



Reiner Braun\*

## Noch lebt Schrödingers Katze

Wir befinden uns im Jahre 5 der Bergfahrt. Der Blick richtet sich talwärts und erzeugt zuweilen Höhenkoller. Vergessen scheinen die Höhen, die schon vor der letzten Talsohle erklimmen waren. Also wird heftig diskutiert, ob wir uns zu weit nach oben gewagt haben: Ist bereits ein Unwetter im Anzug, baut sich hinter dem nächsten Anstieg eines auf, oder droht zumindest eines aus der Ferne? Klar ist: Nicht jede Wolke wird zum Gewitter, und nicht jeder Preisanstieg birgt die Gefahr einer Blase. Anders als in der Meteorologie gibt es aber keine ausreichende Empirie zur Früherkennung. Die Preisblase erkennt man meist erst dann, wenn sie platzt. Besser als der Vergleich mit dem Wetter eignet sich zur Blasendiskussion daher ein Vergleich mit der Physik. Für die große Mehrheit genauso undurchschaubar wie die Immobilienmärkte liefert sie zumindest die passende Metapher zur aktuellen Lage: Schrödingers Katze.

*Schrödingers Katze entspringt einem Gedankenexperiment aus der Quantenmechanik.<sup>1</sup> Dabei befindet sich in einem geschlossenen Raum ein instabiler »Atomkern«, der innerhalb einer bestimmten Zeitspanne mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit »zerfällt«. Der Zerfall des Atomkerns wird von einem Geigerzähler detektiert. Im Falle einer Detektierung wird »Giftgas« freigesetzt, das eine im Raum befindliche Katze tötet.*

In der aktuellen Diskussion um Blasen versinnbildlichen der »Atomkern« das billige Geld, der »Zerfall« die Kreditaufnahme und das »Giftgas« die zunehmende Schuldenquote; die tote Katze steht dann für die geplatzte Blase. Denn die niedrigen Zinsen der Zentralbank erhöhen das Kreditangebot, und die schlechte Bonität der Staatsanleihen verursacht Anlagenotstand. Beides zusammen schürt die Inflationserwartung und treibt die Anleger in die (vermeintlich) sicheren Immobilienanlagen. Zum »Zerfall« kommt es aber erst, wenn auch die Kreditnachfrage steigt, Wohnimmobilien also ver-

stärkt mit Fremdkapital finanziert werden. Der entscheidende Faktor ist aber schließlich die Zunahme der Verschuldungsquote oder – um im Bild zu bleiben – die Freisetzung des »Giftgases«. Denn das Platzen einer Preisblase, also der Katze Tod, hat nur dann negative volkswirtschaftliche Auswirkungen, wenn es eine Banken- oder Wirtschaftskrise nach sich zieht. Ohne relevante Verschuldung dagegen verlieren – vereinfacht formuliert – die Immobilieninvestoren »nur« ihr Eigenkapital. Dies kann im Ergebnis volkswirtschaftlich sogar vorteilhaft sein.<sup>2</sup>

*Gemäß Quantenmechanik befindet sich der Atomkern nach Ablauf der Zeitspanne im Zustand der Überlagerung (»noch nicht zerfallen« und »bereits zerfallen«). Demnach sollte sich, wenn die Quantenphysik auch auf makroskopische Systeme anwendbar wäre, auch die Katze im Zustand der Überlagerung, also »lebendig« und »tot«, befinden. Diese Schlussfolgerung erscheint paradox, wird aber wie folgt interpretiert: Beim Öffnen des Raumes und Beobachtung (Messung) springt der Atomkern, der sich zuvor im Zustand der Überlagerung befand, in einen der möglichen Zustände. Erst bei der Messung durch einen äußeren Beobachter entscheidet sich also, ob die Katze tot oder lebendig ist. Vor der Messung kann über den Zustand der Katze nicht mehr als eine Wahrscheinlichkeitsaussage getroffen werden.*

