

Überblick

Die Deka-Hauspreisampel – Identifizierung spekulativer Überbewertungen an Wohnimmobilienmärkten

In deutschen Großstädten steigen die Immobilienpreise wieder merklich an und vielerorts wird die bange Frage gestellt, ob wir auf eine Hauspreisblase zusteuern. Nahrung bekommt diese Sorge durch die lang anhaltende Phase außergewöhnlich niedriger Zinsen. Angesichts der gelpatzten Hauspreisblasen in den USA, in Großbritannien, Irland oder Spanien und den sich anschließenden wirtschaftlichen Krisen ist diese Sorge verständlich.

Um diese Gefahren für Deutschland und andere Länder besser einschätzen zu können, aber auch um feststellen zu können, ob die Preiskorrekturen an überhitzten Wohnimmobilienmärkten abgeschlossen sind, haben wir die Deka-Hauspreisampel entwickelt. Sie gab rückblickend in einer sehr großen Zahl spekulativer Übertreibungen rechtzeitig Warnsignale.

Für Deutschland in der Gesamtheit gibt die Hauspreisampel bislang noch Entwarnung. Eine tiefergehende Analyse von Großstädten ist aufgrund der mangelhaften Datenverfügbarkeit leider nicht möglich.

Autor

Dr. Andreas Scheuerle
Tel.: (069) 71 47 – 2736
Andreas.Scheuerle@deka.de

Disclaimer: Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine (Rechts- und / oder Steuer) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die Darstellungen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse / Preise genannt sein, sind diese freilebend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse / Preise.

Blasen auf Wohnimmobilienmärkten

Geplatzte Immobilienpreisblasen waren der Auslöser für die 2007/08 begonnene globale Finanzkrise und für die anschließenden Schuldenkrisen in Spanien oder Irland. Immobilienmärkte können also einen großen Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung haben. Sowohl aus der Sicht des Prognostikers als auch aus der eines Investors ist es daher hilfreich, die Immobilienmärkte im Auge zu haben. Speziell hierzulande hat die nun schon mehrere Jahre andauernde Niedrigzinsphase die Nachfrage nach Wohnimmobilien angefacht. In der jüngeren Vergangenheit hat es mehrere Untersuchungen zur Frage gegeben, ob sich bereits Preisblasen auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt gebildet haben. Vor diesem Hintergrund liefern wir im Folgenden einen Ansatz entwickelt, um für insgesamt 19 Länder laufend eine gute, gesunde Marktentwicklung von einer blasenhaften Übertreibung unterscheiden zu können.

Was sind spekulative Blasen? Ökonomen streiten sich schon bei der Frage, ob es sie überhaupt gibt, wie die beiden Nobelpreisträger des vergangenen Jahres unter Beweis stellen. Eugene Fama, der Vater des Gedankens rationaler Finanzmärkte, verneint schlichtweg die Existenz von Blasen. Sein Mitpreisträger Robert Shiller hingegen wurde mit seiner Warnung vor einer kommenden und der schließlich auch geplatzten Immobilienpreisblase in den USA berühmt. Blasen werden allgemein als ein deutliches und langanhaltendes Abweichen des Preises eines Anlagegutes von seinem fundamental gerechtfertigten Wert definiert. Und hier beginnen die Probleme, denn der fundamental gerechtfertigte Preis lässt sich nicht beobachten, sondern nur anhand von anderen Vergleichsmaßstäben ableiten. Damit gibt es keinen einheitlichen Vergleichswert zur Diagnose von Blasen. Das erklärt auch die häufig geäußerte Meinung, dass Blasen erst dann als solche erkannt würden, wenn sie geplatzt seien (z.B. Mishkin / White: "When you see it, you know it").

