

# SYSTEMRELEVANT 34

**Finanzmärkte sind wichtig für die gesamtwirtschaftliche Stabilität, denn Finanzmarktkrisen können zu tiefen Rezessionen und Verwerfungen führen. Wieso das so ist und was es mit dem Finanzmarktstabilitätsreport des IMK auf sich hat, erklärt Sebastian Dullien im Podcast.**

**Marco Herack:**

Heut ist Freitag, der 17. November 2020. Willkommen zur 34. Ausgabe von Systemrelevant. Im Intro bereits angekündigt: Sebastian Dullien. Ich grüße dich.

**Sebastian Dullien:**

Hallo Marco.

**Marco Herack:**

Ja, Sebastian, in der letzten Folge war Bettina Kohlrausch da und als ich den Link zu der Folge auf Twitter verteilt habe, bist du erschienen.

**Sebastian Dullien:**

Wie?

**Marco Herack:**

Dann war dein Bild da. Ich glaube, wir sollten unseren Hörerinnen und Hörern kurz versichern, dass wir noch daran arbeiten, Bettina nicht mit deinem Bildnis zu bebildern. Das ist gar nicht so leicht, wie man sich das vielleicht im Einzelnen vorstellt. Aber wir sind stets bemüht und manchmal gibt es Gründe. Ja und wenn euch mehr Dinge einfallen, die euch aufgefallen sind und die ihr uns mitteilen möchtet, dann könnt ihr uns beispielsweise auf Twitter erreichen @boeckler\_de oder auch per E-Mail an systemrelevant@boeckler.de. Also Hinweise, Korrekturen und Anregungen bitte einfach einsenden. Und Sebastian findet ihr auf Twitter als @SDullien, also Sebastian Dullien. Mein Name ist Marco Herack und wir wollen uns heute mit Finanzmarktstabilität befassen. Denn das IMK gibt einen Finanzmarktstabilitätsreport raus. Sebastian, warum macht ihr denn das?

**Sebastian Dullien:**

Ja, wir machen das, weil Finanzmärkte ziemlich wichtig sind für die gesamtwirtschaftliche Stabilität. Und wir haben in den letzten Jahrzehnten immer wieder gesehen, dass Finanzmarktkrisen zu tiefen Rezessionen und Verwerfungen geführt haben und um das sich vorzeitig anzugucken, geben wir eben diesen Report raus. Jetzt muss man dazusagen, der Report ist schon ein paar Wochen alt, aber es gibt einen neuen Ansatz heute oder einen Grund, warum wir das diese Woche noch mal machen. Und zwar hat Destatis, also das Statistische Bundesamt, neue Zahlen für die Preise von Wohnimmobilien rausgebracht. Ich weiß nicht, ob das auf deiner Liste gleich noch stand. Und danach sind die eben im dritten Quartal – die haben jetzt wegen Corona eine extra Schnellschätzung gemacht – um 7,8 Prozent gestiegen gegenüber dem Vorjahr. Und das ist deshalb recht interessant, weil wir eben diese Wohnimmobilienpreise auch in dem Report mit drinnen hatten. Und ich muss auch dazusagen, ich habe an dem Report nicht mitgeschrieben. Ich habe mitdiskutiert und auch Anregungen gegeben, aber der Report ist tatsächlich die Arbeit von meinen Kolleginnen und Kollegen Thomas Theobald, Silke Tober und Ruben Tarne.

**Marco Herack:**

Ja. Die glorreichen „T“s.

**Sebastian Dullien:**

Genau.

**Marco Herack:**

Hat alle Nachnamen mit T.

**Sebastian Dullien:**

Die drei „T“s. Und die haben diesmal nichts mit Konjunkturpolitik zu tun.

**Marco Herack:**

Vielleicht, bevor wir da reingehen, ich habe in den letzten Wochen seitens der Behörden verschiedene E-Mails erhalten, die sich ebenfalls mit diesem Thema befassen haben. Und ich wurde da unter anderem davor gewarnt, dass, wenn die Anleger ihre Meinung ändern, dies ein Risiko für die Finanzmärkte wäre oder dass, wenn die Regierung ihre Meinung in Sachen Hilfsprogramme ändert, dies die Meinung des Kapitalmarktthemas ändern könnte und dies ein Risiko für die Finanzmarktstabilität wäre. Ja, dem kann man ja nicht widersprechen, oder?

**Sebastian Dullien:**

Ich glaube, immer, wenn die Investoren Ihre Meinung über die Welt ändern, das ist immer ein Risiko für die Kurse an den Börsen. Das ist, glaube ich, jetzt kein besonders, weiß ich nicht, keine besonders tiefgreifende Aussage. Aber gibt halt Situationen, wo das wahrscheinlicher ist und Situation, wo das weniger wahrscheinlich ist.

**Marco Herack:**

Na ja, ich glaube, es ging auch so grundsätzlich drum, um das Thema Preisschwankungen. Also ich will jetzt nicht so ganz unfair sein gegenüber den Behörden, die das da vermeldet haben, aber so grundsätzlich ist jede Veränderung natürlich mit Risiken behaftet. Kommen wir zur Realität. Also, der Finanzmarkt, dass er Risiken unterliegt, das ist ja wirklich die Binse. Risiken gibt es immer. Der Markt besteht deswegen aus lauter Leuten, die glauben, sie könnten diese Risiken managen. Aber die andere Seite der Medaille ist, dass das mal mehr, mal weniger funktioniert. Und da die Wirtschaft auch vor Corona schon vor einer potenziellen Rezession stand, waren die Risiken vor Corona, könnte man sagen, ja dann auch schon höher.

