



# Wenige Krisenherde im Häusermarkt der Eurozone

22. Mai 2017

Autor  
Jochen Möbert  
+49(69)910-31727  
jochen.moebert@db.com

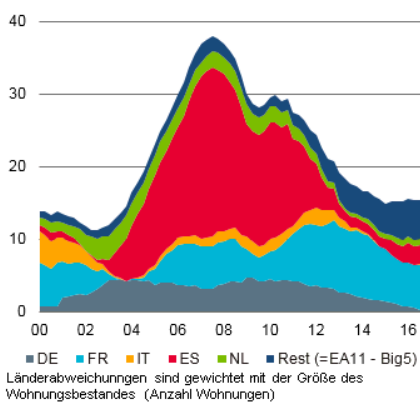
www.dbresearch.de

Deutsche Bank Research Management  
Stefan Schneider

Der Wohnimmobilienmarkt der Eurozone hat seine massiven Überbewertungen, gemessen am Verhältnis Preise zu Einkommen der Jahre 2007 und 2008, abgebaut. Aktuell liegen nur noch in wenigen kleineren Ländern Überbewertungen vor. Dies dürfte sich gegen Ende des Jahrzehntes wieder ändern, wenn die Hauspreisdynamik in Deutschland wie erwartet hoch bleibt.

## Europäischer Häusermarkt: Preis-zu-Einkommens Verhältnis

RMSE, Abweichung vom historischen Mittel  
(langfristiger Durchschnitt = 100)



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

## Geringe Fehlbewertungen in der Eurozone

Der Häusermarkt in der Eurozone hat seine massiven Überbewertungen der Jahre 2007 und 2008 fast vollständig abgebaut. Trotz umfangreicher Anleihekäufe und Nullzinsen in den letzten beiden Jahren gab es keine zusätzlichen Fehlbewertungen. Neben der gedämpften Wirtschaftsdynamik dürfte das makroprudentielle Regelwerk und die strengere Bankenregulierung eine verhaltene Kreditdynamik bewirkt und damit erneute Preisblasen vermieden haben. Weiterhin sind die Regierungen der Eurozone aufgrund der makroökonomischen Koordinierung angehalten, hohe Immobilienpreise zu verhindern. Exorbitante Steueranreize beim Hauskauf wurden graduell reduziert. Alle Maßnahmen zusammen haben den Preisauftrieb erheblich gedämpft.

## Große Euroländer haben massive Fehlbewertungen abgebaut

Die hohen Überbewertungen in Spanien sind in den letzten Jahren komplett abgebaut worden. So fielen von 2008 bis 2013 die Hauspreise um fast 40% und erholten sich im Anschluss wieder leicht. Auch in Italien fielen von 2008 bis heute die Preise nahezu stetig und um insgesamt 20%, was geringfügige Überbewertungen relativ zum verfügbaren Einkommen beseitigte. Unter den großen Euroländern haben sich die Überbewertungen in Frankreich am wenigsten abgebaut. Aufgrund seitwärts laufender Hauspreise und der geringen Einkommensanstiege bestehen die Überbewertungen fort. Da die Einkommen auch in den kommenden Jahren eher verhalten wachsen dürften, ist ein „Herauswachsen“ bestenfalls in der sehr langen Frist möglich. Seit der Euroeinführung ist die private Verschuldung auf fast 60% gemessen am BIP kräftig gestiegen. Damit schrumpft der zusätzliche Schuldenspielraum für viele französische Haushalte zusehends. Das Risiko fallender Preise bleibt daher zumindest relativ zu den anderen großen Ländern hoch.



## Wenige Krisenherde im Häusermarkt der Eurozone

---

### Deutsche Wohnungen noch fair bewertet

Basierend auf den OECD-Erschwinglichkeitsindizes ist der deutsche Wohnimmobilienmarkt aktuell fair bewertet. Denn die Preisanstiege um rund 50% seit dem Jahr 2009 haben die Unterbewertungen im deutschen Häusermarkt aufgrund der ebenfalls verbesserten Einkommen lediglich beseitigt. Erst am aktuellen Rand steigen die deutschen Hauspreise gemessen an den verfügbaren Einkommen über ihre historischen Durchschnitte. Überbewertungen scheinen angesichts der Knappheit an Wohnraum und einiger fehlgeleiteter wohnpolitischer Eingriffe unvermeidbar. Zudem dürften in den nächsten Jahren sowohl der Zuzug als auch die Kapitalflüsse nach Deutschland anhalten und die Nachfrage- und Preisdynamik befeuern. Daher erwarten wir, dass Deutschland am Ende des Jahrzehntes die höchsten Fehlbewertungen innerhalb der Eurozone aufweist.

