

# Fokus

## Volkswirtschaft

Nr. 75, 14. Oktober 2014

### Europäische Häusermärkte: Überhitzungs-sorgen berechtigt?

Autorin: Petra Ott-Laubach, Telefon 069 7431-3453, research@kfw.de

Die deutliche Ausweitung der globalen Liquidität hat die Preise an vielen Assetmärkten nach oben getrieben. Zu den präferierten Vermögensanlagen gehören dabei Wohnimmobilien. Die Warnrufe vor möglichen Überhitzungstendenzen auf diesen Märkten nehmen zu. In der nachfolgenden Betrachtung ausgewählter Wohnimmobilienmärkte wird der Frage nachgegangen, ob diese Sorgen berechtigt sind. Klar wird dabei, dass von einem einheitlichen Bild nicht die Rede sein kann. In einigen Ländern ist die Korrektur der Immobilienmärkte noch nicht abgeschlossen, in anderen gibt es bereits wieder bedenkliche Preisentwicklungen und es besteht die Notwendigkeit, korrigierend einzugreifen.

#### Häuserpreise zum Teil wieder auf Vorkrisenniveau

Die Krisen der letzten Jahre haben deutliche Spuren an den europäischen Häusermärkten hinterlassen. Die stärksten Korrekturen mussten dabei die vorherigen „Highflyer“ Irland und Spanien hinnehmen. Dort fielen die Preise bestehender Immobilien in der Spitze um mehr als 30 %. Aktuell gibt es aber klare Hoffnungszeichen für diese beiden Märkte. Die Preise am irischen Häusermarkt ziehen wieder an, auch in Spanien bahnt sich eine Stabilisierung an.

Klare Spitzenreiter, was die Preisentwicklung der letzten Jahre angeht, waren Großbritannien, Frankreich und Schweden. In diesen Ländern liegen die Preise für Wohnimmobilien derzeit annähernd auf oder sogar deutlich über dem Niveau vor Ausbruch der Finanzkrise und mehr als doppelt so hoch wie im Jahr 2000. Die Preisentwicklung in Deutschland verlief im Vergleich zum

Trend in den anderen europäischen Ländern moderat. Die Durchschnittspreise für bestehende Immobilien lagen hier zu Lande im 1. Quartal 2014 lediglich um knapp 20 % über dem Niveau des Jahres 2000. Allerdings schließt diese nicht nur für Deutschland sondern auch für die anderen Länder geltende Durchschnittsbetrachtung bedenkliche Preistrends auf regionalen Teilmärkten nicht aus.

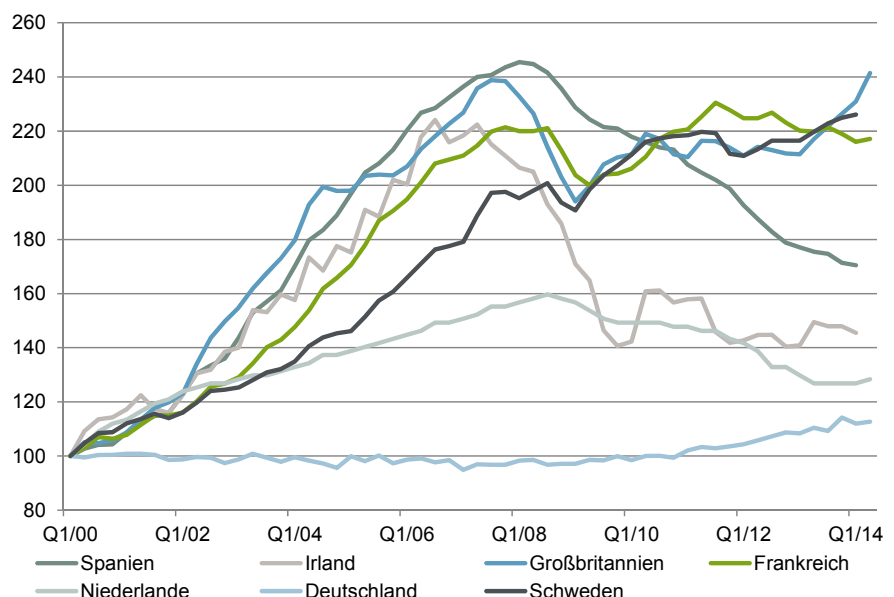
Diese sind in Deutschland vor allem in einigen großstädtischen Lagen zu beobachten. Ähnliche Entwicklungen gibt es auch in anderen Ländern exemplarisch etwa der Großraum London mit einem doppelt so hohen Preisanstieg (mehr als 20 % ggü. Vorjahr) wie auf Gesamtebene.