**Sebastian Dullien:**

Ja, wir haben also nach dem, was da die Kolleginnen und Kollegen gerechnet und sich angeguckt haben, gab es schon vorher die Gefahr, dass insbesondere manche Aktienkurse überbewertet waren. Gerade wenn man sich Aktienkurse in den USA anguckt, die waren schon vor Corona auf einem sehr hohen Niveau. Die hatten auch vor allem ein sehr hohes Kursgewinnverhältnis. Das ist immer, wo man so ein bisschen guckt, ob so ein Aktienpreis angemessen ist oder nicht. Also da guckt man sich an, wie viel höher ist der Kurs als der in einem Jahr ausgewiesene Gewinn und wenn das irgendwie in Richtung 30 oder so was geht, dann ist das üblicherweise

schon ziemlich heftig.

**Marco Herack:**

Kursgewinnverhältnis 30 bedeutet, dass ein Unternehmen 30 Jahre braucht, um, ja, mit dem Gewinn diesen Kurs zu rechtfertigen.

**Sebastian Dullien:**

Genau, also würde man jetzt diese Aktie kaufen, wobei man nach 30 Jahren ja auch immer noch die Aktie hat, aber das heißt, die Gewinne für diese Aktie, das würde eben nach 30 Jahren ... dann hätte sich diese amortisiert in dem Sinne. Und eben schon vor Corona waren diese Werte recht hoch. Und wenn man sich jetzt manche der Börsen anguckt, dann liegen die Kurse jetzt heute höher als vor Corona. Also in den USA sind heute die Aktienbewertungen besser als vor der Corona-Krise, was so ein bisschen komisch eigentlich ist, weil man würde ja denken, da ist jetzt ein schwerer negativer Schock da draufgekommen und warum ist das jetzt günstiger. Und auch wenn man sich Deutschland anguckt, da sind wir nicht so weit weg davon, von dem, was vorher war. Und in Europa ist noch ein bisschen was aufzuholen.

**Marco Herack:**

Es gab ja im März einen großen Crash, könnte man fast schon sagen. Da sind die Aktien auch mal 24 Prozent, 25 Prozent nach unten gerauscht. Also da wurden dann die Risiken zur Realität. Und dann haben die Notenbanken eingegriffen.

**Sebastian Dullien:**

Ja genau. Ich meine, das ist natürlich zwischendurch passiert. Die Notenbanken haben in alle mögliche Art und Weisen die Märkte jetzt stabilisiert, indem sie im Grunde alle möglichen, ja, Wertpapiere gekauft haben, zum Teil Kreditprogramme aufgelegt haben. Und das hat natürlich dazu beigetragen, zu der Stabilisierung, aber nichtsdestotrotz ist es so, dass es ja schon ein bisschen merkwürdig ist, wenn man sagt, heute, da sind die Aktien der US-Unternehmen mehr wert als das vor einem Dreivierteljahr der Fall war. Wobei wir immer noch die zweite Welle haben und, klar, wir haben die Hoffnung auf den Impfstoff, aber das ist ja alles noch ein bisschen unsicher. Es sind ja auch Menschen arbeitslos geworden, es sind Verluste aufgelaufen in der Krise. Also eigentlich, das ist schon etwas verwunderlich.

**Marco Herack:**

Und noch merkwürdiger wird es, wenn man dann noch berücksichtigt, dass viele Programme von der Fed, also der US-Notenbank, gar nicht in Anspruch genommen worden sind, was ganz erstaunlich war. Aber woran könnte das denn alles liegen, dass es jetzt an den Börsen doch so gut geht, dass die Kapitalmärkte sich freuen?

**Sebastian Dullien:**

Es sind natürlich zwei Punkte dabei. Einmal, du sagst, einige der Programme sind nicht in Anspruch genommen worden, aber es ist schon Liquidität in die Märkte gepumpt worden und vor allem sind die Zinsen noch mal ein Stück runtergegangen. Also wenn ich mir die Verzinsung von Staatsanleihen angucke, dann ist die heute schon niedriger als sie das vor der Corona-Krise war. Und es gibt halt ein Verhältnis normalerweise zwischen Zinsen und Aktienkursen. Und da ist es so; desto niedriger die Zinsen sind, desto höher ist ein gerechtfertigter Aktienkurs oder sind auch die

Aktienkurse. Und das kann man so erklären, die ökonomischen Modelle sagen dann, da gibt es Anleger, die vergleichen eben die Anlage in eine Anleihe mit einer Aktie. Und dann wollen sie einen gewissen Risikoaufschlag haben, also ein bisschen mehr Rendite auf die Aktie. Aber das heißt, wenn jetzt da meinetwegen 5 Euro Dividende jedes Jahr sind und der Zins ist 0 Prozent, dann ist diese Aktie einfach mehr wert, als wenn da 5 Euro Dividende sind und der Zins ist 2 Prozent, weil man eben das vergleicht und im Grunde, wie die Ökonomen sagen, man zinst das ab oder man diskontiert die künftigen Zahlungsströme für heute. Also man guckt, wie viel Geld müsste ich heute in Anlagen anlegen oder in Anleihen anlegen, um meinetwegen in zehn Jahren diese eine Zahlung zu bekommen. Und wenn der Zins 0 Prozent ist, dann muss ich heute halt 5 Euro anlegen, um in 10 Jahren 5 Euro zu kriegen. Und wenn der Zins 2 Prozent ist, dann muss ich heute wesentlich weniger als 5 Euro anlegen, um in zehn Jahren diese 5 Euro rauszukriegen. Und darum bedeutet das, dass mit der gleichen Dividende bei einem niedrigeren Zins die Anleger normalerweise bereit sind, mehr für eine Aktie zu bezahlen. Und das ist schon ein Argument, wo man sagen könnte, weil die Notenbanken eingegriffen haben und weil eben auch wegen der schlechten Wirtschaftsaussichten die Zinsen auf die Staatsanleihen runter sind, das ist zum Teil vielleicht schon positiv für den Aktienkurs gewesen.

