

# Europas Wohnimmobilienmärkte

## Keine flächendeckende Wohnpreisinfation – Nord-Süd-Gefälle



Scope  
Investor  
Services

**Die Ratingagentur Scope hat 16 europäische Wohnimmobilienmärkte analysiert. Ergebnis: In Norwegen und Schweden gibt es klare Signale für Preisüberhebungen bei Wohneigentum. In Deutschland hingegen kann von einer flächendeckenden Preisblase keine Rede sein.**

Zwischen 2000 und 2007 haben sich die Kaufpreise für Wohneigentum im Durchschnitt der hier betrachteten 16 europäischen Länder um real rund 35% erhöht. Seit 2008 sind sie hingegen im Durchschnitt um knapp 10% gefallen – siehe Abbildung 1.

Hinter dieser Durchschnittsbetrachtung stecken jedoch unterschiedliche Entwicklungen: Bis 2007 stieg das Preisniveau vor allem in Südeuropa an. Seit 2008 hingegen steigen die Preise für Wohnraum in den nordischen Ländern sowie in Deutschland, Österreich und der Schweiz.

### Überhitzungsgefahr vor allem in Norwegen und Schweden

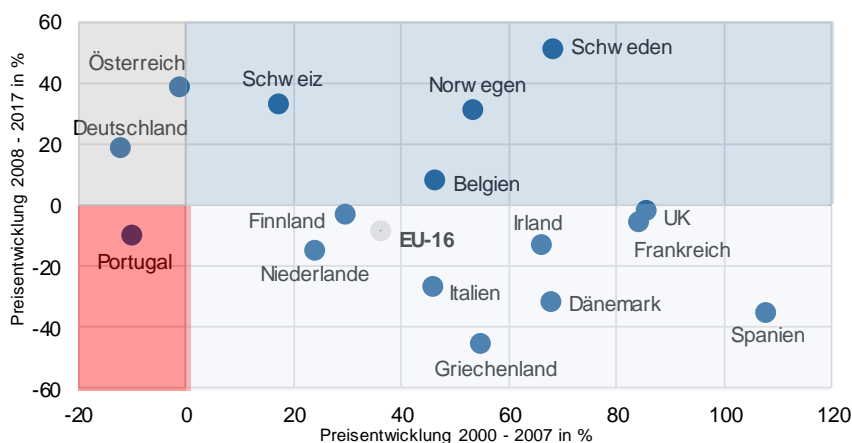
Vor allem in Schweden und Norwegen sind die durchschnittlichen Kaufpreise für Wohneigentum seit 2008 signifikant stärker gestiegen als die Mieten. Das Verhältnis von Preisen zu Mieten befindet sich in beiden Ländern auf dem höchsten Stand seit 1980.

In Norwegen beträgt die Schuldenlast der privaten Haushalte – ein wichtiger Indikator zur Prognose von Preisblasen – mittlerweile rund 220% des verfügbaren Haushaltseinkommens. In Schweden sind es rund 180%. In beiden Ländern ist die Debt-to-Income-Ratio seit 2007 signifikant gestiegen. In Deutschland ist sie trotz steigender Immobilienpreise hingegen gefallen – auf aktuell 90%.

Auch bei der „Household-Debt-Service-Ratio“, die den tatsächlichen Schuldendienst der privaten Haushalte aus ihrem laufenden Einkommen ausdrückt, liegen Norwegen und Schweden mit 15% bzw. 10% im europäischen Vergleich in der Spitzengruppe.

Die deutschen Haushalte hingegen müssen im Durchschnitt nur rund 6% des verfügbaren Einkommens aufbringen, um ihre Schulden zu bedienen. Verantwortlich für diesen niedrigen Wert ist zwar auch die niedrige Wohneigentumsquote hierzulande. Auffällig ist aber, dass die durchschnittliche Household-Debt-Service-Ratio in Deutschland – als einzigem Land in der EU – heute niedriger ist als im Jahr 2000.