#### Liegen aktuell Überbewertungen vor?

Mit Blick auf die Preistrends allein lässt sich jedoch nicht beurteilen, inwieweit die Anstiege fundamental angemessen sind. Gängige Kriterien, um Über- bzw. Unterbewertungen von Wohnimmobilien zu identifizieren, sind Vergleiche der Hauspreisentwicklungen mit den langfristigen Einkommen- und Mietrends. Gemessen daran liegen gemäß den jüngsten Berechnungen der OECD (siehe Grafik 2) im europäischen Raum derzeit vor allem in den skandinavischen Ländern deutliche Überbewertungen vor. Im Fall Schwedens bewegen sich diese, bezogen auf Mieten und Einkommen, bei durchschnittlich rd. 30 %. Überbewertungen in annähernd ähnlichem Ausmaß weisen auch die britischen und französischen Wohnimmobilienmärkte auf.

Anders das Bild im vormaligen Boomland Spanien. Nach der dortigen deutlichen Korrektur befinden sich die Wohnimmobilienpreise nun fast wieder im Einklang mit der langfristigen Miet- und Einkommensentwicklung. In Irland hat sich mittlerweile eine durchschnittliche Unter-

**Grafik 1: Häuserpreise\* in ausgewählten europäischen Ländern (indexiert, 1. Quartal 2000=100)**



\*Spanien, Irland, Frankreich, Niederlande: Preise bestehender Immobilien.

Quelle: Feri, Datastream.

bewertung von über 5 % herausgebildet. Auch Deutschland reiht sich trotz der jüngsten Immobilienpreissteigerungen weiter in die Phalanx der unterbewerteten Länder ein. In Relation zu Einkommen und Mieten liegt die Unterbewertung hier zu Lande bei durchschnittlich rd. 13 %.

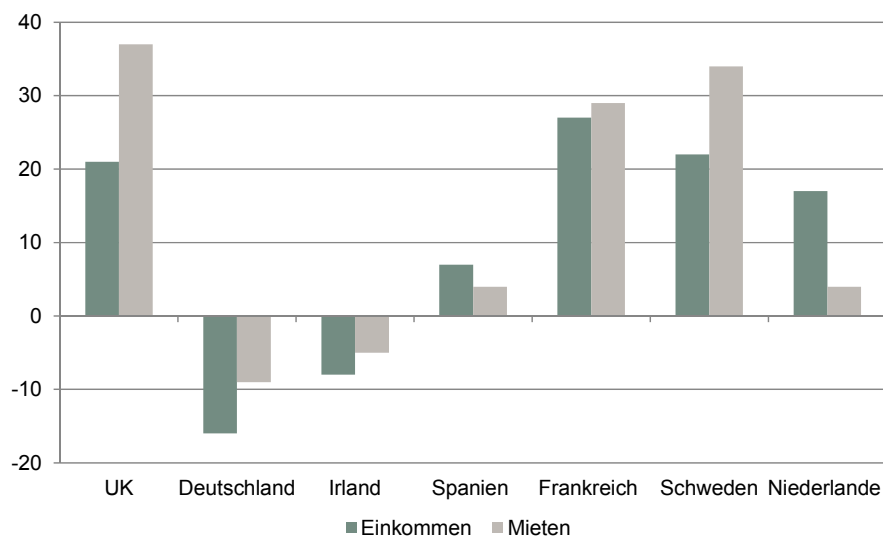
### Baugenehmigungen und -fertigstellungen weiter im Korrekturmodus

Der Einbruch der Häuserpreise und der wachsende Bestand an unverkauften Wohnimmobilien löste deutliche Anpassungsreaktionen auf der Angebotsseite aus. Die Baugenehmigungen sind insbesondere in Irland und Spanien außerordentlich stark eingebrochen – sie lagen im 1. Quartal 2014 um knapp bzw. gut 95 % unter ihren im Lauf der Jahre 2005 bzw. 2006 verzeichneten jeweiligen Quartalshöchstständen. In Spanien gab es zuletzt erste Anzeichen für eine Besserung. Auch in den anderen betrachteten Ländern – mit Ausnahme Frankreichs – liegen die Baugenehmigungen unter dem Niveau des Jahres 2000.

