

Die «Immobilienblase»

Die aktuelle Krise hält die Finanzwelt weiter in Atem. Grundlegende Fehleinschätzungen werden offenbar. Im «Goetheanum» Nr. 7/2008 wies Eckhard Behrens darauf hin, dass die sogenannte Zinsstrukturkurve zu wenig in den Blick genommen wird. Nun deckt er ein weiteres Grundproblem auf: Der Umgang mit dem Boden. Handelt man diesen als Ware, ist das Tor für Spekulationen geöffnet, sogenannte Preisblasen können entstehen, die durch Veränderungen am Kapitalmarkt zum Platzen gebracht werden.

In den USA, in Großbritannien und in den meisten Ländern der Euro-Zone¹ stiegen die Immobilienpreise in diesem Jahrzehnt ganz erheblich – deutlich über die allgemeine Inflationsrate hinaus. Erst neuerdings stagnieren oder sinken sie; die Entwicklung ist auf beiden Seiten des Atlantiks jeweils regional recht differenziert. Stimmt die Diagnose, dass es in diesen Ländern eine «Immobilienblase» gab? Wer hat sie aufgeblasen? Ist sie geplatzt, weil jemand – bewusst? – hineingestochen hat? Die Bodenordnung ist der blinde Fleck im sonst so scharfen Auge der Marktwirtschaftler.

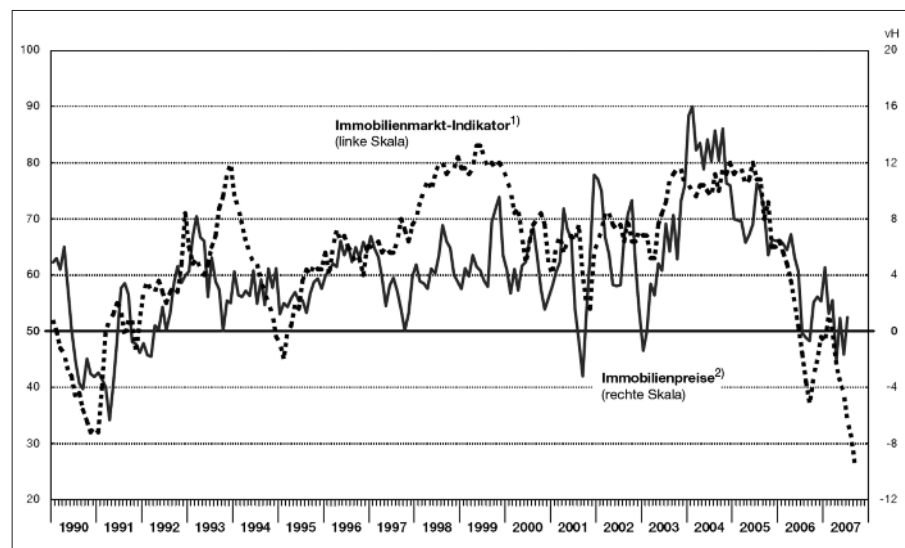
Das Yo-Yo der Bodenpreise

Es ist untypisch für Märkte, dass eine stagnierende oder sinkende Nachfrage und stagnierende oder sinkende Preise zu einer Erhöhung des Angebots führen. Aber genau diese Anomalie beobachten wir regelmäßig auf den Immobilienmärkten – und zwar nicht nur bei ausgebufften Spekulanten. Niemand möchte Grundstücke verkaufen, solange die Preise steigen, jeder hofft auf weitere Preissteigerungen; wer warten kann, wartet die erhoffte Entwicklung ab; normalerweise wird viel Boden gehortet, also der Nutzung vorenthalten. Diese Verknappung des Angebots treibt die Preise erst recht nach oben.

Wir haben es mit einem unabhinstimmten, aber parallelen Verhalten der Anbieter zu tun. Es wirkt wie ein Angebotskartell, das als Kollektivmonopol durch die Vereinbarung von Produktionsquoten die Angebotsmenge einer Ware beschränkt, um die Preise hochzutreiben, ohne diese auch noch zu regeln. Die Bodenanbieter stehen untereinander im Wettbewerb, nur will keiner von ihnen der Dumme sein, der zu früh verkauft. Die Nachfrager, die demnächst Boden brauchen werden, decken sich so früh wie möglich ein. Auch sie horteten Boden, den sie noch gar nicht nutzen. Beide Seiten des Marktes tragen zur Überhöhung der Preise bei.