**Abbildung 1: Reale Hauspreisentwicklung 2000-2007 und 2008 bis 2017**



Quelle: OECD, Scope. Weitere Erläuterungen zur Darstellung auf Seite 2.

#### Analyst

Manfred Binsfeld  
+49 69 6677389 60  
[m.binsfeld@scopeinvestors.com](mailto:m.binsfeld@scopeinvestors.com)

#### Business Development

Wolfgang Kubatzki  
+49 69 6677389 61  
[w.kubatzki@scopeinvestors.com](mailto:w.kubatzki@scopeinvestors.com)

#### Redaktion / Presse

André Fischer  
+49 30 27891 147  
[an.fischer@scopeanalysis.com](mailto:an.fischer@scopeanalysis.com)

#### Weitere Veröffentlichungen

[Europas Top 20  
Büroimmobilienmärkte  
August 2017](#)

[Wohnimmobilienmarkt: Ende des  
Booms aber kein Crash  
Juni 2017](#)

[Marktstudie und Ratings 2017  
Juni 2017](#)

[Offene Immobilienfonds  
investieren verstärkt in den USA  
Juni 2017](#)

[Offene Immobilienfonds –  
Vermietungsquoten steigen  
Mai 2017](#)

#### Scope Investor Services GmbH

Neue Mainzer Straße 66-68  
60311 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 6677389 65  
Fax +49 69 6677389 99

[news@scopeinvestors.com](mailto:news@scopeinvestors.com)  
[www.scopeinvestors.com](http://www.scopeinvestors.com)

Bloomberg: SCOP

Seit 2008 Preiszuwächse nur in sechs von 16 Ländern

### Keine flächendeckende Wohnpreisinfation in Europa

Die extreme Zinspolitik der Notenbanken seit der Finanzkrise hat in zahlreichen Asset-Klassen zu kräftigen Preisschüben geführt. Vor allem Immobilien in Metropolregionen haben sich zum Teil massiv verteuert. Dass es jedoch keine flächendeckende Wohnpreisinfation in Europa gibt, zeigt sich, wenn man den Blick von einzelnen Standorten abwendet und die durchschnittliche reale Hauspreisentwicklung ganzer Länder betrachtet.

Dabei fällt auf, dass die Preise für Wohneigentum seit 2008 nur in sechs der betrachteten 16 europäischen Länder gestiegen sind. In den Jahren von 2000 bis 2007 hingegen legten die Preise für Wohneigentum noch in 13 der 16 betrachteten Länder zu.

Die Abbildung 1 stellt die kumulierte Hauspreisentwicklung der Jahre 2000 bis 2007 und 2008 bis 2017 dar. Die vier Quadranten lassen sich wie folgt unterscheiden:

- Im Quadrant links oben befinden sich mit Deutschland und Österreich nur zwei der insgesamt 16 betrachteten Länder, deren durchschnittliche Hauspreise erst seit der Finanzkrise steigen. Zwischen 2000 und 2007 hingegen sanken sie in Deutschland real um etwa 15% - in Österreich stagnierten sie.
- Der Quadrant rechts oben enthält Länder, deren Hauspreise nicht nur während der letzten zehn Jahre gestiegen sind, sondern bereits in den Jahren vor der Finanzkrise. In Schweden und Norwegen steigen die realen Hauspreise bereits seit Anfang bzw. Mitte der 90er Jahre, in Belgien sogar seit 1985 – ohne Unterbrechung.
- Mehr als die Hälfte der hier betrachteten europäischen Länder sind im Quadranten rechts unten abgebildet. Diese Länder verzeichneten in der Dekade vor der Finanzkrise einen Anstieg der Häuserpreise. Vor allem in Spanien, Irland und Dänemark kam es zu spekulativen Preisblasen, die im Zuge der Finanzkrise platzten. Von 2008 bis 2017 sind die Preise für Wohneigentum im Durchschnitt jedoch gesunken.
- In Quadrant links unten befindet sich nur ein Land: In Portugal sind die realen Hauspreise in beiden Perioden im Durchschnitt gesunken. Erst seit 2014 erholen sich die Preise auf dem portugiesischen Wohnimmobilienmarkt leicht.