Auch die Finanzmärkte befinden sich gewissermaßen in einem Zustand der Überlagerung. Das billige Zentralbankgeld wird vom Markt sowohl »noch nicht angenommen« als auch »bereits angenommen«. Die Geschäftsbanken nutzen es für sich, aber geben (noch) nicht alles an die Kunden weiter. Entsprechend befindet sich auch der Markt für Wohnimmobilien im Zustand »noch keine Preisübertreibung« und »bereits Übertreibung«. Das »Öffnen des Raumes« entspricht daher dem Blick in die Zukunft – dann erst wissen wir, ob sich eine Blase gebildet hat und geplatzt ist oder nicht. Bis dahin kennen wir nur eine Art Wahrscheinlichkeitsverteilung. Deren Parameter sind allerdings bekannt. So ist eine Blase umso wahrscheinlicher

- je weniger »Normalverdiener« sich eine Immobilie (noch) leisten können  
(Kaufpreise steigen schneller als die Einkommen),
- je schlechter sich Mietwohnungen durch Mieteinnahmen refinanzieren lassen  
(Kaufpreise steigen schneller als die Mieten),
- je mehr Wohnungen in spekulativer Erwartung steigen der Mieten oder Preise ohne Rücksicht auf die Nachfrage gebaut werden und
- je mehr Kredite dazu aufgenommen werden.

\* Dr. Reiner Braun ist wissenschaftlicher Mitarbeiter bei der empirica AG.

<sup>1</sup> Erwin Schrödinger, »Die gegenwärtige Situation in der Quantenmechanik«, *Naturwissenschaften*, Organ der Gesellschaft Deutscher Naturforscher und Ärzte, Bd. 23, Berlin 1935.

<sup>2</sup> Unterstellt man, dass (in der aktuellen Situation) nur diejenigen ihre Immobilie verkaufen, die anderswo eine bessere Anlagealternative mit höherer Renditechance erwarten, dann wandert der Verkaufserlös zu den »Cleveren«, die es anschließend (volkswirtschaftlich) gewinnbringender investieren.

**Tab. 1**  
**Indikatoren für Preisblasen in Deutschland insgesamt**

	2004	aktuell <sup>a)</sup>	Trend <sup>b)</sup>
Preis-Einkommensverhältnis ETW <sup>c)</sup>	4,4	4,4	- 0,1
Vervielfältiger	24,5	23,3	- 1,1
Fertigstellungen je 1 000 Einwohner	3,0	1,7	- 1,3
Anteil neue Wohnungsbaukredite am BIP in %	7,1	7,2	0,1

<sup>a)</sup> H1/2012 bzw. Fertigstellungen 2011. – <sup>b)</sup> Differenz zwischen »2004« und »aktuell«. – <sup>c)</sup> Jahresnettoeinkommen.

Quelle: empirica-Preisdatenbank (IDN Immodaten GmbH); Bundesbank.

Nur diese vier Parameter – nicht aber das Vorhandensein einer Blase – können am Markt beobachtet werden (vgl. Tab. 1). So kosten Eigentumswohnungen im bundesweiten Durchschnitt derzeit 4,4 Jahreseinkommen bzw. 23,3 Monatsmieten.<sup>3</sup> Pro Tausend Einwohner werden 1,7 Wohnungen errichtet und der Anteil neuer Wohnungsbaukredite am BIP liegt bei 7,2%. Vergleicht man dies mit den Werten des Jahres 2004, sind ETW heutzutage eher preiswerter, die Fertigstellungen geringer und das Kreditvolumen etwa gleich hoch.<sup>4</sup> Alle vier Indikatoren geben demnach keinen Anlass zur Besorgnis: Da im Jahr 2004 kein Mensch von Blasen gesprochen hat, kann man wohl auch für die Gegenwart Entwarnung geben. Die Katze lebt also mutmaßlich noch.

Auch im internationalen Maßstab scheinen die Risiken gering: So waren laut OECD die Hauspreise relativ zum BIP in den vier Jahren vor dem Crash bis 2007 in Irland (+ 2,7% p.a.) oder Spanien (+ 4,0% p.a.) ungleich stärker gestiegen als in den letzten vier Jahren bis 2011 in Deutschland (+ 0,6% p.a.). In den beiden Krisenländern wurden im Jahr 2008 pro Tausend Einwohner mehr als 17 Wohnungen neu errichtet, hierzulande im Jahre 2011 gerade einmal zwei. Und während sich im Jahr 2009 die ausstehenden Bauschulden ge-

<sup>3</sup> Dieser Vervielfältiger scheint etwas hoch, das liegt aber an der Unschärfe, die daraus resultiert, dass hier inserierte Miet- und Kaufpreise derselben Stadt, nicht aber derselben Wohnung zueinander ins Verhältnis gesetzt werden.