Umgekehrt sind die Reaktionen aller Beteiligten, wenn sich ein Rückgang

oder auch nur eine Stagnation der Preise abzeichnet. Sobald die Erwartung weiterer Preissteigerungen und damit der Grund für das Horten entfällt, möchte jeder so rasch wie möglich nicht benötigte Immobilien abstoßen. Alle Bodenhorte werden aufgelöst, und die Nachfrage wartet so lange wie möglich ab, denn sie kann auf einen (vorübergehend) mobil gewordenen Immobilienmarkt vertrauen. Das plötzlich steigende Angebot treibt schon bei sta-



Das Auf und Ab der Immobilienpreise in den USA: Seit etwa 2004 fallen die Preissteigerungsraten, ab Frühjahr 2007 auch die Preise, ein Ende scheint vorläufig nicht in Sicht

gnierender Nachfrage die Bodenpreise nach unten. Das erhöht das Bodenangebot und die Zurückhaltung der Nachfrager erst recht, von denen keiner der Dumme sein will, der zu früh kauft.

Das Umsatzvolumen steigt vorübergehend auf ein ungewöhnliches Maß, aber nur solange, bis alle Bodenhorte aufgelöst sind. Dann pendeln das Umsatzvolumen und die Preise zurück auf ein normales Maß – ohne dort zu verharren, denn der Wiederanstieg der Preise löst die nächste Hortungswelle aus mit den Folgen ..., siehe oben.

Die Bildung und die Auflösung von Bodenhorten führen zu Preisausschlägen, zum Entstehen und zum Platzen von Preisblasen. Der Markt für Bodeneigentum ist in einem dynamischen

Wirtschaftsumfeld fast ständig unstabil. Boden ist im Gegensatz zu «normalen Waren» unvermehrbar, aber auch unverminderbar – er ist einfach da. Er hat keine Herstellungskosten, an denen sich die Preisbildung orientieren könnte. Er hat aber Erwerbskosten, weil jeder Mensch auf Bodennutzungen angewiesen ist. Die Bodenpreise bilden sich im Wettbewerb der Nachfrager und regulieren den Zugang der Menschen zum Boden – aber mit den aufgezeigten Unvollkommenheiten.

Diese Hinweise mögen zunächst genügen, um darauf aufmerksam zu machen, dass der Boden anderen ökonomischen Gesetzmäßigkeiten unterliegt als Waren oder Sachkapital (Häuser, Maschinen – produzierte Produktionsmittel). Letztere haben Herstellungskosten, sind aber auch vermehrbar und werden auch vermehrt, wenn die Nachfrage und die Preise steigen; auf Dauer pendeln sich ihre Preise auf das Niveau der

unvermeidlichen Herstellungskosten ein – genauer: auf die «Grenzkosten»; darunter verstehen die Volkswirte die Kosten des «Grenzbetriebes», der zur Befriedigung der Nachfrage gerade noch gebraucht wird; wer geringere Kosten hat, macht beim gegebenen Preis Gewinn. Und wenn die Hersteller untereinander in Wettbewerb stehen, müssen sie sich bemühen, ihre Herstellungskosten und Preise möglichst zu senken.

Immobilienmarkt und Notenbanken

Die Stagnation der Immobilien-Nachfrage ging in der aktuellen Krise nicht von einer nachlassenden Wirtschaftstätigkeit, sondern von der zunehmenden Schwierigkeit aus, langfristige Ausleihungen an Hauskäufer am