Nicht überraschend weisen die Baufertigstellungen einen ähnlichen Verlauf wie die Baugenehmigungen auf. Auch hier fiel, wie Grafik 3 zeigt, die Korrektur in Irland und Spanien am kräftigsten aus. In Irland hatten sich die Baufertigstellungen von 2000 bis 2006 zunächst fast verdoppelt, aktuell liegen sie nur noch bei knapp einem Sechstel und in Spanien bei knapp einem Drittel des Niveaus des Jahres 2000. Auch in Großbritannien und Deutschland unterschreiten die Baufertigstellungen das Niveau des Jahres 2000 deutlich um fast 25 bzw. rd. 50 %. Die Ausnahme bildet Schweden, wo sich die Anzahl der fertig gestellten Wohneinheiten seit 2000 mehr als verdoppelt hat.

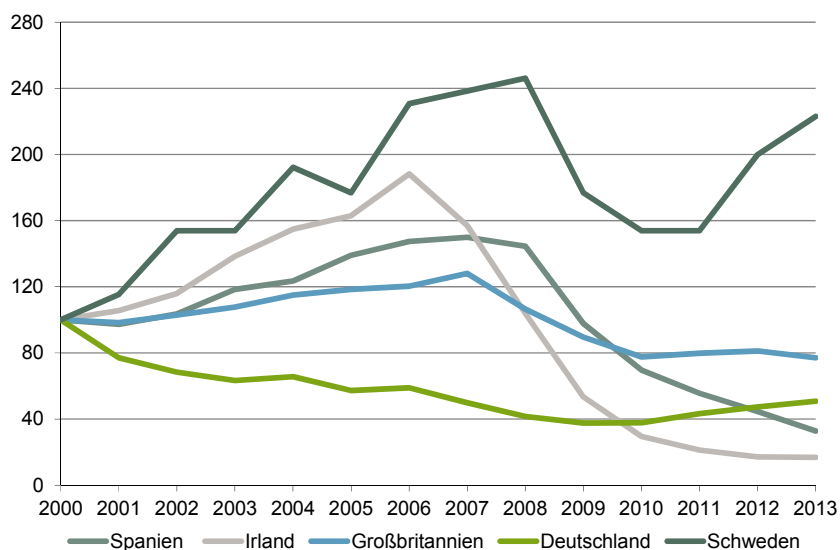
Die Bewertung dieser Entwicklungen fällt für die einzelnen Länder unterschiedlich aus: Der starke Rückgang der Baugenehmigungen und -fertigstellungen in Ländern wie Spanien und Irland war eine notwendige Entwicklung, um eine Marktbereinigung einzuleiten und damit den Boden für eine allmähliche Stabilisierung der Wohnimmobilienmärkte zu bereiten. In Ländern, die sich wie Deutschland und Großbritannien einer schon seit einiger Zeit stärker anziehenden Immobiliennachfrage gegenübersehen, ist es

**Grafik 2: Über-/Unterbewertung in Relation zum langfristigen Einkommens- und Mietrend (in Prozent)**



Quelle: OECD.

**Grafik 3: Baufertigstellungen in ausgewählten Ländern (indexiert, 1. Quartal 2000=100)**



Quelle:Feri, Datastream.

hingegen bedenklich, wenn die Angebotsausweitung so deutlich hinter dem Nachfragezuwachs her hinkt. Hier ist die Adressierung der Ursachen dieser Angebotsträgheit eine wichtige Stellschraube, um das Risiko von zukünftig exzessiven Preissteigerungen einzudämmen.

### Anteil der Bauinvestitionen am BIP in Spanien stark gesunken

Während des Immobilienmarktbooms in den Vorkrisenjahre hatte sich der Anteil der Bauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Spanien und Irland sehr stark ausgeweitet und im Jahr 2006 den

jeweiligen Höchststand von 22 bzw. knapp 14 % verzeichnet. Mit dem Ausbruch der Weltfinanzkrise begann ein schmerzhafter Schrumpfungsprozess. Infolgedessen lag die Bauinvestitionsquote im Jahr 2013 in Irland nur noch bei gut 6 % und in Spanien bei knapp 12 %. In den anderen betrachteten Ländern verlief die Entwicklung in deutlich ruhigeren Bahnen. Die Anteile der Bauinvestitionen am BIP bewegten sich dort 2013 zwischen 7,5 und 10 %: Diesbezüglich gibt es also keine Indizien für exzessive Entwicklungen.