### Norwegen und Schweden größtes Potenzial für Preisübertreibung

Investoren, die die Gefahr von Preisblasen einschätzen wollen, können der Abbildung 1 eine erste Indikation entnehmen. Das Potenzial von Preisblasen und -übertreibungen ist in den Ländern am höchsten, die sich im oberen rechten Quadranten befinden. Vor allem in Norwegen und Schweden haben die Wohnimmobilienpreise in beiden betrachteten Perioden – also 2000 bis 2007 und 2008 bis 2017 – hohe reale Zuwächse erfahren.

Deutschlands Wohnimmobilienpreise seit 2008 mit realem Preiszuwachs von 20%

Für die Frage, ob es auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt bereits zu flächendeckenden Preisübertreibungen gekommen ist, gibt die Abbildung 1 eine klare Antwort: Der durchschnittliche reale Preiszuwachs von knapp 20% seit 2008 kann den Preisrückgang der Jahre 2000 bis 2007 gerade einmal kompensieren. Das aktuelle Preisniveau für Wohneigentum liegt damit nur geringfügig über dem Niveau des Jahres 2000.

Zu bedenken ist jedoch, dass in der Abbildung 1 die durchschnittliche Preisentwicklung ganzer Länder abgebildet ist. Dass es in einzelnen deutschen Metropolregionen dennoch zu Übertreibungen gekommen ist, ist damit nicht ausgeschlossen. Siehe dazu: [Deutscher Wohnimmobilienmarkt: Ende des Booms, aber kein Crash](#)

### Schweden, Norwegen und Belgien: Preise steigen stärker als Mieten

Weitere Aufschlüsse darüber, ob und in welchen europäischen Ländern Hauspreisblasen drohen oder bereits bestehen, bietet die Abbildung 2. Sie stellt die Veränderung der Relation aus Miet- und Kaufpreisen seit 1980 dar.

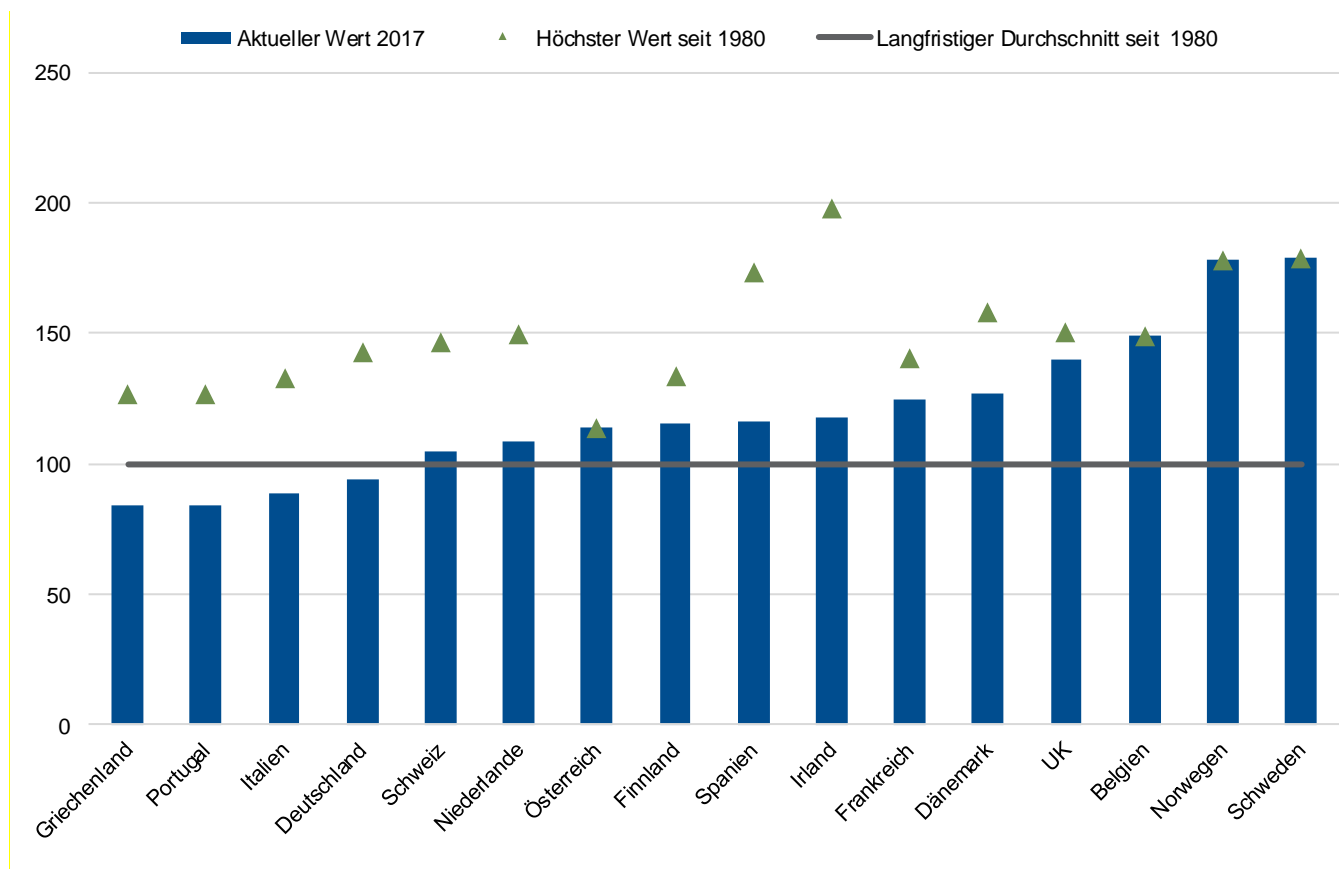
**In Deutschland ist das Verhältnis von Miet- zu Kaufpreisen seit 1980 gesunken**