### **Marco Herack:**

Die Notenbanken haben also grundsätzlich erst mal den Finanzmarkt, den Geldmarkt beruhigt und den Banken signalisiert, ihr werdet kein Problem haben und gleichzeitig gab es ja auch diese Erwartungshaltung, dieses Vs. Also weil mein erster Einwand wäre jetzt, na ja, Dividende schön und gut, aber wenn die nichts verdienen können sie auch keine Dividende ausschütten, außer halt aus der Substanz heraus. Aber dadurch dass man ja diese Erwartungshaltung eines Vs hatte, konnte man halt sagen, ja gut, dann ist halt mal ein Jahr keine Dividende, aber danach geht es wieder los und die Notenbanken werden ihre Zinsen sicherlich länger niedrig halten.

### **Sebastian Dullien:**

Ja, wobei natürlich auch das V, zumindest bei unserer Prognose, immer kein vollständiges V war, sondern es war immer so, dass man für eine ganze Zeit lang noch unter dem Vorkrisentrend geblieben wäre. Das heißt, da hätte man dann auch für ein paar Jahre mit niedrigeren Dividenden oder niedrigeren Gewinnen gerechnet. Ein anderer Punkt, der sicher auch eine Rolle gespielt hat, ist die sehr expansive Finanzpolitik gewesen oder Fiskalpolitik. Denn es haben ja Regierungen überall auf der Welt Hilfspakete aufgelegt und die Unternehmen massiv gestützt. Das sind ja Sachen, die auch dann im Grunde die Gewinne stabilisiert haben. Also beim letzten Mal, als ich geguckt habe, hat Volkswagen gesagt, sie würden 2020 insgesamt noch schwarze Zahlen schreiben. Ich weiß nicht, ob da jetzt die Gewinnprognose nach unten korrigiert worden ist, aber das ist ja eigentlich schon ziemlich beeindruckend, dass man in einem solchen Jahr wie diesem, wo da wirklich in einem Quartal sehr, sehr wenig Autos gekauft und gebaut worden sind, dann am Ende noch sagt, na ja, aber wir hoffen, da noch mit einer schwarzen Null rauszugehen. Aber das zeigt so ein bisschen auch, wie zum Teil doch gut manche Unternehmen noch durch diese Krise gekommen sind. Und es gibt da natürlich auch ganz viel Krisengewinner. Also wenn man jetzt Videokonferenzsoftware hergestellt hat, dann ist man

wahrscheinlich ein ganz großer Gewinner davon.

**Marco Herack:**

Also gerade die Tech-Unternehmen haben an den Börsen ja auch besonders stark profitiert. Also da gab es ja kein Halten mehr. Die sind nach oben geschlossen. Und zum Teil kann man das natürlich sehr gut erklären, dass natürlich die Nachfrage nach deren Produkten sehr stark angestiegen ist, gerade mit dem Homeoffice. Auf der anderen Seite sagen die Unternehmen selber, ja, das ist jetzt kein Einmalwachstum, sondern das ist vorweggezogenes Wachstum. Also das ist etwas, was in einer Entwicklung über Jahre hinweg ohnehin passiert wäre. Das hat sich jetzt beschleunigt. Und daraus kann man aber auch wieder den Umkehrschluss ziehen, na ja, dann ist das aber auch ein Wachstum, was nicht erneut stattfinden wird.

**Sebastian Dullien:**

Ja, im Zweifel stimmt das ja auch. Also wenn jeder eine Videokonferenz auf seinem Computer hat ... klar, man kauft immer noch das Abo, aber man kauft eben nicht noch ein zweites und drittes Abo dafür. Und das ist so ein bisschen auch der Punkt. Wir haben noch gar nicht drüber geredet, was ja auch noch ein Grund sein kann, warum jetzt diese Kurse so hoch sind. Es kann einfach sein, dass da die Anleger keine Lust haben zum Beispiel, Bundesstaatsanleihen zu kaufen, deutsche Staatsanleihen zu kaufen mit einer negativen Rendite, also wo sie jetzt heute mehr Geld bezahlen, als sie später zurückbekommen und das Geld dann in den Aktienmarkt schieben und dass dadurch so eine Blase entsteht.

**Marco Herack:**

Also Verschiebungseffekte.

**Sebastian Dullien:**

Ja, ja, Verschiebungseffekte und jetzt gerade, wenn nicht mehr die akute Krisenstimmung da ist und ehrlich gesagt trotz dieser zweiten Welle und des Lockdown Lights ist ja jetzt gar nicht mehr so die akute Krisenstimmung wie im Frühjahr da. Und dass da eben dann die Leute auch ein bisschen risikofreudiger sind oder die Anleger ein bisschen risikofreudiger sind und dass das dann halt zu Überbewertungen führt, die am Ende dann auch platzen können. Und die Kolleginnen und Kollegen im Report, die machen dieses Beispiel oder sagen, gerade die Tech-Werte, die du eben angesprochen hast, dass das da zum Teil auch durchaus sein kann. Tesla baut 400.000 Autos pro Jahr und Volkswagen 10,8 Millionen. Dann muss schon eine sehr, sehr große Erwartungshaltung für das Absatzwachstum vom Tesla hinter stehen, zumal ja auch Volkswagen in die E-Mobilität geht.

