

Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

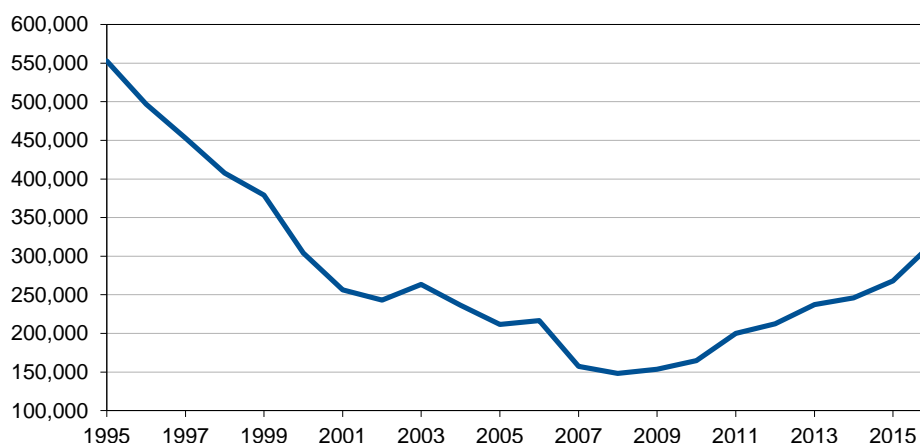
Die Geldpolitik in der Euro-Zone ist darauf ausgerichtet, die Wirtschaft zu beleben, was zunehmend dem Arbeitsmarkt und damit auch der Bevölkerung zugute kommt. Allerdings verursacht die EZB-Geldpolitik auch bedeutende Verteilungseffekte: Profiteure sind bonitätsstarke und bereits vermögende Akteure, die Zugang zu billigem Geld haben und somit an den durch die EZB getriebenen Vermögenspreisblasen (insbesondere am Häuser- und Aktienmarkt) partizipieren können. Diesen Aspekt der aktuellen Geldpolitik kritisiert vor allem die Österreichische Schule. Doch es gibt auch andere Aspekte der Niedrigzinspolitik wie die Verteilungseffekte zwischen Staat und Privatwirtschaft. Hier ist allerdings zu betonen, dass die Zinsen grundsätzlich nicht nur aufgrund der Geldpolitik der EZB so niedrig sind, sondern in erster Linie als Folge eines schwierigen Konjunkturmilieus. Ein nachhaltiger Anstieg der Zinsen ist deshalb nur bei einer robusten Konjunkturerholung möglich.

Diskussionen über Verteilungseffekte als Folge der Notenbankpolitik sind nichts Neues. Eine wichtige Aufgabe der Fiskalpolitik sollte es sein, die Wirkung der Geldpolitik zu beobachten und ggf. einzugreifen. Dies gilt etwa dann, wenn die Wohneigentumsquote niedrig ist und der Häusermarkt überhitzt, wenn der Staat deutliche Zinsvorteile hat, und es gleichzeitig Versorgungslücken gibt, und wenn nicht Investitionen im Fokus der Politik stehen sondern Transferleistungen.

Häusermarkt – der Staat ist direkt gefordert

Die durch die EZB-Politik verursachten Verteilungseffekte zeigen sich besonders deutlich in der Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes. Haushalte, die keinen Zugang zu Krediten haben, und die kein Eigentum besitzen, sind relative Verlierer, während Eigentumsbesitzer und Akteure mit Zugang zu billigem Kredit die Gewinner sind. Für Haushalte ohne Immobilien wird es immer schwieriger, Eigentum zu erwerben, ganz zu schweigen von der zunehmenden Gefahr der Überschuldung im Falle eines Erwerbs. Nach Angaben des statistischen Bundesamtes liegt die Eigentumsquote (Verhältnis der von Eigentümern selbst bewohnten Wohnungen zu der Gesamtzahl der Wohnungen) für Wohnungen bei 45,5 % und für Haus und Grundbesitz bei rund 48 %. In den neuen Bundesländern und Berlin wohnen sogar unter 40 % der Bevölkerung in den eigenen vier Wänden. In keinem anderen Land der EU ist die Wohneigentumsquote so niedrig wie in Deutschland. Diese niedrige Quote bedeutet eine zunehmende Vermögensungleichheit als Folge der durch die EZB-Geldpolitik verursachten Immobilienpreisexplosion.