Nur bei vier der 16 Länder ist das Verhältnis von Miet- zu Kaufpreisen seit 1980 gesunken. Das heißt, in diesen vier Ländern – wozu auch Deutschland zählt – sind die durchschnittlichen Mieten stärker gestiegen als die durchschnittlichen Kaufpreise. (Zum Hintergrund: In Deutschland haben sich die Kaufpreise ausgehend von einem historisch niedrigen Niveau erst seit 2010 von den Mieten entkoppelt.) Bei den verbleibenden zwölf Ländern ist das Verhältnis gestiegen – die Kaufpreise haben also stärker zugelegt als die Mieten.

Allerdings zeigen die meisten dieser zwölf Länder nur eine moderate Zunahme. Lediglich in Schweden, Norwegen und Belgien sind die durchschnittlichen Kaufpreise für Wohneigentum signifikant stärker gestiegen als die Mieten. Das Verhältnis von Preisen zu Mieten befindet sich in allen drei Ländern aktuell auf dem höchsten Stand seit 1980.

In Schweden und Norwegen haben sich die Kaufpreise derart deutlich von den Mieten entkoppelt, wie wir es in Spanien und Irland unmittelbar vor dem Platzen der Immobilienblasen gesehen haben.

**Abbildung 2: Verhältnis von Hauspreisen zu Mieten**



Quelle: OECD, Scope, Hinweise: Das Niveau von 1980 wurde auf 100 normiert.

### Deutschland: Schuldenlast der privaten Haushalte sinkt

Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten gehen in der Regel mit deutlich zunehmender Verschuldung der privaten Haushalte einher. Da im EU-Durchschnitt die private Verschuldung zu 80% aus Hypothekenkrediten besteht, ist das Verhältnis der privaten Verschuldung zum verfügbaren Einkommen – die sogenannte „Debt-to-Income-Ratio“ – ein sehr relevanter Preisblasen-Indikator.

Wie die Abbildung 3 veranschaulicht, ist die Debt-to-Income-Ratio in sieben der 16 Länder seit 2007 gefallen. Mit anderen Worten: In diesen Ländern ist die Schuldenlast der privaten Haushalte in Relation zum verfügbaren Einkommen gesunken. In den verbleibenden neun Ländern ist die Debt-to-Income-Ratio hingegen gestiegen.