**Marco Herack:**

Da könnte man sich dann sicherlich auch noch drüber unterhalten, was die Unternehmen da genau machen und unterscheiden. Das wollen wir jetzt an der Stelle nicht tun.

**Sebastian Dullien:**

Ich glaube, ihr macht das bei den Mikroökonomien immer ganz gerne.

**Marco Herack:**

Wir machen das bei den Mikroökonomern gelegentlich, habe das aber vor allen Dingen deswegen gesagt, weil es ja einen sehr exklusiven Tesla-Fankreis gibt, der uns jetzt gesagt hätte, dass man das so gar nicht vergleichen kann. Gut, da gibt es dann wieder diesen Sondereffekt, da gibt es eine Indexaufnahme bei Tesla. Aber das ist natürlich ein wunderschönes Beispiel dafür, wie unterschiedlich die Bewertungen zwischen so einem gefühlten normalen Unternehmen und einem Tech-Unternehmen, selbst wenn es recht ähnliche Produkte baut, macht. Und daraus wird dann, kann man sagen, ist zumindest ein sehr hohes Risiko da, dass dort eine Preisblase da ist und die dann auch platzt mit all ihren negativen Effekten. Und darum geht es ja am Ende. Wenn so eine Preisblase platzt, haben wir negative Effekte.

**Sebastian Dullien:**

Das ist der Punkt, der da auch in dem Report gemacht wird.

**Marco Herack:**

Welche haben wir denn da? Was passiert denn dann?

**Sebastian Dullien:**

Also das kommt ein bisschen darauf an, wovon wir jetzt reden, ob es so eine Aktienpreisblase ist oder ob es eine Immobilienpreisblase ist. Dann kommt es drauf an, wie die Anleger das finanziert haben. Also wenn die das alle aus ihrem eigenen Geld nur finanziert haben und so eine Blase platzt, dann haben wir normalerweise, ja, wird es schwieriger für Unternehmen, Kapital aufzunehmen für Investitionen. Das heißt, wir haben normalerweise so einen Investitionsdämpfer. Und manche Menschen verlieren halt dann ihr Vermögen und die konsumieren dann auch weniger, insbesondere wenn ich Länder habe wie zum Beispiel die Niederlande, wo die Rente zum Teil mit Aktien gedeckt ist. Dann wissen die Leute dann, wie lange sie arbeiten müssen oder wie viel Geld sie da rauskriegen am Ende und das hängt aber davon ab, was die Aktienkurse sind. Und wenn die Aktienkurse, sagen wir mal, um 20, 30 Prozent zurückgehen, stellen viele Menschen fest, oh, jetzt habe ich aber eine kleinere Rente. Und dann fangen eben viele an, stärker zu sparen und das dämpft dann den Konsum und dämpft das gesamtwirtschaftliche Wachstum. Und es ist noch problematischer, wenn die Leute sich Geld geliehen haben und damit Aktien gekauft haben. Denn wenn dann die Aktienkurse massiv fallen, kann es sein, dass dieses Geld nicht zurückgezahlt werden kann, und dann haben die Banken, die das Geld verliehen haben, ein Problem. Ja, dann gibt es Verluste bei den Banken. Und Banken sind einfach sehr wichtig für die ganze Wirtschaft, um Kredite für neue Investitionen zu vergeben. Und dann kann eben aus so einer geplatzten Aktienblase auch sogar noch eine Bankenkrise werden. Und für die Banken ist eben auch ... jetzt haben wir über Aktien gesprochen. Wenn wir über Wohnimmobilien reden, das sind ja üblicherweise Dinge, die nicht bar bezahlt werden, sondern mit Kredit. Da ist normalerweise, wenn ich eine Immobilienpreisblase habe, ist wirklich das Problem, dass da Kredite ausfallen, wenn die Preise fallen und das dann im Bankensystem eben diese negativen Folgen hat.

**Marco Herack:**

Ich würde noch mal gerne kurz auf diesen Punkt Rente kommen, weil in Deutschland

würden jetzt die meisten sagen, ja, das stört mich ja nicht, wenn da die Aktien fallen, ich habe ja meinen Garantiezins. Das ist ja ein sehr beliebtes Konstrukt in Deutschland. Und ich glaube, da muss man zumindest kurz erwähnen, das ist außerhalb von Deutschland nicht unbedingt üblich, weil ein Garantiezins ziemlich viel Geld kostet, was Rendite betrifft und die meisten da sagen, nein, ich mache das lieber ohne.

**Sebastian Dullien:**

Ja, ich meine, Deutschland ist da ja eh ... also erstens haben wir ein sehr starkes umlagefinanziertes Rentensystem. Das heißt, da zahlen die Arbeitnehmerinnen, Arbeitnehmer und die Arbeitgeber ein für Beschäftigte, diese Sozialabgaben, die Rentenversicherungsbeiträge. Und das wird quasi umverteilt an die Rentner. Andere Länder machen das anders. Da muss eben Geld angelegt werden. Ja, für die Selbständigen ist es relevant, aber für den Rest ist es eigentlich so ein Top-up zu der Rente. Aber wenn jetzt ein großer Anteil der Rente so bezahlt wird, ist auch der Effekt viel größer. Und wie du richtig sagst, da gibt es ganz verschiedene Produkte weltweit. Wenige sind so konservativ wie die Deutschen mit diesen großen Versicherungselementen drin.