### Österreich und Belgien mit deutlichen Überbewertungen

In Österreich und Belgien verdoppelten sich die Preise seit dem Jahr 2000 und damit deutlich dynamischer als die Einkommen, wodurch das Verhältnis von Preisen zu Einkommen neue Allzeithochs erreichte. Die EZB bewertet in ihrem jüngsten Finanzstabilitätsbericht beide Märkte als überbewertet. Sie betont zudem das hohe Risiko einer sich gegenseitig verstärkenden Preis- und Kreditdynamik. Nationale Regulierer versuchen über eine konservative Neukreditvergabe die Kosten für Banken und die Volkswirtschaft insgesamt bei Preisrückgängen zu begrenzen. Angesichts der hohen Überbewertungen können schon kleine Zinsanstiege, womöglich mit der von uns erwarteten Beendigung der EZB-Anleihekäufe im Jahr 2018, eine Preiskorrektur auszulösen.

### Auch finnischer und niederländischer Häusermarkt werden von der EZB kritisch beäugt

Laut EZB bestehen auch in Finnland und den Niederlanden Ungleichgewichte aufgrund der hohen Schulden der privaten Haushalte. Gerade die Niederländer stechen hier mit einer Verschuldungsquote von 110% relativ zum BIP heraus, die auf exorbitante Steueranreize zurückzuführen ist. Folglich können Preisrückgänge besonders große Verwerfungen bewirken, wie der 20%ige Preisverfall und die besonders lange Rezession von 2011 bis 2013 verdeutlichten. Eine kritische Entwicklung der Schuldendynamik ist auch in Finnland zu beobachten. Seit der Euroeinführung verdoppelten sich die Schulden der privaten Haushalte auf fast 70%. Zudem ist das geringe Mietwachstum ein Warnsignal. In beiden Ländern dürfte das Potenzial für kräftige Preissteigerungen daher begrenzt sein, wenngleich aktuell die Preisdynamik in den Niederlanden besonders kräftig ist. Andernfalls drohen dann anschließend umso heftigere Preiskorrekturen.



## Wenige Krisenherde im Häusermarkt der Eurozone

---

### Fair bewertete ehemalige Krisenländer: Irland, Portugal und Griechenland

In Irland kollabierten die Preise ähnlich stark wie in Spanien, wodurch sie am Tiefpunkt im Jahr 2013 stark unterbewertet waren. Diese Unterbewertung wurde dank eines Preisanstiegs um mehr als 30% wieder wettgemacht. Heute liegt das Verhältnis von Preisen zu Einkommen auf historischen Durchschnittswerten und signalisiert dank starker Wirtschaftsdynamik relativ gute Ertragschancen. In Portugal sind die Hauspreise gemessen am Einkommen günstig. Ein Anziehen der Kreditdynamik dürfte ausbleiben, da die Verschuldung der privaten Haushalte, wenngleich rückläufig, mit rund 75% relativ zum BIP weiterhin hoch ist. Zudem bleibt der langfristige Wirtschaftsausblick, trotz Konjunkturbelebungsmaßnahmen, gedämpft. Eine geringe Produktivitätszunahme und eine herausfordernde Demografie - hohe Emigration und eine schnell alternde Gesellschaft – begrenzt das Einkommens- und Preispotenzial. Der Ausblick auf den griechischen Häusermarkt bleibt wie der Wachstumsausblick insgesamt verhalten. Seit dem Jahr 2007 fallen die Preise deutlich kräftiger als die Einkommen, wodurch das Preisverhältnis relativ zu den Einkommen unter die historischen Durchschnitte fiel. Wenngleich aktuell eine Bodenbildung der Preise stattfindet, dürfte es ohne eine kräftige Konjunkturbelebungsmaßnahmen zu keinem Preisanstieg kommen.

### Fazit: Österreich und Belgien mit hohen Überbewertungen, perspektivisch Deutschland

Die seit zehn Jahren bestehenden Fehlbewertungen im Häusermarkt der Eurozone sind größtenteils abgebaut. Lediglich kleinere Länder, in erster Linie Österreich und Belgien, stellen eine Ausnahme dar. Zudem dürften Preisschocks dank verbesserter Regulierung heute einen geringeren systemischen und gesamtwirtschaftlichen Schaden anrichten als vor den Krisenjahren. Allerdings dürften sich bis zum Ende des Jahrzehntes erhebliche Überbewertungen in Deutschland, dem größten Häusermarkt der Eurozone, aufbauen. Hohe Überbewertungen scheinen dort angesichts des Nachfrageüberhangs von rund 1 Millionen Wohnungen unausweichlich. Banken und Regulierer könnten also bald vor neuen Herausforderungen stehen.

Fußnote: Um die Höhe von Hauspreisen strukturell bewerten zu können, ist insbesondere der Quotient von Hauspreisen zu verfügbarem Einkommen (Erschwinglichkeit) ein zentrales Maß. Der historische Mittelwert kann als fairer Preis für jedes Land interpretiert werden und wird von der OECD auf 100 normiert. Die OECD berechnet diesen Index für die größten elf Länder der Eurozone. Basierend auf den nationalen Fehlbewertungen und gewichtet mit der Anzahl der Wohnungen berechnen wir den Beitrag der einzelnen Länder zu dem Risikoprofil in der Eurozone.

Präsentation [Wenige Krisenherde im Häusermarkt der Eurozone - Appendix zum Kommentar von Deutsche Bank Research](#)



## Wenige Krisenherde im Häusermarkt der Eurozone

---

© Copyright 2017. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.