Kapitalmarkt kurzfristig revolvierend zu refinanzieren, weil die Zinsstrukturkurve flach oder gar invers wurde.² Dem ging eine grundlegende Veränderung der globalen Kapitalmärkte voraus, auf denen langfristiges Kapital wegen erfreulicher Wirtschaftsentwicklungen in vielen Ländern immer reichlicher zur Verfügung stand. Aber vielen Anlegern fehlte die Bereitschaft, es auch langfristig auszuleihen. Die Kapitalfülle hatte die langfristigen Zinsen unter das von den Anlegern gewohnte Niveau gedrückt.³ Sie wollten ihr Kapital zu diesen Zinsen nicht langfristig festlegen, sondern nur kurzfristig parken, um bessere Zeiten abzuwarten. Die kamen aber nicht, weil die gute Wirtschaftsentwicklung anhielt; viele Anleger blieben stur und parkten ihre Ersparnisse weiter im Wartesaal des kurzfristigen Kapitals. Sie waren gewohnt, dass das Zinsniveau schwankt. Sie rechneten nicht mit den zunehmenden Stabilisierungserfolgen der großen Zentralbanken der westlichen Welt. Diesen ist es in den letzten Jahrzehnten gelungen, die Inflationsraten und die Inflationserwartungen sowie ihre Schwankungsbreite zu senken. Infolgedessen sanken auch die langfristigen Zinsen weltweit.⁴

Auf das Verharren der Anleger im kurzfristigen Bereich reagierten die Banken durch die Schaffung einer Reihe sogenannter «Finanzinnovationen» lange Jahre sehr erfolgreich: Sie nahmen das Kapital kurzfristig entgegen und zahlten es bei Fristablauf durch die Neuaufnahme kurzfristiger Kredite zurück. Der Markt war dazu bis in die erste Jahreshälfte 2007 hinein gerne bereit. Mit dem hereingenommenen Kapital kauften sie langfristige Hypothekenkredite an. Das ging solange gut, bis ab 2004 die Zinsdifferenz dahinschwand, weil infolge der Leitzinserhöhungen⁵ die kurzfristigen Zinsen nach und nach stiegen. Wegen zurückgehender Gewinnchancen mussten die Finanzinnovationen ihre Geschäftstätigkeit einschränken; sie konnten keine langfristigen Kredite mehr aufkaufen, weil die daraus zu erwartenden Zinseinkünfte die steigenden Kosten der kurzfristigen Refinanzierung nicht mehr deckten. Das schwindende Angebot langfristiger Kredite bremste die Immobiliennachfrage und damit den weiteren Anstieg der Immobilienpreise. Die Folgen ..., siehe oben.

Immobilien kann man vernünftigerweise nur mit langfristig, nicht mit nur kurzfristig bereitgestelltem Kapital kaufen (bei Aktien oder Rohstoffen ist das anders,

weil sie an den Börsen täglich handelbar sind). Da die Notenbanken immer nur kurzfristige Liquidität bereitstellen, sind sie für den Anstieg der Bodenpreise, das Entstehen der «Immobilienblase», nicht verantwortlich. Die häufig zu lesenden Vorwürfe, die Notenbanken hätten die Immobilienpreissteigerungen mit ihrer Kreditgewährung in der Phase niedrigster Leitzinsen verursacht, sind unverzeihliche Fehldiagnosen der Entwicklungen an den globalen Kapitalmärkten.

Der Produktionsfaktor Boden

Bei genauerer Betrachtung der Immobilienpreissteigerungen in den USA zeigte sich, dass die Preise für Bauleistungen, also die Häuserpreise im engeren Sinne, im Rahmen der allgemeinen Preisentwicklung geblieben waren. Übermäßig gestiegen waren die Preise für den nackten Boden,⁶ der bei bebauten Immobilien ein untrennbarer Anteil des Gesamtobjektes ist.⁷ Häuser werden hergestellt wie andere Waren auch; ihre Preise folgen der Entwicklung der Herstellungskosten. Bei steigender Bevölkerung und steigendem Wohlstand steigt die Nachfrage nach Bodennutzungen; das treibt die laufenden Preise für Bodennutzungen in die Höhe, die die Volkswirte Bodenrenten nennen und die Bestandteil der Mieten sind.

Steigende Bodenrenten und sinkende langfristige Kapitalzinsen treiben die Kaufpreise für Land in die Höhe. Das ist ganz normal und keine spekulative Blase, die aber hinzutreten kann. Natürlich sind die Ursachenketten in der rauen Wirtschaftswirklichkeit oft schwer zu unterscheiden.