**Marco Herack:**

Du hast ja schon erwähnt, Thema Immobilien, da sind die Preise, tja, man könnte sagen, wie auch die Börsen nach oben geschossen sind, sind auch die Immobilienpreise, ja, weiter nach oben geschossen. Sie waren ja ohnehin schon immer gestiegen, aber 7,8 Prozent zum Vorjahresquartal klingt erst mal viel für mich.

**Sebastian Dullien:**

Ja, das ist auch recht heftig. Also eigentlich, glaube ich, haben schon einige damit gerechnet, dass das auch einen Dämpfer kriegen könnte jetzt in der Corona-Krise, weil ja auch vielleicht der ein oder andere Einkommenseinbußen hatte oder Sorgen um den Job. Und da hätte man schon gedacht, dass vielleicht weniger Menschen jetzt anfangen, Wohnimmobilien zu kaufen, zumal ja auch diskutiert wurde, ob eigentlich es da jetzt weniger Nachfrage nach gibt, weil alle Menschen nach draußen ziehen, weil sie nicht mehr in der Stadt wohnen möchten. Und zumindest in diesen Preiszahlen sehen wir davon noch nichts. Also 7,8 Prozent zum Vorjahresquartal, das ist jetzt so ein Wachstum, was wir seit 2016 nicht mehr hatten. also da hat sich das Wachstum eigentlich jetzt in der Krise oder im dritten Quartal, wo ja diese Erholung in der Krise war, noch mal beschleunigt. Aber auch das zweite Quartal war nicht schlecht. Das ist +6,6 Prozent, also während dieser Lockdown-Zeit. Jetzt weiß ich nicht, wie verlässlich da die Zahlen sind, aber zumindest haben wir da keinen Preisverfall gesehen. Und wenn man sich jetzt so das im längeren Trend anguckt, ist das schon beeindruckend. Also wir haben jetzt seit ungefähr 2015 einen Anstieg der Immobilienpreise, Wohnimmobilienpreise in Deutschland insgesamt, um rund 40 Prozent. Das ist einfach schon mal eine Ansage.

**Marco Herack:**

Gibt es denn einen Hinweis, warum die Nachfrage da so gestiegen ist oder muss ja nicht immer Nachfrage im Sinne von „mehr Leute wollen etwas kaufen“ sein, weil das weiß ich jetzt gerade nicht, aber es könnte ja sein, dass die wenigen, die

gekauft haben, bereit waren, mehr zu bezahlen.

**Sebastian Dullien:**

Ja, ich meine, eins ist wieder der Punkt; der Zins ist runtergegangen. Und wir wissen zwar von Umfragen, dass die Banken etwas vorsichtiger geworden sind bei der Kreditvergabe, aber ich meine, so einen Hypothekenzins von unter 1 Prozent, da kann man sich schon ganz schön viel für leisten dann. Und offensichtlich scheinen das dann auch Leute zunehmend zu tun. Und dann kommt wahrscheinlich dazu ... klar, jetzt haben sich viele Unternehmen Geld geliehen zwischendurch in der Krise, aber die Bankenimmobilienkredite gelten eigentlich als sicherer bei den Banken als Unternehmenskredite. Und das heißt, die Banken werden tendenziell auch ganz gerne noch diese Immobilienkredite ausgehändigt haben. Hinzu kommt ja, dass die Einkommen sich stabilisiert haben. Wir haben ja ein recht solides Einkommenswachstum gehabt der breiten Masse die letzten paar Jahre in Deutschland und da ist auch jetzt gar nicht so viel passiert in der Krise. Das hat damit zu tun, dass das Kurzarbeitergeld recht großzügig gezahlt worden ist, dass der Beschäftigungsverlust nicht so groß ausgefallen ist, wie es befürchtet war und all das ... da ist natürlich Kaufkraft für diese Immobilien und führt, glaube ich, dazu, dass die Preise da steigen. Es kann auch sein, dass wir internationale Anleger haben, die in Deutschland Immobilien kaufen. Denn man muss ja sagen, dass Deutschland eigentlich gezeigt hat, dass es ein relativ robustes Gesundheitswesen hat und eine relativ gut funktionierende Verwaltung, weil so gut, wie wir bislang durch die Corona-Krise gekommen sind, ist eigentlich kaum ein anderes Land da durchgekommen.

**Marco Herack:**

Was natürlich Vertrauen schafft.

**Sebastian Dullien:**

Das schafft Vertrauen ich meine, wenn ich jetzt international mobil bin und ich habe früher vielleicht mal in New York gewohnt, na ja, nachdem, was da mit Corona passiert ist, überlege ich mir dann vielleicht doch auch mal, lieber wieder in Deutschland zu wohnen.

**Marco Herack:**

Es gibt ja zumindest im Immobilienmarkt die Feststellung, dass Hotels zu besitzen, jetzt nicht so toll ist. In Zeiten von Corona war das nicht das beste Investment. Shopping Malls haben auch Probleme. Also ich könnte mir schon vorstellen, dass, wenn die Möglichkeit bestand, da gewisse Umschichtungen stattfanden. Aber wir haben keine Daten darüber, wer aus welchen Motiven heraus gekauft hat.