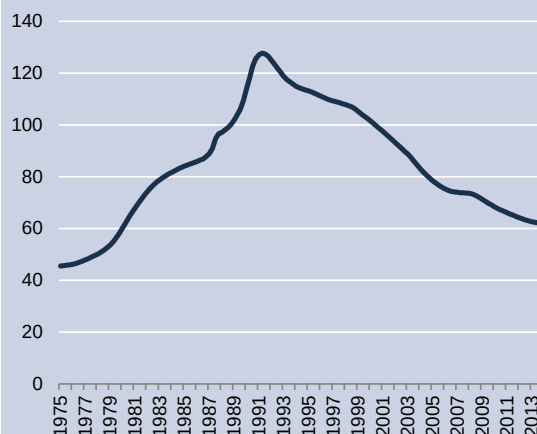
Uns geht es jedoch nur in zweiter Linie darum, das Platzen von Blasen vorherzusagen. **Vielmehr möchten wir Phasen von spekulativen Übertreibungen am Wohnimmobilienmarkt identifizieren**, die perspektivisch zu einer platzenden Blase und somit zu gravierenden Problemen für Anleger und ganze Volkswirtschaften führen können.

- Der Anleger, der rechtzeitig die Reißleine zieht und Gewinne mitnimmt, wird zwar bis zum endgültigen Platzen der Blase auf den einen oder anderen Euro

an zusätzlichem Gewinn verzichten müssen. Doch er sichert sich immerhin neben seinem Anlagebetrag auch den bis dahin erzielten Gewinn.

- Der Ökonom, der Länderrisiken einschätzen muss, kann rechtzeitig vor Fehlentwicklungen warnen. Die Gefahren, die von geplatzten Immobilienmarktbasen ausgehen können, sind immens. Die Vernichtung von Vermögenswerten bringt die privaten Haushalte in Schwierigkeiten, worauf sie mit Konsumzurückhaltung reagieren. Banken, deren Sicherheiten für Immobilienkredite an Wert verlieren, können in eine Schieflage geraten; die Folgen davon reichen von einer Zurückhaltung bei der Kreditfinanzierung bis hin zur Bankenpleite. Zudem kann der Bau- und Immobiliensektor in Folge eines Überangebots an Immobilien auf Jahre hin in eine Branchenrezession verfallen. Viele diese Folgen konnte man in Japan in den Neunzigerjahren (Abb. 1) oder in den USA ab dem Jahre 2007 beobachten.

Abb. 1 Die Mutter aller Immobilienblasen - Japan (Hauspreise, 2000=100)



Quellen: Dallas Fed, DekaBank

Übertreibungen auf der Spur

Um solche spekulativen Übertreibungen am Immobilienmarkt zu identifizieren, haben wir die Deka-Hauspreisampel entwickelt. Ein solches Unterfangen stößt sehr schnell auf das Hindernis, dass Daten nicht, in geringem Umfang oder nur sehr uneinheitlich zur Verfügung stehen. Wir greifen daher auf eine Datenbank der regionalen US-Notenbank des Distrikts Dallas zurück.¹ Diese hat nicht nur Immobilienpreise, sondern

¹ <http://www.dallasfed.org/institute/houseprice/index.cfm>

auch Einkommensdaten für 19 Länder bis 1975 auf einer konsistenten Basis zurück gerechnet. Aus dieser Datenbank lassen sich neben den Hauspreisen die ersten zwei **Teilindikatoren** unserer Hauspreisampel ableiten:

1. Die **realen Hauspreise**. Darunter versteht man die mit der Preisentwicklung des privaten Konsums deflationierte Hauspreisentwicklung. Diese Relation gibt darüber Auskunft, ob die Hauspreise schneller als die allgemeinen Verbraucherpreise (Deflator des privaten Konsums) ansteigen. Übersteigt das Hauspreisinfation die allgemeine Inflation um einen bestimmten Grenzwert, kann dies auf eine spekulative Übertreibung hindeuten.
2. Das **Verhältnis aus Hauspreisen und den verfügbaren Einkommen**. Dieses gibt an, um ein wie vielfaches die Hauspreise die Einkommen über- oder unterschreiten. Wenn die Immobilienpreise schneller als die Einkommen steigen, nimmt diese Relation zu. Bis zu einem gewissen Schwellenwert kann dies eine Preisaufholung nach einer Phase der Unterbewertung der Immobilien sein. Auch hier lassen sich Grenzwerte finden, bei deren Überschreitung die Warnlampen für eine Übertreibung anspringen. Die Hauspreisentwicklung ist dann nicht mehr durch die Einkommensentwicklung und damit in letzter Konsequenz durch die Nachfrage gerechtfertigt.
3. Unser dritter Indikator ist die **Wohnungsbauinvestitionsquote**. Diese gibt an, welchen Anteil die Wohnungsbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt ausmachen. Im Fall einer spekulativen Übertreibung sollte dieses Verhältnis merklich ansteigen, weil immer mehr Menschen an der steigenden Marktentwicklung partizipieren wollen und daher in den Wohnimmobilienmarkt investieren. Wenn die Wohnungsbauinvestitionen schneller als das Bruttoinlandsprodukt ansteigen, nimmt dieser Indikator zu. Auch hier gilt: Ein Anstieg der Investitionsquote ist nicht per se schlecht, erst ab dem Überschreiten einer bestimmten Grenze wird es kritisch. Der Indikator kann aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen der nationalen Statistikämter extrahiert werden. Da die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen rund um den Globus weitgehend standardisiert sind, ist eine Vergleichbarkeit gegeben.
4. Schlussendlich schauen wir auch noch auf die **Kreditvergabe für den privaten Wohnungsbau**, genauer auf die Veränderung der Kreditbestandsquo-

te, also des Kreditbestandes in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. Dies steigt an, wenn stark auf Kreditfinanzierung beim Erwerb oder Bau einer Immobilie zurückgegriffen wird. Dies wird allerdings gleich in zwei Phasen der Fall sein: Zu Beginn eines Aufschwungs, wenn die Einkommen noch nicht schnell genug steigen, und in der Phase einer spekulativen Übertreibung. Bei der geplatzten Dot.Com-Blase konnte man auf dem Aktienmarkt solche kreditfinanzierten Käufe – in diesem Fall von Aktien – sehr schön beobachten. Aufgrund des zwiespältigen Charakters dieses Indikators verwenden wir ihn nur als einen zusätzlichen Konsistenzcheck zu den drei obigen Hauptindikatoren. Erst wenn diese Hinweise auf eine Blase geben, wird ergänzend auf diesen Indikator geschaut. Leider liegen für manche Länder keine oder nur eine sehr kurze Historie dieses Indikators vor, was ebenfalls für eine nachrangige Behandlung dieses Indikators spricht.

Wann liegen nun Übertreibungen vor? Für die Verhältnisse aus Hauspreisen und Konsumpreisen sowie auch Hauspreisen und Einkommen sollte es eine Art „gesunden“ gleichgewichtigen Mittelwert geben, der in allen Ländern ähnlich ist. Diesen Mittelwert ermitteln wir über alle Länder und alle Jahre unserer Datenbank. Eine Übertreibung tritt allerdings erst dann ein, wenn dieser Mittelwert um mehr als die normale Schwankungsbreite überschritten wird, die wir mit einer halben Standardabweichung um den Mittelwert festlegen. Überschreitet der Indikator diese Schwelle springt unsere Ampel unmittelbar auf Rot. In der Korrekturphase – nach dem Erreichen des Höchstwertes – schaltet die Ampel schon etwas früher auf Gelb, nämlich dann, wenn der Höchstwert um eben diese halbe Standardabweichung wieder unterschritten wird. Entwarnung wird aber erst dann gegeben, wenn sich der Indikator wieder im „normalen“ Schwankungsbereich um den Mittelwert befindet. Dieses Vorgehen findet im Prinzip bei allen vier Indikatoren Anwendung. Bei der Wohnungsbauinvestitionsquote und der ergänzenden Veränderung der Kreditbestandsquote werden nationale Mittelwerte und Standardabweichungen der Berechnung der Grenzwerte zugrunde gelegt.

In einem letzten Schritt fassen wir die Indikatoren zu unserer **Deka-Hauspreisampel** zusammen. Jedem Teilindikator wird entsprechend seiner Warnstufe ein Wert zugewiesen: grün = 0, gelb = 0,5, rot = 1. Über alle Indikatoren wird ein Mittelwert gebildet. Bis zu einem

Wert von 0,25 wird der Hauspreisampel die Farbe grün zugewiesen, d.h. alle Teilindikatoren müssen auf grün stehen. Sobald ein Teilindikator auf gelb schaltet, springt auch die Hauspreisampel auf gelb. Erst wenn der Mittelwert den Wert 0,5 übersteigt, leuchtet die rote Warnlampe auf. Dazu müssen mindestens ein Teilindikator auf rot und ein weiterer auf gelb stehen.