Abb. 1: Anzahl der Baugenehmigungen für neue Wohnungen, Gesamtdeutschland



Quelle: Statistisches Bundesamt

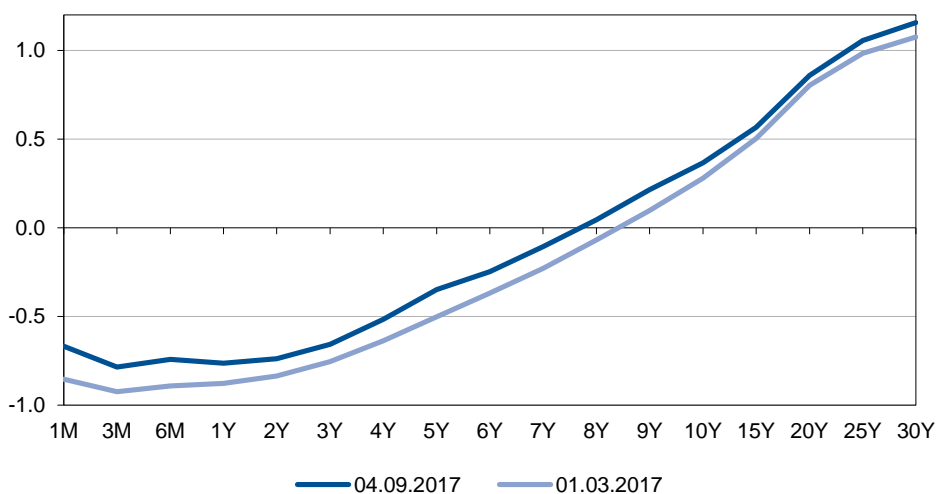
Durch die eskalierende Immobilienpreisentwicklung wird also ein relativ großer Anteil der Bevölkerung, insbesondere mit geringem Einkommen, schlechter gestellt: Ihm wird nicht nur der Vermögensaufbau erschwert, weil es immer schwieriger wird, Eigentum zu erwerben. Zudem sind es auch die schnell steigenden Mieten, die das ohnehin unterdurchschnittliche frei verfügbare Einkommen belasten. Steigende und zu hohe Mieten sind zwar kein neues Thema, doch oft wird nicht ausreichend zwischen Symptomen und Ursachen unterschieden. Das fundamentale Problem ist ein nicht ausreichendes Angebot an

bezahlbarem Wohnraum. Dies hat eskalierende Immobilienpreise und Mieten zur Folge. Die Lösung liegt folglich nicht in der Manipulation von Preisen, was die Mietpreisbremse unsinnigerweise versucht hat, sondern in einem Anstieg des Angebots.

Niedrige Finanzierungskosten und relativ hohe Mietrenditen der Vermieter zeigen bereits ihre Wirkung in einem deutlichen Anstieg der Baugenehmigungen. Entscheidend ist, dass sich dieser Anstieg auf die Mieten auswirkt, sodass insgesamt eine Entspannung auf dem Immobilienmarkt stattfindet. Die Mietrendite lag zwischen Juni 2015 und Juni 2016 trotz deutlich steigender Immobilienpreise im Schnitt immer noch bei 3,9 % und damit nur 0,2 Prozentpunkte niedriger als im vergleichbaren Vorjahr. Das erweiterte Angebot scheint noch nicht ausreichend zu sein, um die Entwicklung bei Häuserpreisen, Mietrenditen und damit auch bei absoluten Mieten zu stoppen. Zwar hat sich die Anzahl neuer Sozialwohnungen 2016 erhöht, insgesamt ist die Zahl der Sozialwohnungen in den letzten Jahre jedoch weiter gesunken – unter anderem, weil Mietpreisbindungen ausliefen und Mieten angehoben wurden. Förderkredite und Mietpreisbindung bilden das aktuelle Konzept der Politik, um den Immobilienmarkt zu entlasten. Zudem hat der Staat 2016 durch eine höhere Abschreibquote bei Mietwohnungen einen zusätzlichen Steueranreiz geschaffen. Die Regel gilt für angespannte Wohnungsmärkte und schließt die Anwendung der Mietpreisbremse richtigerweise aus. Gemessen an der Reaktion der Angebotsseite bzw. der Preis- und Mietentwicklungen scheinen diese Maßnahmen immer noch nicht auszureichen, um das Angebot von bezahlbarem Wohnraum für einkommensschwache Bevölkerungsschichten deutlich anzuheben und Blasenentwicklungen entgegenzuwirken. In Städten wie München sind die Mietrenditen infolge der explodierenden Immobilienpreise deutlich unter 3 % gesunken. Doch dies ist weniger auf ein zunehmendes Angebot an Wohnungen zurückzuführen, vielmehr werden immer mehr Haushalte aufgrund unzureichender Kaufkraft aus dem Markt gedrängt, was sich negativ auf die Mietrenditen auswirkt. Doch eine Unterstützung der Nachfrage durch höhere Sozialleistungen ist keine Lösung. Damit würde nur die Anzahl der Menschen weiter steigen, die vom Staat abhängig sind, während das Grundproblem eines nicht ausreichenden Wohnungsangebots bestehen bliebe.