Auch bei diesem Indikator befinden sich Norwegen und Schweden in der Spitzengruppe. In Norwegen beträgt die Schuldenlast rund 220% des verfügbaren Haushaltseinkommens. In Schweden sind es rund 180%. In beiden Ländern ist die Debt-to-Income-Ratio seit 2007 signifikant gestiegen.

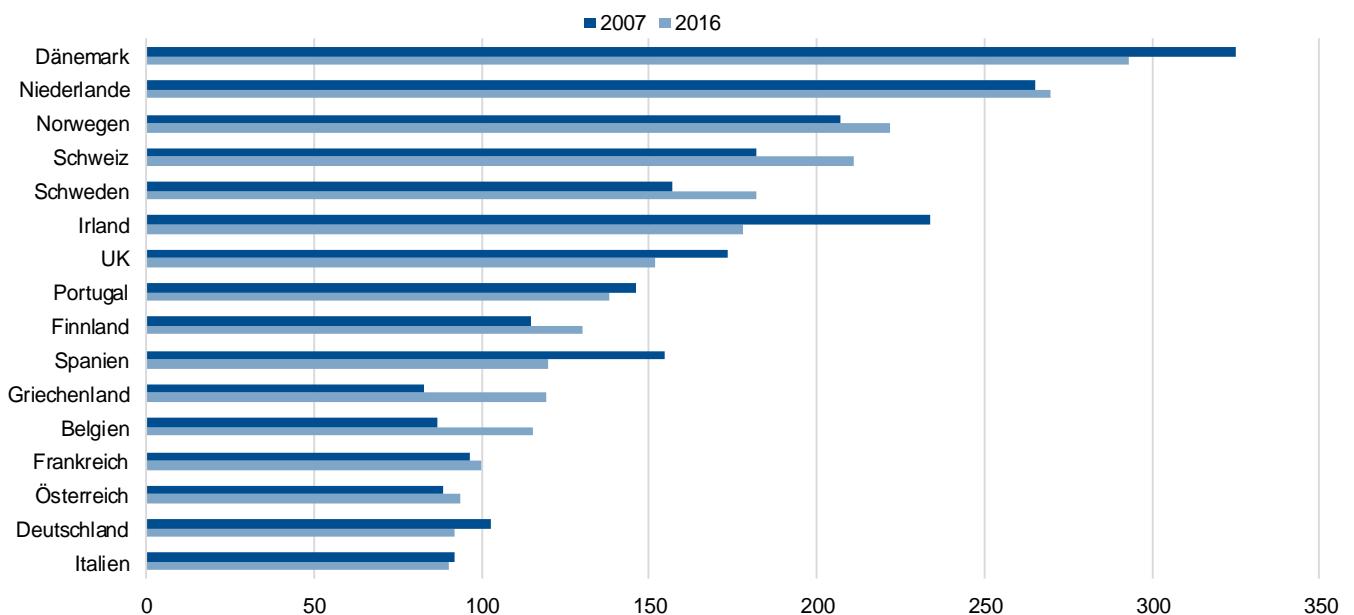
Die deutschen Haushalte befinden sich mit einer Debt-to-Income-Ratio von rund 90% am unteren Ende des Spektrums. Das ist nicht überraschend, denn Deutschland hat eine der niedrigsten Wohneigentumsquoten in der EU (siehe Abbildung 9). Hierzulande wohnen gegenwärtig nur rund 50% der Haushalte in den eigenen vier Wänden. Zum Vergleich: Im EU-Durchschnitt sind es mehr als 70%. Entsprechend der niedrigen Wohneigentümerquote fällt das Verschuldungsniveau in Deutschland geringer aus als im EU-Durchschnitt.