Befund

Um die Hauspreisampel auf ihren Aussagegehalt zu überprüfen, haben wir die **wichtigsten Hauspreiskorrekturen** seit 1975 ermittelt und unserem Indikator gegenübergestellt (Abb. 2). In 65 % aller Korrekturen zeigte die Hauspreisampel diese Entwicklung mit einem Vorlauf von durchschnittlich 10 Quartalen an. In weiteren 25 % aller Fälle stand die Ampel auf gelb und das mit einem Vorlauf von durchschnittlich 3 Quartalen. In keinem Fall hatte unser Indikator einen Nachlauf. Nur in 9 % aller Hauspreiskorrekturen, das sind insgesamt 2 Fälle (Belgien und Dänemark), kamen diese ohne Vorwarnung. Auffallender Weise lagen diese Ereignisse alle

in den Achtzigerjahren.

Die Diskussion über Immobilienpreisblasen ist sehr diffus, was auch an der bislang mangelnden internationalen Vergleichbarkeit der Daten lag. Eine internationale Einschätzung der Risiken veröffentlichte der gelegentlich als „Dr. Doom“ bezeichnete Ökonom Nouriel Roubini im November 2013. Seine **Liste von Ländern, die erste oder auch schon akute Blasenanzeichen aufweisen**, dient uns als weitere Möglichkeit eines Checks der Hauspreisampel: „Jetzt, fünf Jahre später, gibt es Anzeichen einer Schaum-, wenn nicht sogar von Blasenbildung auf den Wohnungsmärkten in der Schweiz, Schweden, Norwegen, Finnland, Frankreich, Deutschland, Kanada, Australien, Neuseeland und ... dem Vereinigten Königreich.“²

Abb. 2 Hauspreiskorrekturen und die Hauspreisampel

Land	Preisrückgang				Indikator		
	von	bis	Dauer	Ausmaß	Warnung	seit	Vorlauf
DEU	Jul 82	Apr 87	19	-6.5%	rot	Okt 80	7
	Okt 95	Okt 05	40	-4.3%	gelb	Jan 94	7
ITA	Jan 93	Apr 97	17	-11.5%	rot	Apr 90	11
	Apr 08	Jul 13	21	-14.0%	rot	Okt 06	6
ESP	Okt 91	Okt 92	4	-6.9%	gelb	Apr 91	2
	Jan 08	Jul 13	22	-30.1%	rot	Apr 02	23
NLD	Apr 78	Apr 82	16	-33.7%	gelb	Okt 77	2
	Okt 08	Jul 13	19	-19.8%	rot	Jul 05	13
BEL	Jan 80	Okt 83	15	-14.4%	grün		
FIN	Apr 90	Okt 95	22	-35.1%	rot	Okt 88	6
IRL	Jul 07	Jan 13	22	-48.9%	rot	Apr 04	13
GBR	Jul 89	Jan 93	14	-10.0%	rot	Jul 88	4
	Jan 08	Apr 11	13	-6.5%	rot	Jan 06	8
SWE	Jan 91	Jul 93	10	-21.1%	gelb	Jan 91	0
DNK	Apr 86	Apr 93	28	-19.3%	grün		
	Jul 07	Jan 12	18	-20.1%	rot	Jul 05	8
CHE	Okt 89	Okt 98	36	-24.2%	rot	Okt 85	16
NOR	Jan 88	Jan 93	20	-24.3%	gelb	Jan 86	8
USA	Jan 07	Apr 11	17	-18.1%	rot	Okt 03	13
CAN	Jul 81	Okt 82	5	-16.7%	gelb	Apr 81	1
	Apr 90	Okt 96	26	-11.2%	rot	Okt 89	2
JPN	Apr 91	Jul 13	89	-51.3%	rot	Okt 89	6
NZL	Okt 07	Jan 09	5	-9.8%	rot	Apr 03	18

Quellen: Dallas Fed, DekaBank

Abb. 3 Aktuelle Hauspreisampel

	Reale Hauspreise	Hauspreise zu Einkommen	Wohnungsbauinvestitionsquote	Kreditbestandsquote	Hauspreisampel
DEU	●	●	●		●
FRA	●	●	●		●
ITA	●	●	●		●
ESP	●	●	●		●
NLD	●	●	●		●
BEL	●	●	●	●	●
FIN	●	●	●		●
IRL	●	●	●		●
LUX	●	●	●	●	●
GBR	●	●	●		●
SWE	●	●	●		●
DNK	●	●	●		●
CHE	●	●	●	---	●
NOR	●	●	●	---	●
USA	●	●	●		●
CAN	●	●	●	---	●
JPN	●	●	●		●
AUS	●	●	●	---	●
NZL	●	●	●	---	●

Quellen: Dallas Fed, DekaBank

Die Hauspreisampel bestätigt diese Liste weitgehend, mit einer bedeutenden Ausnahme: Deutschland (Abb. 3). Für Deutschland zeigt bislang kein einziger Indikator

² <http://www.project-syndicate.org/commentary/nouriel-roubini-warns-that-policymakers-are-powerless-to-rein-in-frothy-housing-markets-around-the-world>

eine Blasengefahr an. Das deckt sich auch mit den Erkenntnissen der Deutschen Bundesbank, die in ihrem jüngsten Monatsbericht feststellt, dass derzeit trotz steigender Immobilienpreise für das gesamte Bundesgebiet noch keine Gefahr einer Blasenbildung vorliege.

Beispiel Deutschland

Im Folgenden zeigen wir exemplarisch die Indikatoren für den deutschen Wohnimmobilienmarkt (Abb. 4). Mit Blick auf die Hauspreisentwicklung zeigt sich, dass diese zwar ansteigen, sich aber auf gerade mal wieder in ihrem langfristigen Trendkanal befinden. Die realen Hauspreise und das Verhältnis aus Hauspreisen zu Einkommen steigen von ihren historischen Tiefständen kommend wieder an. Erstere befinden sich aber immer noch unter dem historischen internationalen Durchschnitt, letztere sogar deutlich. Auch die Investitionsquote in Wohnimmobilien ist auf einen Aufwärtspfad eingeschwenkt und nähert sich ihrem langjährigen nationalen Durchschnitt an. Alle Indikatoren weisen aber nach wie vor unterdurchschnittliche Werte auf. Daher spielt es derzeit auch noch kleine Rolle, dass die Kreditbestandsquote überdurchschnittlich stark und sogar stärker als der Schwellenwert angestiegen ist.

Eine Einschränkung, die im Übrigen auf eine Vielzahl der Länder zutrifft, ist, dass es sich bei allen Indikatoren um nationale Durchschnittswerte handelt. Das heißt Metro-

polregionen werden mit ländlichen Gegenden in einen Topf geworfen. Tatsächlich ist jedoch ein starkes Stadt-Land-Gefälle zu beobachten. Ein unbedenklicher Wert der Hauspreisampel kann daher durchaus mit einer blasenhaften Zuspitzung in Metropolregionen einhergehen.

Fazit

Die Hauspreisampel ermöglicht einen schnellen Überblick über den Zustand des Wohnimmobilienmarktes. Er zeigt spekulative Übertreibungen an, die zu scharfen Korrekturen führen können. Wie schnell diese einsetzen, lässt sich allerdings nicht an der Hauspreisampel ablesen. Erfolgte ein solcher Preissturz, lässt sich anhand der Hauspreisampel jedoch gut abschätzen, ob ein Boden erreicht ist oder weitere Preisrückgänge noch zu befürchten sind.

Klar ist auch, dass die Hauspreisampel eine tiefergehende Analyse, die insbesondere Länderspezifika oder regionale Differenzierungen umfassen sollte, nicht ersetzen kann. Ein Warnsignal sollte daher den Anstoß geben, eine solche Detailanalyse durchzuführen.

Abb. 4 Beispiel Deutschland