Häufig wird argumentiert, der Staat solle nicht direkt intervenieren, da er sonst den Privatsektor aus dem Immobilienmarkt verdrängen würde. Doch das aktuelle Problem ist, dass die privaten Immobilienanbieter nicht ausreichend Wohnraum schaffen – wie an den z. T. explodierenden Preisen zu erkennen ist. Den durch die Häuserblase induzierten Verteilungseffekten kann nur nachhaltig mit einer Angebotsausweitung von Wohnraum durch den Staat entgegengesteuert werden. Der Staat kann sich aktuell immer noch extrem günstig finanzieren, und die gesamte Zinskurve liegt deutlich unter der aktuellen Mietrendite. Selbst bei einer subventionierten Mietrendite müsste es zu keiner Netto-Neubelastung für den Staat kommen; vor allem, wenn die Häuserpreise weiter steigen und sich somit perspektivisch sogar Kapitalerträge realisieren lassen würden. So würde der Staatshaushalt nicht zusätzlich belastet wie es bei größeren Anreiz- und Transferleistungen, die keine staatlichen Einnahmen generieren, der Fall wäre. Zudem würde der Staat verkaufsfähiges Kapital aufbauen, sodass selbst eine Erhöhung der Schuldenquote nicht überbewertet werden sollte. Mit einer Kaufoption, vor allem für sozial schwache Teile der Bevölkerung, könnte der Staat zudem den negativen Verteilungseffekten der EZB-Politik entgegenwirken. Die staatliche Direktinvestition in das deutsche Immobilienkapital würde der Notwendigkeit von weiter steigenden Sozialleistungen entgegenwirken und gleichzeitig die Investitionsquote des Staates verbessern. Beides ist angesichts der Trends der letzten Jahre dringend notwendig.