Überraschend ist jedoch, dass sich die Schuldenlast der privaten Haushalte in Deutschland in Relation zum verfügbaren Einkommen seit 2007 verringert hat. Das heißt, trotz steigender Wohnimmobilienpreise – vor allem in den Metropolregionen – ist die Schuldenlast der deutschen Haushalte seit 2007 im Durchschnitt nicht gestiegen.

Norwegen und Schweden mit Debt-to-Income Ratio von 220% bzw. 180%

Debt-to-Income Ratio in Deutschland seit 2007 gesunken

Abbildung 3: Anteil der privaten Haushaltsverschuldung am verfügbaren Einkommen



Quelle: BIS, Scope.

### Schuldendienst: Belastung der deutschen Haushalte sinkt

Eine Erweiterung der Betrachtung zur Verschuldung der privaten Haushalte ist die sogenannte Household-Debt-Service-Ratio. Sie drückt die tatsächliche Belastung der privaten Haushalte aus ihrer Verschuldung aus. Mit anderen Worten: Diese Kennzahl beziffert den Anteil am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte, der für Zins und Tilgung aufgewendet werden muss. Steigt diese Kennzahl zu stark an, ist dies ein Indiz dafür, dass sich Wohnimmobilienmärkte überhitzen.

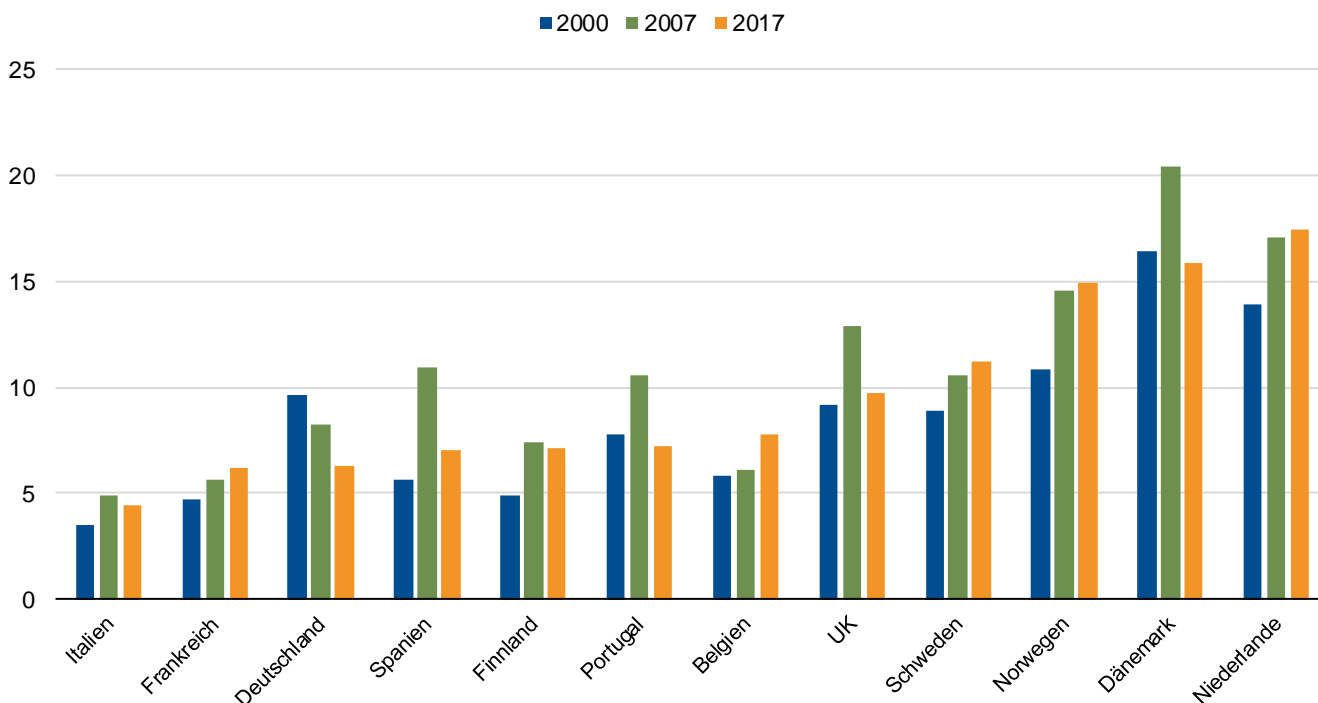
#### Norwegen und Schweden mit stetig steigender Household-Debt-Service-Ratio

