häufiger Anleihekaufprogramme (Asset Purchase Programme; APP) ein (= Outright-Geschäfte). Das sicherlich umfangreichste Programm ist das Public Sector Purchase Programm (PSPP) zum Aufkauf von Staatsanleihen. Es wurde im Januar 2015 beschlossen und bezieht zwei frühere Programme aus dem Jahr 2014 zum Ankauf forderungsbesicherter Wertpapiere mit ein. Im Jahr 2016 wurde das PSPP um das Corporate Sector Purchase Programm (CSPP) zum Kauf von Unternehmensanleihen ergänzt. Das Gesamtprogramm lief zunächst Ende 2019 aus. Im Jahr 2020 erweiterte das Eurosystem das APP jedoch wieder um ein Pandemic Emergency Purchase-Programm (PEPP).

Die Kaufprogramme teilen sich auf das gesamte Eurosystem aus (vgl. EZB 2021). Jede nationale Zentralbank der Staaten mit Euro-Einführung kauft nach einem vordefinierten Schlüssel Staats- und Unternehmensanleihen ihres eigenen Staates. Für Deutschland gilt abzüglich der Tranchen, die je Programm von der Europäischen Zentralbank gekauft werden, eine Beteiligungsquote von rund 25%. Bis März 2021 führte allein das PSPP zum kumulierten Anleihekauf im Eurosystem in Höhe von 2,4 Bill. €. Davon beträgt der Volumenanteil, den die Deutsche Bundesbank in Bundeswertpapiere investierte, 588 Mrd. €. Die Ankaufvolumina des CSPP umfasste derweil bereits ein Volumen in Höhe von 264 Mrd. € und das Volumen des PEPP betrug 870 Mrd. €.

Zusammenfassend führte das Eurosystem den Finanzmärkten der Euro-Staaten seit dem Jahr 2014 allein aus den Anleihekaufprogrammen Liquidität im Umfang von rund 3 Bill. € zu. Der Nachfragesog der Anleihekaufprogramme führte zu steigenden Wertpapierkursen und damit zu sinkenden Renditen der Wertpapiere, an denen sich die gesamten Finanzmärkte ausrichten. Anfang des Jahres 2021 lagen die Renditen aller Bundeswertpapiere bis zu einer Restlaufzeit von 30 Jahren im negativen Bereich. Neben den Anleihekaufprogrammen führte das Eurosystem den Finanzmärkten ebenfalls

Liquidität in Billionenhöhe über längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, Longer-term Refinancing Operations (LTROs), zu. Im Ergebnis sank das Marktzinsniveau innerhalb der Euro-Staaten auf ein Rekordtief.

Die enorme Überliquidität auf den Finanzmärkten spiegelt sich nicht nur bei den Renditen für Staatsanleihen wider, sondern auch für Unternehmensanleihen. Meyer (2020, S. 100) berichtet von zwei deutschen Unternehmensanleihen, die sogar mit negativen Renditen emittiert wurden. Göbell/Mietzner/Schiereck (2018, S. 340) quantifizieren in ihrer empirischen Studie den geldpolitischen Einfluss auf die Renditen von Unternehmensanleihen. Sie kommen zum Ergebnis, „... dass eine quantitative Lockerung einen positiven Effekt auf Vermögenswerte und Finanzierungsbedingungen entfaltet“. Für die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft stellte sich schon in Abschnitt 2.3 die Frage, in welchem Ausmaß Preisentwicklungen für den Vermögenswert Immobilien allein durch die Geldpolitik bestimmt und damit kein Spiegel mehr von Wertigkeiten, sondern Ergebnis der Inflation von Vermögenswerten sind.

### 2.3.3 Immobilienwirtschaftliche Auswirkungen der deutschen Wirtschaftspolitik in Corona-Zeiten

Die vorangegangenen monetären Überlegungen zu den Anleihekaufprogrammen im Eurosystem seit dem Jahr 2014 lassen eine positive Einflusswirkung auf die Preisentwicklungen deutscher Wohnimmobilien vermuten. Offen blieb das konkrete Ausmaß der Beeinflussung. Als Grund des vorhandenen Einflusses wurden die Offenmarktgeschäfte in Billionenhöhe herangezogen, weil die Liquiditätszufuhren das realwirtschaftliche Wachstum um ein Vielfaches übersteigen. Die Überliquidität muss zwangsläufig ihren Weg in die Märkte für verschiedene Vermögenswerte gefunden haben.

Konsolidieren Preisentwicklungen jedoch nach einem starken Anstieg, werden sich Preisentwicklungen auch anderer Vermögenswerte relativieren. Empirisch war dieser Zusammenhang bereits auf den US-amerikanischen Immobilienmärkten ab dem Jahr 2008 zu erkennen. Aktuell zeigen sich entsprechende Abhängigkeiten ebenfalls dadurch, dass das Eurosystem direkt in Märkte eingreift und Vermögenswerte (Anleihen) kauft. Die Volumenentwicklungen spekulativer Anlagen in Vermögenswerte unterliegen also sich einander bedingender zyklischer Veränderungen. Folglich sind für die Stabilität der Immobilien- und Finanzmärkte nicht nur die chronologischen Preis- und Volumenentwicklungen einzelner Vermögenswerte wichtig, sondern auch ihre Relationen zu Preis- und Volumenentwicklungen anderer Vermögenswerte.

Entsprechende Analysen lassen sich beispielsweise durch den Vergleich der Preisentwicklungen umsetzen (1) für deutsche Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren (weil sie im Zuge der Europäischen Währungsunion als Konvergenzkriterium für die Entwicklung von Zinsmärkten gelten) und (2) für indexierte Wohnimmobilienpreise in Deutschland für die das Zeitfenster von 2009 bis 2020. Eigenen Berechnungen nach ist zu erkennen, dass der Preisanstieg von Wohnimmobilien in Deutschland seit Beginn der Anleihekäufe im Eurosystem ab dem Jahr 2015 höher ausfiel als jener der Bundeswertpapiere. Während im Zuge der Coronakrise im März 2020 die Kurse (bzw. Renditen) für Staatsanleihen im Eurosystem vorerst sanken (bzw. stiegen), konnte das Zentralbanksystem durch erneute Ausweitung der Anleihekäufe im Rahmen des PEPP