**Sebastian Dullien:**

Nein. Und man muss ja dazusagen, das ist jetzt eine Schnellschätzung. Eigentlich veröffentlicht Destatis gar nicht so früh nach dem Ende des dritten Quartals diese Daten. Das haben sie jetzt gemacht, weil es eben so ein großes Interesse gab. Das heißt, da kann auch noch ein bisschen was revidiert werden. Aber ich glaube, dass es angesichts dessen Anstieg, ein relativ robustes Ergebnis ist, dass der Trend nicht umgekehrt hat in der Corona-Krise.

**Marco Herack:**

Ihr seht da natürlich ein Risiko darin.

**Sebastian Dullien:**

Genau. Das ist das, was die Kollegin und die beiden Kollegen da aufgeschrieben haben, dass deshalb eben ein Risiko eines Rückschlags besteht. Also auch wenn man sich andere Größen anguckt, da sind Grafiken dazu drin, also zum Beispiel Preismietverhältnis, also wie viel Miete zum Kaufpreis da aufgerufen werden kann oder Einkommenspreisverhältnis, also wie viel Einkommen hat der durchschnittliche Arbeitnehmer, die durchschnittliche Arbeitnehmerin relativ zu diesem Preis und bei all diesen Indikatoren sieht es halt so aus, als seien die in Deutschland ziemlich deutlich gestiegen und deutlicher als in anderen Ländern. Und das bedeutet natürlich, dass da schon die Gefahr ist, dass es dann irgendwann einen Rückschlag gibt und dass da zumindest zum Teil Käufer dabei sind, Käuferinnen, die kaufen, weil sie eine Preissteigerung erwarten und jetzt nicht mehr, weil sie glauben, dass es wirklich so viel wert ist. Und wenn das so passiert, dann, ja, kann es halt eine Immobilienpreisblase geben, wie wir das in den USA in den 2006, 2007 hatten. Und dann kam halt die Finanzkrise danach.

**Marco Herack:**

Haben die Banken momentan nicht auch einen recht großen Anreiz, da diese Kredite zu vergeben, auch vielleicht in der Erwartung, dass es immer weiter Richtung Negativzins gehen wird, auch weil die konjunkturelle Entwicklung die nächsten ein, zwei Jahre doch nicht so doll ist?

**Sebastian Dullien:**

Ich weiß jetzt ehrlich gesagt nicht, ob die Banken damit rechnen, dass die Zinsen noch weiter fallen. Diese Hypothekenzinsen sind schon verdammt niedrig, wenn man sich anguckt, wie lange man jetzt für unter 1 Prozent sich einen Immobilienkredit leihen kann. Ich glaube einfach, klar, die Banken müssen natürlich Neugeschäft machen bei den Krediten. Die haben das Problem, dass sie Einlagen haben von ihren Kunden, dass wenn sie es bei der EZB parken, sie dafür eine Strafgebühr zahlen müssen oder einen negativen Zins zahlen müssen – Strafgebühr, ist, glaube ich, kein vernünftiger Begriff dafür – und von daher sind die willig, auch dann eben Immobilienkredite zu vergeben.

**Marco Herack:**

Warum ist Strafgebühr kein valider Begriff?

**Sebastian Dullien:**

Es ist einfach ein negativer Zins oder es ist eine Aufbewahrungsgebühr. Aber ich würde es jetzt .... Strafgebühr, das hört sich so an, als wäre das etwas, was verboten ist, was man nicht tun sollte. Das ist halt einfach jetzt ein Zins, der zufällig eben nicht über 0 Prozent liegt, sondern da drunter liegt.

**Marco Herack:**

Das Schöne an diesen Preisblasen ist ja, wir wissen eigentlich nie, wie sie sich auslassen. Also selbst wenn wir diagnostizieren können, okay, hier sind die Preise, die Kurse, die Bewertungen schlichtweg zu hoch, dann kann es trotzdem sein, dass

sich, ja, die Bewertungen dann noch mal irgendwie verdoppeln oder so und über drei, vier Jahre sich das Ganze auslässt, ehe dann irgendwann diese Korrektur kommt. Also aus der reinen Feststellung, da gibt es erhöhte Risiken, kann man nicht sagen, da kommt demnächst ein Problem auf uns zu.

**Sebastian Dullien:**

Nein, nein, klar. Das kann auch wirklich lange so weitergehen und da gibt es auch tatsächlich Forschung drüber, die dann auch die Soziologie von diesen Erwartungen beschreibt und zum Beispiel in der amerikanischen Hauspreisblase das sehr schön beschrieben hat. Also die Häuser, wenn man danach geht, wo die Preise hinterher waren, die waren dann schon relativ lange überbewertet. Aber natürlich, wenn man dann noch, nehmen wir mal an, die Überbewertung geht noch vier Jahre weiter, wenn man im ersten Jahr gesagt hat, nein, ist überbewertet, ich kaufe jetzt nicht und im nächsten Jahr hat der Nachbar, der gekauft hat, 30 Prozent plus gemacht, dann guckt man halt irgendwie blöd. Und dann geht es vielleicht noch weiter und vielleicht nach drei, vier Jahren denkt man, na ja, vielleicht haben die ja alle recht und es geht immer nur aufwärts. Und dann steigt man ein und dann kommt halt ... dann platzt irgendwann die Blase. Aber genau das ist das Problem. Man kann eigentlich nicht ... wir können schwer vorhersehen, ob es eine Blase ist. Es gibt auch Argumente, die man machen könnte, dass es noch ein vollkommen gerechtfertigtes Niveau jetzt ist. Und man kann eben nicht sehen, wann es genau platzt.