Weil der langfristige Realzins außerhalb der Kontrolle der Notenbanken ist, kann man sie für den Anstieg der Immobilienpreise nicht verantwortlich machen. Sie waren aber mit ihrem direkten Einfluss auf die Veränderung der Zinsstrukturkurve durch die Leitzinserhöhungen von 2004 bis 2006 für den Kollaps der Finanzinnovationen und die Kreditklemme und damit für die Trendwende der Bodenpreisentwicklung, also für das Platzen der «Blase» verantwortlich.

Der unvermehrte Boden

Nicht die Hypothekenkredite, die «subprime» waren, trieben die Immobilienpreise nach oben oder nach unten. Wirtschaftspolitisch erfreuliche Entwicklungen führten zu einer kräftigen, global verfügbaren Kapitalvermehrung, aber damit

auch zu deutlich steigenden Preisen des unvermehrten Bodens.

Wenn es den Notenbanken gelingt, künftig weitere Fortschritte zu machen, und damit eine ununterbrochene Dauerkonjunktur zu gewährleisten,⁸ wird es auf den Bodenmärkten mit dem Horten und mit den Preisen nur noch aufwärts- und nie mehr abwärtsgehen. Diese Zusammenhänge, die für die Gesamtgesellschaft dramatische Folgen haben können, sollen in einem weiteren Beitrag beschrieben werden.⁹ ■

Die kräftige, global verfügbare Kapitalvermehrung führte zu deutlich steigenden Preisen des unvermehrten Bodens.

1 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2006, Ziffer 263 und Tabelle 23, Seite 20. Jahresgutachten 2007, Tabelle 3, Seite 26 und Schaubild 20, Seite 70. Nachzulesen unter www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de

2 Siehe meinen Aufsatz im «Goetheanum» Nr. 7/2008.

3 Schaubild 3 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Jahresgutachten 2007, Seite 25 weist die langfristigen Realzinsen der USA 1983/84 über 8 Prozent aus, von 1989 bis 1998 bei durchschnittlich 4 Prozent und nach 2002 bei geringen Schwankungen durchschnittlich unter 2 Prozent für die USA, Japan und den Euro-Raum.

4 Siehe dazu meine geldpolitischen Aufsätze im «Goetheanum» Nr. 38 und 41/2007 sowie in den «Fragen der Freiheit», Nr. 276/2006, S. 48–58.

5 Von Mitte 2003 bis Mitte 2004 betrug der amerikanische Leitzins 1 Prozent; er wurde danach bis Mitte 2006 in kleinen Schritten auf 5,25 Prozent angehoben und seit dem 18. September 2007 in zum Teil überraschenden und großen Schritten bis zum 30. Januar 2008 auf 3 Prozent gesenkt; weitere Zinssenkungsschritte werden nicht ausgeschlossen.

6 Frederic S. Mishkin (Mitglied des Board of Governors of the Federal Reserve System): *Housing and the Monetary Transmission Mechanism*, «Finance and Economic Discussion Series», Federal Reserve Board, Washington, D.C., August 2007.

7 Mit dem Erbbaurecht kann man das Eigentum von Haus und Boden voneinander trennen. Leider wird es in der Regel noch nicht richtig ausgestaltet; siehe Fritz Andres und Jobst v. Heynitz: *Das Erbbaurecht. Bodennutzung ohne Spekulation – mit Mustervertrag*, in «Fragen der Freiheit», Nr. 210/1991, S. 3–33.

8 Dazu mein Aufsatz *Wer zähmt den Hang zur Liquidität?* in: «Fragen der Freiheit», Nr. 276/2006, S. 48–58, 56f.

9 Siehe auch das Programm der Tagung «Wem gehört die Erde?» unter www.sffo.de.

Eckhard Behrens ist Vorstandsmitglied im Seminar für freiheitliche Ordnung e.V., Bad Boll und in diesem Rahmen seit Studienzeiten auch mit volkswirtschaftlichen Themen befasst. Als Jurist 1967/68 beim Bundeskartellamt, 1968/71 beim Bund der Freien Waldorfschulen, danach in der Verwaltung der Universität Heidelberg, von 1973 bis zur Pensionierung als Dezernent für Studium und Lehre.