

Metzler: Zeit zum Handeln

Vor der Finanzmarktkrise herrschte ein starker Konsensus in der Volkswirtschaftslehre, dass Preisblasen an den Finanzmärkten aufgrund der Rationalität der Finanzmarktteilnehmer nicht entstehen können. Hier hat seitdem ein Umdenken stattgefunden – auch wenn es weiterhin als schwierig erachtet wird, Preisblasen in Echtzeit zu identifizieren. Eine rühmliche Ausnahme davon bildete die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die schon lange vor dem Platzen der Spekulationsblase am US-Immobilienmarkt vor den Risiken einer großen Finanzmarktkrise gewarnt hatte. Nach den Erkenntnissen der BIZ ist nicht die Höhe von Verschuldung oder Immobilienpreisen an sich ein Risikofaktor, sondern die Abweichung beider Größen vom langfristigen Trend. So entsteht immer nur dann ein Warnsignal, wenn Kredite und Immobilienpreise in kurzer Zeit stark steigen.

Frühwarnindikatoren für nationale Bankensysteme*

	Verschuldungsquote**	Immobilienpreise***
Frankreich	1,5	-10,9
Deutschland	-5,8	10,6
Mittel- und Osteuropa	-10,9	6,8
Italien	-10,8	-16,2
Niederlande	-18,5	-15,3
Spanien	-44,2	-21,7
Schweiz	7,2	9,9
Kritische Schwelle	>10,0	>10,0

* Die Schwellenwerte wurden von der BIZ so gewählt, dass das Risiko eines Fehlalarms minimiert wird und sich so zumindest zwei Drittel der Krisen in einem kumulierten Dreijahreszeitraum erfassen lassen. Zur Ableitung kritischer Schwellen bei den ausstehenden Krediten in % des Bruttoinlandsprodukts und bei den Immobilienpreisen siehe: M. Drehmann, C. Borio und K. Tsatronis: „Anchoring Countercyclical Capital Buffers: the Role of Credit Aggregates, in: International Journal of Central Banking, Bd. 7, Nr. 4 (2011), S. 189–240.

** Die Differenz zwischen den ausstehenden Krediten in % des Bruttoinlandsprodukts und ihrem langfristigen Echtzeitrend wurde kalkuliert mit einem einseitigen Hodrick-Prescott-Filter unter Verwendung eines Glättungsfaktors von 400.000; in %-Punkten

*** Abweichungen zwischen den realen Preisen für Wohnimmobilien und ihrem Langfristrend wurden berechnet mit einem einseitigen Hodrick-Prescott-Filter unter Verwendung eines Glättungsfaktors von 400.000, in %

In Deutschland haben nach den Berechnungen der BIZ die inflationsbereinigten Immobilienpreise zuletzt die kritische Schwelle gerissen und befinden sich nunmehr 10 % über dem langfristigen Trend, was nach Lesart der BIZ den Beginn einer Immobilienpreisblase signalisiert. Glücklicherweise geht der Immobilienpreisanstieg in Deutschland bisher nicht mit einer stark wachsenden Kreditvergabe einher. Jedoch gibt es schon jetzt erste bedenkliche Entwicklungen in Deutschland wie Hypothekenfinanzierungen von 110 % des Kaufpreises. Ähn-

liche Finanzierungsmodelle gab es schon im Vorfeld der Subprime-Krise in den USA, in denen sich im Kern eine Spekulation der Geschäftsbanken auf permanent steigende Immobilienpreise widerspiegelte.

Die Erfahrungen aus anderen Ländern zeigen, dass starke Argumente für ein regulatorisches Eingreifen in den Immobilienmarkt sprechen. Leider gibt es nicht sehr viele Beispiele für Länder, die einen exzessiven Preisanstieg am Immobilienmarkt gut gemanagt haben. Dazu zählt sicherlich Hongkong, wie Julia Leung eindrucksvoll beschreibt¹ – die lange Zeit verantwortlich war für die Finanzmarktstabilität der ehemaligen britischen Kronkolonie.