Also das Problem, was wir jetzt ja haben, ist, wir wissen nicht, wie langfristig zum Beispiel sich der Zins verschoben hat und das Argument, was ich für die Aktien gebracht habe, dass der Zins im Verhältnis zum Aktienpreis hat, gilt natürlich auch für die Immobilien. Weil viele Menschen einfach rechnen, und das ist richtig so und sinnvoll, die vergleichen halt die Belastung durch eine Hypothek mit der Miete, die sie sonst zahlen würden. Und natürlich, wenn der Zins 0,5 Prozent ist auf ihre Hypothek, dann haben die eine ganz andere Belastung, als wenn der 2 Prozent ist. Und das bedeutet, dass sie bereit sind, viel mehr für dieses Haus auszugeben. Das ist auch gerechtfertigt, weil das ja ... man muss ja die beiden Kosten vergleichen. Ob das jetzt wirklich dann dauerhaft gerechtfertigt ist, hängt halt davon ab, ob der Zins so niedrig bleibt oder nicht. Und das wissen wir einfach nicht.

**Marco Herack:**

Wenn man dann noch die Projektion höherer Negativzinsen hat, dann könnte man natürlich schon auf die Idee kommen, da zu sagen, ja, es lohnt sich schlichtweg für mich.

**Sebastian Dullien:**

Ich glaube nicht, dass es das gibt, aber falls man mal irgendwann Hypotheken mit Negativzinsen haben würde ...

**Marco Herack:**

Kriegt man noch Geld für.

**Sebastian Dullien:**

... genau, und das dauerhaft so bleiben würde, dann ist es ja eigentlich egal, wie viel Geld ich mir da leihe. Dann ist es sogar besser, dass ich mir noch ein bisschen

mehr Geld leihe. Aber ich meine, wenn wir in Negativzinsbereiche gehen, auch wenn wir eigentlich schon in Richtung 0 Prozent gehen, wird es jetzt mathematisch sehr schwierig mit diesen Bewertungsmodellen. Die sind eigentlich alle nicht dafür gemacht, dass sie in diesem Bereich anfangen, Zahlungsströme in der Zukunft zu bewerten.

**Marco Herack:**

Jetzt ist es natürlich auch so, dass die USA, die ja ihren Zins sehr stark gesenkt haben während Corona, wir haben unsere Zinsen nicht weiter groß gesenkt, also es gab da Mini-Anpassungen, die, würde ich sagen, jetzt nicht so relevant sind, aber dadurch ist natürlich auch dieser Anreiz, Euro zu nehmen und in die USA zu gehen, in Dollar zu parken und dort die Zinsen abzugreifen, der ist natürlich auch geschwunden. Und dadurch könnte man sagen, na ja, wenn ich jetzt mein Geld in Dollar geparkt hatte, um die Zinsen da zu bekommen, dann hole ich es mal lieber nach Hause. Wir haben ja auch einen sehr starken Anstieg beim Euro gesehen dann im Zuge dieser Zinsverschiebungen. Dieses Geld muss ja dann irgendwo hin. Und da gibt es dann nicht viele Alternativen, außer Immobilien und Aktien.

**Sebastian Dullien:**

Tja, man kann es auch in Anleihen packen. Ist halt nur nicht so attraktiv.

**Marco Herack:**

Ja, man kann auch Firmen aufbauen. Das ist ja die große These hinter dem Negativzins, ist natürlich schon, einen Anreiz zu schaffen, wirtschaftliche Aktivität zu erzeugen und nicht unbedingt Spekulationen mit Wohnimmobilien zu betreiben.

**Sebastian Dullien:**

Ja, ja, das stimmt schon.

**Marco Herack:**

Ja, aber das ist doch ein valider Grund, warum das so passiert sein könnte, wie es jetzt gerade läuft.

**Sebastian Dullien:**

Klar. Klar. Also die Kapitalzuflüsse können da auch eine Rolle gespielt haben. Ehrlicherweise muss man nur sagen, wir haben dazu zurzeit einfach noch keine Daten.

**Marco Herack:**

Ja. Worauf ich hinaus wollte, war, wenn es denn so ist, dann wäre es tatsächlich mehr oder weniger ein Einmaleffekt, der sich so nicht durchsetzen wird, zumindest nicht in der Höhe, wie wir es jetzt erlebt haben. Weil wir haben ja festgestellt, dass die Steigerungsrate doch beachtlich ist.

**Sebastian Dullien:**

Ja gut, aber ich gucke ... ich habe die Grafik hier auf meinem Bildschirm. Und da sieht es nicht nach einem Einmaleffekt aus, sondern eher wie so eine Corona-Infektionskurve. Das ist jetzt ein bisschen gestaucht, aber das niedrigste Quartalswachstum war irgendwie im dritten Quartal 2019 und da war es zum

Vorjahr 5,3 Prozent. Das heißt, da ist schon so ein ... ja, da ist einfach ein Preistrend drin, der mehr ist als ein Einmaleffekt aus einer Zinsverschiebung zwischen den großen Währungsräumen.

**Marco Herack:**

Okay. Was sollte die Politik tun?

**Sebastian Dullien:**

Es gibt ja dieses schöne Wort, was da vorne auf dem Report draufsteht: Makropotenzielle Politik. Da wissen wahrscheinlich viele nicht, was das ist. Aber das ist das, was die drei eben da empfehlen.