<sup>4</sup> Kurzfristigere Vergleiche vernachlässigen, dass die Mieten lange vor den Kaufpreisen angezogen haben.

mäß OECD-Angaben in Irland auf mehr als 70% und in Spanien auf über 60% des BIP addierten, liegt der aktuelle Vergleichswert in Deutschland bei weniger als 40%.

Richtig ist natürlich auch, dass bundesweite Mittelwerte lokale Spitzen verschleiern. Betrachten wir gewissermaßen eine Gesamtheit von Systemen (mehrere Räume mit Katzen), dann wird nach einem bestimmten Zeitintervall – nach dem Gesetz der großen Zahlen – ein Teil aller Katzen tot sein. Also werfen wir einen Blick auf die 113 kreisfreien deutschen Großstädte (vgl. Tab. 2). Derselbe Zeitvergleich wie für ganz Deutschland zeigt ebenfalls eine überwiegend fallende oder stagnierende Tendenz der Nachfrage- und Angebotsindikatoren (der Beleihungsindikator ist auf regionaler Ebene nicht verfügbar). In weniger als jeder siebten Großstadt sind die Kaufpreise schneller gestiegen als die Einkommen und nur in etwa jeder fünften sind die Kaufpreise schneller gestiegen als die Mieten oder werden heute mehr Wohnungen gebaut als vor acht Jahren.<sup>5</sup>

Aber nicht vergessen: Ein einzelner steigender Indikator erhöht nur die Wahrscheinlichkeit und ist mithin nur ein erster Hinweis für aufkommende Blasen. Zur Diagnose einer Preisblase sollten schon mehrere Indikatoren gleichzeitig ansteigen. Tatsächlich gibt es insgesamt 48 Großstädte, in denen zumindest ein Indikator ansteigt. Aber nur in acht Städten steigen zwei und in gerade mal drei Städten alle drei Indikatoren gleichzeitig an. In den restlichen 37 Städten ist es immer nur ein Indikator, der aufkommende Blasen signalisiert.

Klar, man könnte jetzt den Blick noch weiter schärfen und einzelne Stadtteile, Straßenzüge oder Gebäude unter die Lupe nehmen. Auch in Schrödingers Versuchsaufbau würden genaugenommen nicht nur zwei überlagerte Zustände entstehen, sondern aufgrund der kontinuierlichen Zerfallswahrscheinlichkeit viele, früher oder später gestorbene Kat-

<sup>5</sup> Mehr Städtedetails in den empirica-Wohnungsmarktreports im IZ-shop.de.

**Tab. 2**  
**Indikatoren für Preisblasen in Großstädten**  
Veränderungen der Indikatoren im Zeitraum 2004 bis 2012<sup>a)</sup> in den 113 kreisfreien Städten

	fällt	stagniert <sup>b)</sup>	steigt	Summe
Preis-Einkommensverhältnis ETW <sup>c)</sup>	30	68	15	113
Vervielfältiger	75	14	24	113
Fertigstellungen je 1 000 Einwohner	57	33	23	113
Preis-Einkommensverhältnis ETW <sup>c)</sup>	27%	60%	13%	100%
Vervielfältiger	66%	12%	21%	100%
Fertigstellungen je 1 000 Einwohner	50%	29%	20%	100%

<sup>a)</sup> Mieten und Preise H1/2012, Fertigstellungen 2011. – <sup>b)</sup> Veränderung des Indikators  $\pm 0,5$ . – <sup>c)</sup> Jahresnettoeinkommen.

Quelle: empirica-Preisdatenbank (IDN Immodaten GmbH).

zen. Man wird also immer eine tote Katze oder eben eine lokale Mikrolage finden, bei der alle Indikatoren auf Blasen deuten. Aber was bedeutet das? Das heißt doch weiter nichts als dass es Quartiere gibt, in denen man nicht mehr kaufen sollte. Aber muss man deswegen gleich alle Katzen für tot erklären?

