

Anmerkungen zu den Kapitalisierungszinssätzen

Der jüngste Vorschlag über die „Verordnung über die Ermittlung der Beleihungswerte von Grundstücken nach § 16 Abs. 1 und 2 des Pfandbriefgesetzes“ beinhaltet keine wesentliche Änderung hinsichtlich der Kapitalisierungszinssätze. Die Mindestsätze sollen unverändert gelten, nur die Bandbreiten sollen fallen. Dies ist aus zwei miteinander verbundenen Gründen außerordentlich realitätsfremd:

1. Sowohl die Nominalzinsen als auch die Realzinsen sind in Deutschland und in sehr vielen anderen Volkswirtschaften stark gesunken und seit langer Zeit auf einem niedrigen Niveau. Hierin wird auch nach Ansicht der Deutschen Bundesbank eine tiefere langfristige Entwicklung gesehen.
2. Kapitalisierungszinssätze für die Ermittlung von Beleihungswerten lassen sich – wie auch andere Diskontierungszinssätze – in einen risikolosen Zinssatz und Risikoprämien zerlegen. Als Referenzgröße für den risikolosen Zinssatz wird üblicherweise die Umlaufrendite öffentlicher Anleihen mit langer Restlaufzeit herangezogen. Im Jahr 2000 lag diese Rendite bei 5,3 %, seit dem Jahr 2015 pendelt dieselbe Größe zwischen +0,5 % und -0,5 %. Bestimmungsfaktoren der Risikoprämie sind z.B. die regionalmarkt- und objektartspezifischen Liquiditäts- und Mietausfallrisiken¹. Diese Risiken haben sich vor allem in den letzten zwei Jahren je nach Objektart leicht erhöht oder leicht verringert. Richtungsgebend war aber eindeutig der risikolose Zinssatz.

Wären diese Gründe ernsthaft in Betracht gezogen worden, hätte es zumindest für einige Objektarten zu einer Reduzierung der Mindestsätze kommen müssen. Das Ausmaß der Mindestsatzreduzierung hätte davon abhängig gemacht werden müssen, von welchen Kapitalmarktzinssätzen längerfristig ausgegangen wird. Anhaltspunkte hierfür hätten die Gründe liefern können, die in den letzten Jahrzehnten zu einem Rückgang der nominalen und realen Kapitalmarktzinsen beigetragen haben:

1. Niedrigere Inflationsraten und Inflationserwartungen
Grundsätzlich muss zwischen Nominal- und Realzinsen unterschieden werden. Die Realzinsen entsprechen den inflationsbereinigten Nominalzinsen. Seit den neunziger Jahren sind sowohl die Nominal- als auch die Realzinsen dem Trend nach zurückgegangen und befinden sich heute auf einem historisch niedrigen Niveau. Der Rückgang der Nominalzinsen in den neunziger Jahren kann teilweise durch die gesunkene Inflation erklärt werden. Dies gilt aber nicht für den zeitgleichen Rückgang

¹ Der Beleihungswertermittlungsverordnung zufolge wird das Mietausfallrisiko eigentlich schon an anderer Stelle beachtet.

der Realzinsen sowie den Rückgang der Nominal- und Realzinsen in den Folgejahren, da seit Anfang des Jahrtausends die Inflation trendfrei zwischen 0 und 2 % schwankt.

2. Globaler Zinsrückgang

Es ist festzustellen, dass die nominalen und realen Zinsen nicht nur in Deutschland zurückgegangen sind, sondern weltweit. Angesichts hoch integrierter Kapitalmärkte spricht man in diesem Zusammenhang auch von einem globalen Zins. Dieser globale Zins, der die inländische Zinsentwicklung stark beeinflusst, wird durch globale Faktoren geprägt.

3. Demografischer Wandel

Nach verschiedenen Untersuchungen hat sich der Realzins verringert, weil der Anteil der Bevölkerung im sparintensiven Alter gestiegen ist. Als sparintensiv gelten die Altersjahrgänge der 40- bis 65-Jährigen. Ihr Anteil an der Gesamtbevölkerung ist in Deutschland (wie in vielen anderen Ländern) in den letzten Jahrzehnten stark gestiegen. Demgegenüber sparen die 15- bis 39-Jährigen weniger, während von den über 65-Jährigen den Untersuchungen zufolge gegenwärtig kein signifikanter Einfluss auf das Sparverhalten ausgeht.

Es ist zu erwarten, dass sich das Verhältnis von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage in den nächsten Jahren nicht wesentlich durch die Altersstruktur verändert wird. Bis zum Jahr 2040 werden die sparintensiven Altersjahrgänge der 40- bis 65-Jährigen und die nicht sparintensiven Jahrgänge der 15 bis 39-Jährigen gleichermaßen sinken, während die Altersjahrgänge der über 65-Jährigen der Personenanzahl nach deutlich steigen werden. Wenn also durch die Altersstruktur das Verhältnis von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage unverändert bleiben sollte, mithin weiterhin ein relativ großes Kapitalangebot einer relativ kleinen Kapitalnachfrage gegenübersteht, wird dies zu einer Stabilisierung des Zinssatzes auf dem derzeitigen, niedrigen Niveau beitragen.

Dr. Franz Eilers, vdpResearch
Berlin, den 4.8.2021