Abb. 2: Deutsche Zinsstrukturkurve, Durchschnittsrendite per Laufzeit, in %



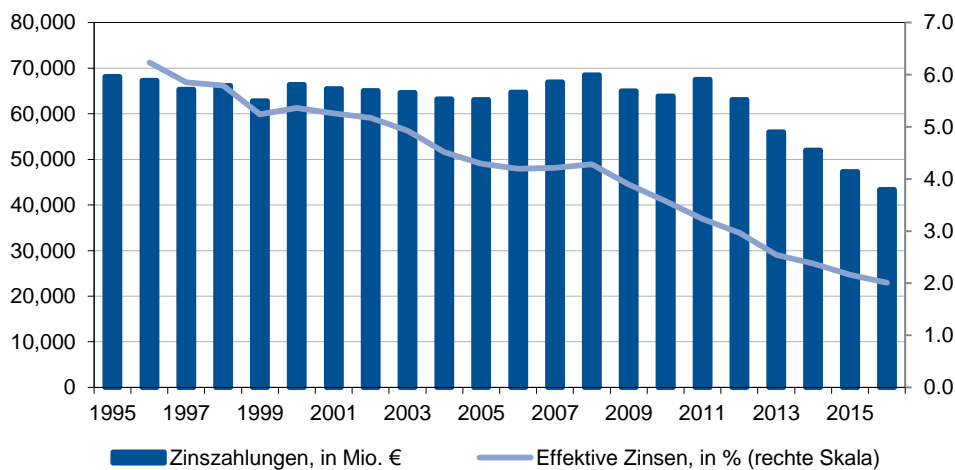
Quelle: Bloomberg

Zinersparnis des Staates – „Windfall gains“ als solche identifizieren

Der deutsche Staat ist in der beneidenswerten Situation, dass die Wirtschaft durch die Binnennachfrage wächst, was die Steuereinnahmen nach oben treibt, während gleichzeitig die Geldpolitik seit Jahren auf extremem Krisenniveau verharrt und sich somit die Zinszahlungen mehr und mehr reduzieren. So ist die Steuerlast (Einnahmen in % des BIP) von 21,6 % in 2010 auf 23,6 % in 2016 angestiegen. Gleichzeitig sank allerdings die Investitionsquote über die Jahrzehnte deutlich und verharrt seit 2013 bei nur knapp über 2 % des BIP. Der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen ist hierbei rückläufig und befindet sich 2016 auf einem Niveau von nur 0,8 % der gesamten öffentlichen Investitionsausgaben. Das Sozialbudget des Staates hatte 2016 hingegen ein Niveau von 36,5 % des BIP. Das positive aktuelle Umfeld für die staatlichen Einnahmen und Ausgaben birgt die Gefahr erneut steigender Transfer- bzw. Sozialleistungen. Perspektivisch gilt dies insbesondere aufgrund der negativen Verteilungseffekte der EZB-Politik.

Ein weiterer Verteilungseffekt der EZB-Politik besteht darin, dass der Vermögensaufbau des Privatsektors und damit auch der zukünftige Rentner zugunsten der aktuellen öffentlichen Haushaltslage aufgrund der Zinersparnis des Staates benachteiligt werden. Die niedrigen Zinsen stellen einen „Windfall gain“ bzw. Mitnahmeeffekt für den Staat dar, der dessen Handlungsspielraum erhöht und die Reformbereitschaft oftmals abnehmen lässt. Dies mag dann weniger relevant sein, wenn die Zinssätze über einen Konjunkturzyklus „normal“ fluktuieren; schließlich sind Zinsausgaben ein fester Bestandteil der Staatsausgaben. Wenn Renditen auf Sicht zu niedrig sind, und dieser Zustand dennoch anhält, ist das als Mitnahmeeffekt zu identifizieren und sollte keinen nachhaltigen positiven Einfluss auf die Ausgabenpolitik nehmen. Dies gilt vor allem dann, wenn der Ausgabenfokus eher auf Transferleistungen liegt, während die Investitionsquote des Staates vernachlässigt wird. Deshalb sollten die Zinersparnisse auf der Ausgabe­seite der Haushaltsplanung entweder gar nicht oder als potenzielle Investitionsausgaben Berücksichtigung finden.

Abb. 3: Zu leistende Zinszahlungen und effektive Verzinsung des deutschen Staates



Quellen: Eurostat; IKB-Berechnung

Fazit: Die außerordentlich expansive Geldpolitik der EZB hat bedeutende Verteilungseffekte zur Folge, da sie unter anderem Vermögenswerte zu Ungunsten einkommensschwacher Bevölkerungsschichten beeinflusst und Zinsbelastungen des Staates reduziert. Die niedrige Wohneigentumsquote in Deutschland und weiterhin anhaltend hohe Mietrenditen bringen die Fiskalpolitik in Zugzwang, wenn die soziale Gerechtigkeit in Deutschland nicht auf der Strecke bleiben soll. Die Lösung liegt weniger in höheren Sozialausgaben, die den Fiskus langfristig belasten, sondern in einer Ausweitung der staatlichen Investitionen. Vor allem in den lange vernachlässigten sozialen Wohnungsbau sollte der Staat stärker investieren, zumal er hier eine ordentliche Rendite erwirtschaften kann. Auch sollten die Zinersparnisse des Staates als Mitnahmeeffekt angesehen und deshalb vom normalen Haushaltsplan ausgeschlossen werden.

Ausgewählte Referenzen

Mietrenditen: <https://www.cash-online.de/immobilien/2016/mietrenditen/347458>

Eigentumsquoten: <https://www.immobilieng.de/news/250/Eigent%C3%BCmerquote:+Deutschland+auf+dem+vorletzten+Platz.html>

Sozialbudget: <https://www.deutschlandin zahlen.de/tab/deutschland/soziales/sozialbudget-sozialausgaben/sozialbudget>

Österreichische Schule: Marquart, A. & Bagus, P., 2016. Blind Robbery. ISBN 978-3-89879-982-9

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Böttkes-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

12. September 2017
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz