

KfW-Research.

Nr. 9, September 2003

MakroScope.

Droht eine nachhaltige Korrektur an den Immobilienmärkten?

## Droht eine nachhaltige Korrektur an den Immobilienmärkten ?

*Die in vielen Ländern boomende Immobiliennachfrage gibt zunehmend Anlass zur Besorgnis. Denn im Falle einer nachhaltigen Marktkorrektur wäre aufgrund negativer Vermögenseffekte mit gesamtwirtschaftlichen Wachstumseinbußen zu rechnen. Nachfolgend soll deshalb näher beleuchtet werden, inwieweit es Indizien für Überbewertungen an den Immobilienmärkten, speziell an den Märkten für private Eigenheime, gibt. Aufgrund der großen Bedeutung der USA für die Weltwirtschaft liegt dabei das Hauptaugenmerk auf den US-Entwicklungen.*

- **Warum sind Immobilienpreise so wichtig?**

Immobilien stellen für die weit überwiegende Zahl der privaten Haushalte die wichtigste Vermögensanlage dar. Ihr Anteil am Gesamtvermögen der privaten Haushalte liegt in den USA mit rd. 30% zwar niedriger als in Europa mit 40-60%, aber selbst in den USA ist der bei einem Durchschnittshaushalt auf Immobilien entfallende Teil des Vermögens mehr als fünfmal so groß wie die Mittelanlage in Aktien. Gerade der US-Immobilienmarkt hatte in den letzten beiden Jahren eine wichtige konjunkturstützende Funktion. Denn neben der expansiven Geld- und Fiskalpolitik war es maßgeblich den durch den Immobilienboom bedingten positiven Vermögenseffekten zu verdanken, dass die Konsumnachfrage in den USA auch in Zeiten der Aktienmarktbaissse und der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsschwäche robust blieb. Im Falle einer nachhaltigen Marktkorrektur wären somit erhebliche negative Folgewirkungen auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum zu befürchten.

Diese Einschätzung wird durch eine empirische Analyse des IWF untermauert, bei der Boomphasen und starke Einbrüche an Aktien- und Eigenheimmärkten in den Industrieländern untersucht wurden.<sup>(1)</sup> Danach fielen die kumulierten Kursverluste an den Aktienmärkten mit **durchschnittlich** rd. 45% zwar stärker aus als die Preisrückgänge bei Eigenheimen (**durchschnittlich** rd. 30%). Letztere zogen aber BIP-Verluste nach sich, die im **Durchschnitt** doppelt so hoch ausfielen (kumuliert rd. 8%; gemessen an dem Niveau, dass sich bei Fortsetzung des in den letzten drei Jahren vor dem Markteinbruch verzeichneten Wachstumstrends ergeben hätte), und die Korrekturphasen dauerten mit rd. 4 Jahren erheblich länger wie im Falle von Aktienmarktcrashes (rd. 2,5 Jahre).

---

(1) Quelle: IWF, World Economic Outlook, April 2003; der IWF-Analyse lag die Aktienmarktentwicklung in 19 Ländern im Zeitraum 1959 bis 2002 und die Entwicklung der Eigenheimmärkte in 14 Ländern im Zeitraum 1970 bis 2002 zugrunde. Als starker Markteinbruch wurden Preisrückgänge bei Aktien in Höhe von mindestens 37% und bei Eigenheimen von mehr als 14% eingestuft. Insgesamt kam es im Betrachtungszeitraum in den untersuchten Ländern zu 20 starken Markteinbrüchen im Immobilienbereich. Dabei liegt die Wahrscheinlichkeit dafür, dass einem Nachfrageboom an den Eigenheimmärkten ein Crash folgt, bei 40%.

Ein wesentlicher Grund für diese größeren gesamtwirtschaftlichen Folgewirkungen ist darin zu sehen, dass der Immobilienerwerb zu einem Großteil über Fremdkapital finanziert wird, so dass im Falle einer kräftigen Preiskorrektur auch die Banken bzw. die großen Hypothekarinstitute stärker in Mitleidenschaft gezogen werden.

- **Die Ursachen des Nachfragebooms.....**

Immobilienmärkte sind durch ein **kurzfristig** limitiertes Angebot charakterisiert. Dem stand in den letzten Jahren eine aus verschiedenen Quellen gespeiste stark zunehmende Nachfrage gegenüber. So wirkten in einigen Ländern reale Faktoren wie ein durch Immigration verstärktes Bevölkerungswachstum (vor allem in Irland aber auch in Spanien und den USA) sowie eine stärkere Tendenz hin zu kleineren Haushaltsgrößen nachfragestützend. Darüber hinaus erhöhten die starken Wertverluste an den Aktienmärkten die Attraktivität von Mittelanlagen in Immobilien, wobei den Immobilien ihr Ruf als sicheres Investment und ihre in vielen Ländern begünstigte steuerliche Behandlung zugute kam. Die **entscheidende** Triebfeder des Immobilienbooms war jedoch das außerordentlich günstige Zinsumfeld. In den meisten Ländern sanken die Hypothekarzinsen auf langjährige Tiefststände; einige vormalige Hochzinsländer der EWU-Zone profitierten zudem noch von dem strukturellen Sondereffekt der EWU- bedingten Konvergenz der Zinsen auf ein für sie **permanent** niedrigeres Niveau. So sind die realen Kosten eines Hypothekardarlehens gerade in den Ländern, die in den letzten Jahren die stärksten Immobilienpreissteigerungen verzeichneten, am kräftigsten gesunken (um mehr als 50% in Spanien und Irland und mehr als 40% in den Niederlanden).

- **..... und seine Auswirkungen**

Dieses außerordentlich günstige Zinsumfeld wirkte sich über verschiedene Kanäle auf die Nachfrage aus. So wurden Immobilien für neue Käuferschichten, nämlich Haushalte mit niedrigeren Einkommen, erschwinglich, während viele Altbesitzer den gestiegenen Wert ihrer Immobilien zum Verkauf und zum Kauf höherwertiger Objekte nutzten oder die Darlehenssumme erhöhten und sich einen Teil des Differenzbetrages ausbezahlen ließen („Cash-out“). Die daraus resultierenden positiven Vermögenseffekte trugen in den angelsächsischen Ländern wesentlich dazu bei, dass die Konsumnachfrage trotz rückläufiger Beschäftigung und massiver Aktienmarktverluste mit weiteren soliden Zuwächsen aufwarten konnte. So lag nach Schätzungen von DB Research<sup>(2)</sup> allein in den USA die Summe der „Cash-outs“ im Jahr 2002 bei 170 Mrd. US\$ oder rd. 1,6% des BIP.

Die Kehrseite der regen Inanspruchnahme von Hypothekarkrediten war ein deutlicher Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte. In einigen Ländern hat diese sich in der letzten Dekade annähernd (Spanien und die Niederlande) oder sogar mehr als verdoppelt (Australien).

---

(2) Quelle: Deutsche Bank, US Economics Weekly, April 25, 2003.

Auch in den USA weitete sich die Verschuldungsquote in Relation zum verfügbaren Einkommen deutlich aus. Sie lag zuletzt bei rd. 110% (zum Vergleich: Großbritannien: 120%, Australien: 130%; Deutschland: 74% (2001)). Ein weiteres Charakteristikum des Immobilienbooms ist die Anhebung der Beleihungssummen. In rd. einem Fünftel der Fälle lag diese in den USA im Jahr 2002 bei rd. 90% des Kaufpreises der Immobilien, während in den Niederlanden Beleihungssummen von 110% keine Seltenheit mehr sind.

In diesem Umfeld zogen die Preise deutlich an. Dies zeigt eine Erhebung des Economist<sup>(3)</sup> zur internationalen Entwicklung der Eigenheimpreise. Danach sind diese in realer Rechnung seit Mitte der neunziger Jahre vor allem in Irland (+152%), Großbritannien (+89%), den Niederlanden (+83%) und Spanien (+58%) stark angestiegen. Eine Ausnahme bildeten – nicht überraschend – Deutschland und Japan, die eine negative Preisentwicklung aufwiesen. Die USA kam im Betrachtungszeitraum auf einen Preisanstieg von 27%. Diese auf den ersten Blick moderate Entwicklung

Entwicklung der Häuserpreise				
nationaler Durchschnitt; in % gg. Vorjahr				
	1995-2002		2002	
	nominal	real	nominal	real
USA	51	27	6,9	4,6
Großbritannien	125	89	24,9	21,8
Spanien	95	58	17,4	13,0
Irland	219	152	11,1	6,0
Frankreich	45	31	9,3	6,9
Niederlande	121	83	4,5	1,4
Australien	83	53	18,4	15,0
Deutschland	-5	-13	-3,3	-4,4
Japan	-20	-19	-4,7	-4,2

Quelle: Economist

ist jedoch gleichbedeutend mit der höchsten jemals in einer solchen Zeitspanne in den USA registrierten Zunahme. Zudem verbirgt sich hinter dieser Durchschnittszahl eine stark divergierende Entwicklung auf den regionalen Teilmärkten, denn in einigen US-Metropolen haben sich die Häuserpreise erheblich stärker erhöht als im nationalen Durchschnitt.

- **Deutliche Abkoppelung von Einkommens- und Mietentwicklung**

Preisdaten allein sagen jedoch nichts über mögliche Marktübertreibungen aus. Denn ob das Preisniveau angemessen sind, hängt maßgeblich von der Zins- und Einkommensentwicklung und dem Trend der Mieten ab. So entlasten die derzeit niedrigen Zinsen die privaten Haushalte beim Schuldendienst. In den USA lag die Schuldendienstquote in Relation zum verfügbaren Einkommen Ende 2002 bei rd. 14%, was eine leichte Rückbildung gegenüber dem zuvor verzeichneten Stand von 14,5% bedeutete. Sie liegt damit aber immer noch auf hohem Niveau, denn Werte von mehr als 14% wurden in den letzten vierzig Jahren nur einmal nämlich Ende der achtziger Jahre auf dem Höhepunkt des damaligen Immobilienbooms registriert.