### Der Katze Tod ist nicht unabwendbar

Die Zutaten für eine Blase liegen bereit. Aber anders als bei Schrödingers Gedankenexperiment können wir unserer Katze den »Atomkern« wegnehmen. Will heißen: früher oder später wird die EZB das Geld verteuern und werden die Staaten ihre Schulden reduzieren. Dann wäre der Anlagenotstand schnell beendet und (deutsche) Immobilien nicht länger der einzige sichere Hafen für deutsche, südeuropäische und andere Anleger.

Bis dahin muss alles getan werden, was den »Zerfall« verlangsamen kann. Die Halbwertszeit der Schuldenfalle wird durch allerlei politische Parameter und Verhaltensweisen der Marktakteure bestimmt. Hilfreich sind zunächst einmal die traditionell niedrigen Beleihungsausläufe und die konservative Wertermittlung der deutschen Kreditgeber. Zusammen mit der Festzinshypothek sichern sie hauptsächlich die selbst nutzenden Wohneigentümer vor einem Kreditausfall bei steigenden Zinsen und platzenden Preisblasen. Im Falle der Kapitalanleger wird ein rasanter Anstieg der Verschuldungsquote vor allem durch die Abwesenheit erhöhter Abschreibungsmöglichkeiten im deutschen Steuerrecht verhindert. Zum Wohle der Katzen sollten daher Sonderabschreibungen jeglicher Art auch künftig unterbleiben. Schließlich wirkt als globale Schuldenbremse für alle Kreditnehmer und Immobiliensegmente eine strengere Kreditvergabe als Folge höherer Eigenkapitalhinterlegung und verbesserter Bankenaufsicht (Basel III).

Als dritte Stellschraube kann auch das »Giftgas« entschärft werden. Eine steigende Verschuldung ist ungiftiger, wenn sie reale Investitionen und nicht nur monetär aufgeblähte Bestände finanziert. Derzeit aber werden private Investoren durch Mietpreisdeckel im Bestand und drohende Deckelung im Neubau gegängelt. Hinzu kommen weitere Auflagen im Rahmen städtebaulicher Verträge (Mindestquote »billiger« Wohnungen, kostenfreie Errichtung Kindergärten, Übererfüllung der EnEV). Hier gilt: Die Dosis macht das Gift. Jede zusätzliche Vorschrift verschreckt einen weiteren Investor und verhindert damit ausreichenden Neubau. Im Ergebnis nimmt die Knappheit weiter zu: Bestandspreise, Mietniveau und Blasenangst werden zusätzlich geschürt. Zusätzlicher Neubau erfordert auch mehr Bauland. Die Kommunen sagen, es sei genug da. Das ist zuweilen sogar wahr, aber es wird gehortet. Die Haltekosten unbebauter Grundstücke sind zu gering. Denen könnte eine hö-

here Grundsteuer für brachliegende oder untergenutzte Flächen auf die Sprünge helfen.

In der aktuellen Blasendiskussion wird allzu oft vergessen, dass es neben dem krisenbedingten Preisanstieg infolge der (kurzfristigen) Zusatznachfrage nach Immobilien als Wertanlage auch einen knappheitsbedingten Preisanstieg infolge der demographisch bedingten (langfristigen) Zusatznachfrage nach neuem, vor allem höherwertigem Wohnraum gibt.<sup>6</sup> Solange also Neubau durch Auflagen erschwert oder einfacher Wohnraum zulasten hochwertiger Alternativen durch (Quer-)Subventionen bevorzugt wird, solange spiegeln die steigenden Miet- und Kaufpreise vorzugsweise reale Knappheiten und weniger monetäre Blasen. Das Restrisiko monetärer Blasen wird allerdings solange bestehen wie der »Kern« des Problems, das billige Geld, nicht beseitigt ist. Daher sollte man alles tun, was den »Zerfall« verlangsamt (Kreditrestriktionen beim Bestandserwerb) und das »Giftgas« entschärft (weniger Auflagen und mehr Bauland im Neubau). Dann ist auch Schrödingers Katze noch ein langes und glückliches Leben beschert.

<sup>6</sup> Vgl. empirica paper Nr. 210 »Der große Irrtum am Wohnungsmarkt«, online verfügbar unter: <http://www.empirica-institut.de/kufa/empi210rb.pdf>.