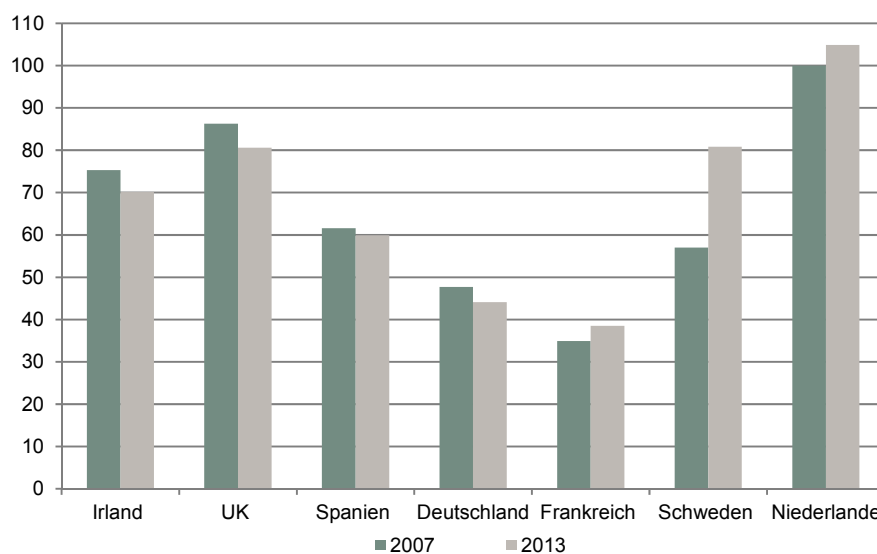
### In einigen Ländern sehr hohe Hypothekerverschuldungsquoten

Eine Begleiterscheinung des Immobilienbooms in Vorkrisenzeiten war die starke Ausweitung der Hypothekerverschuldung. Allein von Ende 2002 bis Ende 2006 hatte sich das ausstehende Hypothekarkreditvolumen in Irland fast verdreifacht und in Spanien mehr als verdoppelt. Die hieraus resultierenden negativen Folgen für die Privathaushalte und den Finanzsektor sind bekannt und gebieten es, im aktuellen Umfeld auch ein kritisches Auge auf die Entwicklung der Verschuldungsquoten zu werfen. In Relation zum nominalen BIP war die Hypothekerverschuldung in den Niederlanden 2013 mit 107 % am höchsten. Hierin spiegelt sich, dass in den Niederlanden die Fremdfinanzierung von Immobilien aufgrund eines uneingeschränkten Schuldzinsabzugs steuerlich lange Zeit sehr attraktiv war. Erst in den letzten Jahren wurde dem gegengesteuert. Verschuldungsquoten jenseits der 70 %-Marke weisen auch Schweden, Großbritannien und Irland auf, während Deutschland und Frankreich mit einer Quote von lediglich knapp über bzw. knapp unter 40 % unter ferner liefen und damit im unkritischen Bereich rangieren. Während in einigen Ländern zwischen 2007 und 2013 ein – allerdings begrenzter – Abbau der Verschuldungsquoten zu beobachten war, ist vor allem die sehr dynamische Ausweitung der Hypothekerverschuldung in Schweden auffällig.

### Niedrigzinsumfeld gibt weiter Rückenwind

Mit dem Niedrigzinsumfeld wird auch zukünftig ein maßgeblicher Motor für Preissteigerungen am Immobilienmarkt erhalten bleiben. Darüber hinaus werden Immobilien auch weiterhin vom Mangel an attraktiven Anlagealternativen profitieren und somit ein bevorzugtes Investment von Privathaushalten aber auch von internationalen Investoren bleiben. Diese Antriebskräfte werden aber nur in einem soliden gesamtwirtschaftlichen Umfeld ihre volle Wirkung entfalten. Von den betrachteten Ländern können damit aktuell Großbritannien, Deutschland und Schweden aufwarten. Weitere Preissteigerungen sind somit auf diesen Märkten programmiert. Die schon seit einigen Quartalen zu beobachtende Konsolidie-