Nach einem langanhaltenden Immobilienpreisboom bis zur Asienkrise 1997 verkräftete Hongkong den anschließenden deutlichen Rückgang der Immobilienpreise um 66 % zwischen 1997 und 2003, ohne einen makroökonomischen Schaden davonzutragen. Die Ausfallrate für Hypothekenkredite stieg beispielsweise in der Spitze nur bis auf 1,4 %. Der Grund dafür waren regulatorische Eingriffe ins Bankensystem – vor allem das frühzeitige Festlegen eines Eigenkapitalminimums für Hypothekenkredite von zunächst 30 %, später sogar von bis zu 50 %.

Zwischen 2009 und 2013 stiegen die Immobilienpreise in Hongkong erneut um etwa 90 %, in Singapur um etwa 40 %. Beide Länder verschärfte die Eigenkapitalvorschriften für Hypothekenkredite, und Ende 2010 führten sie Transaktionssteuern ein. In Hongkong wurde der Steuersatz je nach Kreditnehmer sogar auf 10–20 % festgesetzt. In der Folge verlangsamte sich der Preisanstieg am Immobilienmarkt, und das Bankensystem scheint nun in beiden Ländern gut für wieder fallende Immobilienpreise gerüstet zu sein. Laut Leung sorgen die Eigenkapitalvorschriften für Hypothekenkredite für ein stabileres Bankensystem, während die Transaktionssteuer den Preisanstieg dämpft.

Es gibt starke theoretische Argumente für ein regulatorisches Eingreifen, weil von jedem vergebenen Hypothekenkredit der externe Effekt ausgeht, dass durch den dadurch verursachten Immobilienpreisanstieg alle anderen Banken ein geringeres Risiko für ihre ausstehenden

¹ Julia Leung (2015): The Tides of Capital

Deutschland: Immobilienpreisblase gefährdet die Stabilität Deutschlands

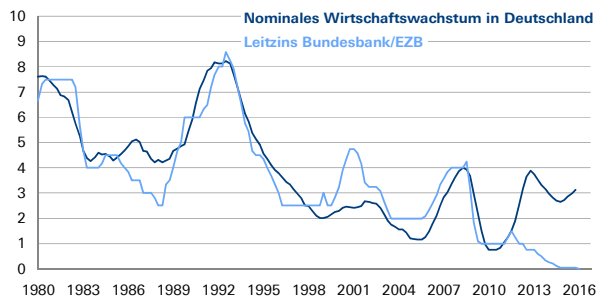
3. Mai 2016

Hypothekenkredite sehen und daher die Bereitschaft für die Vergabe von neuen Hypothekenkrediten steigt. Im Endeffekt kann es dabei zu einem Marktversagen kommen.

Sicherlich ist der deutsche Immobilienmarkt nicht mit dem von Hongkong vergleichbar, aber die Erfahrungen Hongkongs zeigen, dass ein regulatorisches Eingreifen durchaus erfolgreich sein kann. Natürlich besteht immer das Risiko, dass sich eine Warnung vor einer Immobilienpreisblase in Deutschland im Nachhinein als Fehldiagnose herausstellt – aber selbst in diesem Fall würden die vorgeschlagenen regulatorischen Eingriffe sehr wahrscheinlich nur wenig Wirtschaftswachstum kosten. Die Wahrscheinlichkeit einer Fehldiagnose ist jedoch gering, da die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) speziell für Deutschland viel zu locker ist und auf absehbare Zeit bleiben wird.

Geldpolitik der EZB ist viel zu expansiv für Deutschland

Leitzins in % und nominales BIP in Deutschland in % ggü. Vj. (gleitender Durchschnitt)



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 31.3.2016

Außerhalb einer Rezession sollte der Leitzins in etwa dem nominalen Wachstumstrend entsprechen, was einen derzeit angemessenen Leitzins von etwa 3 % für Deutschland bedeuten würde. Eine temporäre Transaktionssteuer könnte hier ansetzen und nach der ersten Leitzinserhöhung der EZB wieder abgeschafft werden. Sie ließe sich dabei als eine Zusatzsteuer zur Grunderwerbsteuer in Höhe von 5–10 % des Kaufpreises konzipieren.

Insgesamt spricht also vieles dafür, die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen in Deutschland davon zu überzeugen, so bald wie möglich regulatorisch einzugreifen und damit das Risiko für eine Preisblase am deutschen Immobilienmarkt deutlich zu senken!

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler-fonds.com

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.