Auch die Entwicklung der Relation der Eigenheimpreise zu dem durchschnittlich verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte, die ein wichtiges Indiz für die Erschwinglichkeit von Häusern darstellt, gibt Anlass zur Besorgnis. An den Einkommen gemessen liegen die Eigenheimpreise nämlich in Spanien und den Niederlanden um rd. 50%, in Irland um rd. 40%

(3) Quelle: *The Economist, Close to bursting, A survey of property, May 31, 2003.*

und in Großbritannien um mehr als 30% über ihrem langfristigen Durchschnitt der Jahre 1975 bis 2002. Dabei wurden die in der Betrachtungsperiode zuvor verzeichneten Höchstwerte im Falle Großbritanniens wieder annähernd erreicht im Falle Spaniens, Irlands und der Niederlande hingegen deutlich überschritten. Auch wenn strukturelle Faktoren wie die bereits genannte Konvergenz der Zinssätze in der EWU-Zone auf ein dauerhaft niedrigeres Niveau höhere Immobilienpreise als zuvor rechtfertigen, erscheinen Größenordnungen von 40-50% über dem langfristigen Durchschnitt überzogen. Für die USA indiziert diese Maßzahl ebenfalls eine – allerdings moderatere – Überschreitung des langfristigen Durchschnitts um 5%. Auch dies ist gleichbedeutend mit dem höchsten in der Betrachtungsperiode jemals verzeichneten Wert.

Da der Preis des Vermögensgutes Immobilie auf längere Sicht in Relation zu den damit zu erzielenden Erträgen stehen sollte, ist ein Blick auf die Mieten, also die tatsächlichen Mieteinnahmen bzw. die fiktiven Mieteinsparungen der Eigenheimbesitzer, unerlässlich. Dabei zeigt sich, dass der Anstieg der Eigenheimpreise nicht durch stark anziehende Mieten erklärt werden kann. Bezogen auf die im Verbraucherpreisindex erfasste Mietkostenkomponente liegen die Eigenheimpreise nämlich derzeit in Großbritannien, Australien und den Niederlanden um mindestens 30% und in den USA um etwa 16% über ihrem Durchschnittswert der Jahre 1975-2002. Das die Preise für Eigenheime derzeit nicht von der Nachfrage nach Mietobjekten angeheizt werden, ist auch daran abzulesen, dass die Mieten in einigen US-Metropolen bereits rückläufig sind und dass die Leerstandsquote in den USA im 1.Quartal 2003 mit 9,5% den höchsten Stand seit 1959 erreichte.

- **Ausblick**

Per Saldo sind somit Risiken für eine nachhaltige Marktkorrektur an den Märkten für private Eigenheime nicht zu leugnen. Dies gilt vor allem für einige europäische Länder, während in den USA Überbewertungen weniger im nationalen Maßstab sondern vor allem auf wichtigen lokalen Teilmärkten existieren.

Zwar sind ähnlich starke Preisrückgänge wie in den letzten drei Jahren an den Aktienmärkten nicht zu befürchten, da vor allem die hohen Transaktionskosten von Immobilienkäufen und –verkäufen und die Tatsache, dass Eigenheime einen realen Nutzwert für die privaten Haushalte haben, eine erheblich geringere Marktliquidität bedingen. Allerdings schließt dies, wie auch die empirische Studie des IWF zeigt, deutliche Preiskorrekturen keineswegs aus. Niedrige Zinsen sind in diesem Kontext ein zweischneidiges Schwert: Zwar reduzieren sie kurzfristig die Risiken für eine kräftige Marktkorrektur, sie implizieren aber zugleich, dass sich die Marktexzesse noch stärker ausprägen und dass deren Bereinigung nur in die Zukunft verschoben wird.

In einem sich positiv entwickelnden mit steigenden Inflationsraten und Einkommen einhergehenden gesamtwirtschaftlichen Umfeld können Überbewertungen an den

Immobilienmärkten auch über stagnierende bzw. über einen längeren Zeitraum nur moderat zunehmende Preise für Eigenheime abgebaut werden. Dieser Marktberäinigungsprozess dauert jedoch in einem Umfeld, dass wie derzeit durch niedrige Wachstums- und Inflationsraten geprägt ist, länger, was die Gefahr einer abrupteren Marktkorrektur erhöht.

Dabei könnte der an den Rentenmärkten in den letzten Wochen eingetretene deutliche **Zinsanstieg**, vor allem wenn er sich noch weiter fortsetzt, zum Katalysator für eine stärkere Marktberäinigung werden, ähnlich wie zuvor der **Zinsrückgang** den Immobilienboom angeheizt hat. Anzeichen für eine Abkühlung der Immobiliennachfrage gibt es bereits u.a. in Großbritannien und einigen US-Metropolen.

Abgeschlossen: 26. August 2003

Ansprechpartnerin: Petra Ott-Laubach (069) 7431 - 3453