**Marco Herack:**

Was ist makropotenzielle Politik?

**Sebastian Dullien:**

Makropotenzielle Politik heißt jetzt wörtlich eine durch Umsicht, Besonnenheit, Vernunft und Sachverstand geprägte Politik, die auf die Stabilität des Finanzmarktes ausgerichtet ist. Hört sich jetzt sehr gestelzt an. Konkret heißt das, dass man eben nicht mit so einem recht kruden Instrument wie einer Zinserhöhung probiert, Kreditwachstum zu begrenzen, sondern dass man den Banken gewisse Auflagen macht und mit sehr gezielten Instrumenten das Kreditwachstum in ganz bestimmten Teilen des Marktes begrenzt. Heißt zum Beispiel, dass man sagt, Banken dürfen nur bis zu einem bestimmten, ja, Verhältnis des Kaufpreises beleihen, also nur bis 60 Prozent zum Beispiel eines Immobilienpreises beleihen. Oder man sagt, die Banken müssen für bestimmte Kredite mehr Eigenkapital vorhalten. Also da würde man dann sagen, müssen im Boom eben 1 Prozentpunkt mehr Eigenkapitalquote haben. Und diese Instrumente haben wir in Deutschland prinzipiell. Also das ist im Kreditwesengesetz festgeschrieben, dass wir die jetzt haben und dass die eingesetzt werden können, aber bislang war die Finanzaufsicht eher ein bisschen zurückhaltend, das zu machen. Und meine Kollegin und die Kollegen empfehlen eben, dass jetzt, also vielleicht nicht sofort, aber dass man jetzt, wenn diese Preise weitersteigen im nächsten Jahr und wenn die Wirtschaft sich erholt, dass man da eben Grenzen einzieht, damit nicht ganz so viel Geld von den Banken an Immobilienkäuferinnen und -käufer verliehen wird.

**Marco Herack:**

Ist das dann etwas, was die EZB macht oder was die Politik macht?

**Sebastian Dullien:**

Das ist bei uns die BaFin, also die Finanzaufsicht, die das machen kann.

**Marco Herack:**

Ja.

**Sebastian Dullien:**

Also es gibt verschiedene Instrumente, die zum Teil von der EZB, zum Teil von der BaFin eingesetzt werden können.

**Marco Herack:**

Weil ich habe mir halt gedacht, aber das ist ja vielleicht nur so ein Gedanke, es wäre ja schön, wenn dieses ganze Geld, was dann da ist, nicht in, na ja, Bestandswohnungen fließt, also Wohnungen, die quasi nur hin und her geschoben werden, sondern wenn man diese Leute dazu bringen würde, neue Sachen zu bauen.

**Sebastian Dullien:**

Das wiederum ist ein bisschen schwierig mit diesem Instrument, das zu machen. Wahrscheinlich könnte man das tun, dass man sagt, die Banken müssen mehr Kredite oder müssen mehr für den Kauf von Bestandswohnungen zurücklegen als für Neubau. Allerdings, dieses Instrument ist ja eigentlich dafür da, die Bankbilanzen zu schützen, also sicherzustellen, dass nicht beim Absturz der Preise die Banken am Ende auf den Verlusten sitzenbleiben und darum dann nicht mehr verleihen können. Und wenn die Preise fallen, ist es eigentlich egal, ob das ein Neubau war oder ein Altbau. Darum würden wir sagen, diese beiden Probleme muss man einzeln angehen. Also um diese Preisblase aufzufangen, ist es am sinnvollsten, tatsächlich diese makropotenziellen Maßnahmen einzusetzen und dann, um für Neubau zu sorgen, sind wir ja der Meinung, dass man dann einfach viel mehr öffentlichen Wohnungsbau braucht.

**Marco Herack:**

Na ja, ich dachte, das lässt sich vielleicht miteinander verbinden.

**Sebastian Dullien:**

Ja, ich glaube, man muss es gleichzeitig dann in einem Zweiklang quasi einsetzen, aber es sind eben zwei unterschiedliche Instrumente und es sind ja auch zwei unterschiedliche Politikakteure. Die Finanzaufsicht baut einfach keine Wohnungen. Und es ist, glaube ich, auch ganz gut so.

**Marco Herack:**

Ja, dazu sage ich jetzt nichts.

**Sebastian Dullien:**

Du wolltest einen Spruch mit Wirecard machen oder was war deine Idee? Ja, dass die Wohnungen so aussehen, wie die Bilanz von Wirecard oder was wolltest du sagen?

**Marco Herack:**

Ja, nein, das nicht. Aber so die BaFin hat ja in Sachen Wirecard jetzt nicht so viel Kompetenz an den Tag gelegt, wie man es vielleicht erhofft hätte und da würde ich denen jetzt auch nicht unbedingt meinen Wohnungsbau überlassen wollen. Sebastian Dullien, ich danke dir für das Gespräch.

**Sebastian Dullien:**

Danke, Marco. Bis bald.

**Marco Herack:**

Wenn ihr uns zu diesem Thema noch etwas mitteilen möchtet, dann könnt ihr das

tun, indem ihr uns auf Twitter antickert @boeckler\_de oder auch per E-Mail an systemrelevant@boeckler.de. Also so diese ganzen Hinweise, Korrekturen oder aufgeregte Schreie bitte an uns senden. Und Sebastian findet ihr als @SDullien, also Sebastian Dullien, auf Twitter. Dann danken wir euch fürs Zuhören und bis bald. Tschüss.

**Sebastian Dullien:**

Schönen Abend.