**Grafik 4: Ausstehende Hypothekerverbindlichkeiten in ausgewählten europäischen Ländern (in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts)**



Quelle: European Mortgage Federation, eigene Berechnungen.

rungsphase am Immobilienmarkt in Frankreich dürfte sich inmitten gedämpfter gesamtwirtschaftlicher Perspektiven hingegen noch stärker ausprägen, während sich die in den letzten Jahren unter deutlichen Preiskorrekturen leidenden Länder Niederlande und Spanien dank verbesserter Wachstumsperspektiven Hoffnung machen können, dass sich ihre Immobilienmärkte allmählich wieder erholen. Irland scheint die Trendwende schon geschafft zu haben. Vor allem im Raum Dublin zogen die Preise zuletzt um mehr als 20 % an, der Gesamtmarkt bewegt sich aber noch in deutlich ruhigerem Fahrwasser und die Vorkrisenpreinsniveaus sind noch in weiter Ferne. Anders die Situation in Großbritannien und – stellvertretend für die skandinavischen Länder – in Schweden. Für diese Märkte gilt, dass sie bereits jetzt in Relation zu den langfristigen Einkommen- und Mietrends durch hohe Überwertungen und eine hohe sowie im Fall Schwedens dynamisch wachsende Hypothekerverschuldung gekennzeichnet sind. In Großbritannien verschärfen zudem fragwürdige Programme der Regierung zur Stimulierung der Nachfrage und ein restriktives Bauplanungsrecht bestehende Angebotsengpässe. Im Vergleich dazu gibt die Entwicklung in Deutschland keinen Grund für überbordende Besorgnis. Sowohl mit Blick auf die Bewertungs- als auch auf die Finanzierungsseite gibt es keine Hinweise auf Exzesse: Zumindest

auf Gesamtebene stehen die Ampeln hier zu Lande somit weiter auf grün.

### Ausblick

Die vorangegangene Analyse zeigt, dass von einem einheitlichen europäischen Häusermarkt nicht die Rede sein kann. Wir haben es mit einer sehr heterogenen Entwicklung nicht nur im Quervergleich der einzelnen Länder sondern auch innerhalb dieser Länder zu tun. Dies gilt in verschärftem Maß für die Eurozone mit ihren in den einzelnen Mitgliedsländern stark divergierenden ökonomischen Gegebenheiten. Vor diesem Hintergrund ist die Zinspolitik ein zu grobes Instrument, um im Immobilienmarkt korrigierend einzugreifen. Zudem fürchten die Notenbanken angesichts eines weiterhin eher fragilen Wirtschaftsumfelds zu recht, dass Zinsanhebungen auch andere negative Begleiterscheinungen haben könnten – wie eine unerwünschte Dämpfung der Wirtschaftsaktivität in anderen Sektoren bzw. eine deutliche Aufwertung der eigenen Währung. Um die Herausbildung von Hauspreisblasen zu unterbinden, erscheint es deshalb als der zielgerichtetere Weg, frühzeitig zu anderen, direkt am Immobilienmarkt ansetzenden Instrumenten zu greifen. In Europa spielt in dieser Hinsicht aktuell Großbritannien eine Vorreiterrolle. Dort wurden erste, allerdings noch unverbindliche makroprudenzielle Maßnahmen ergriffen: Die britischen Banken wurden

angewiesen, die Vergabe von Hypothekarkrediten mit besonders hohem „Leverage“ zukünftig zu beschränken und zu prüfen, ob potenzielle Kunden ihre Darlehen auch unter Annahme eines deutlichen Zinsanstiegs bedienen können. Allerdings sind Maßnahmen, die an der Finanzierungsseite ansetzen, nur ei-

ne der Stellschrauben, an denen gedreht werden muss. Zugleich müssen auch Lösungen dafür gefunden werden, wie mit Angebotsengpässen umgegangen werden kann. Eine große Herausforderung ist dabei, dass sich die hohe Immobiliennachfrage besonders auf einige großstädtische Boomregionen konzen-

triert. Eine Ausweitung der Bautätigkeit wird helfen, aber es ist unrealistisch zu erwarten, dass dadurch die Nachfrage gerade in den hoch begehrten städtischen Teilmärkten in vollem Umfang befriedigt werden kann. ■