Auch hier sehen wir ein ähnliches Bild wie bereits bei den Kennzahlen zuvor: Norwegen und Schweden gehören zur Spitzengruppe mit der höchsten Belastung. In Schweden müssen die privaten Haushalte im Durchschnitt rund 10% des verfügbaren Einkommens für den Schuldendienst aufbringen. In Norwegen sind es sogar knapp 15%. Hinzu kommt, dass die Household-Debt-Service-Ratio in beiden Ländern seit dem Jahr 2000 kontinuierlich gestiegen ist – trotz gesunkener Zinsen und gesteigener Realeinkommen (siehe Abbildung 6).

#### Deutschland mit stetig sinkender Household-Debt-Service-Ratio

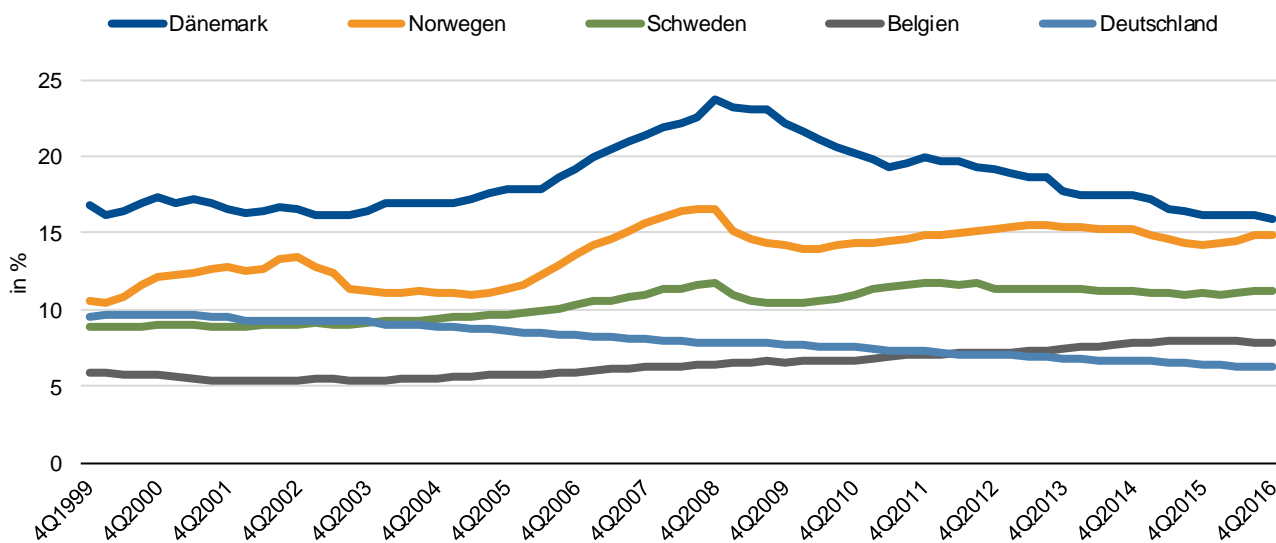
Die deutschen Haushalte müssen im Durchschnitt nur rund 6% des verfügbaren Einkommens aufbringen, um ihre Schulden zu bedienen. Verantwortlich für den im europäischen Vergleich niedrigen Wert ist auch hier die niedrige Wohneigentumsquote in Deutschland. Auffällig ist aber, dass die durchschnittliche Household-Debt-Service-Ratio in Deutschland – als einzigem Land in der EU – heute niedriger ist als im Jahr 2000. Dies ist ein weiterer Beleg, dass es auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt keine flächendeckende Preisblase gibt.

Abbildung 4: Anteil des Schuldendienstes priv. Haushalte am verfügbaren Einkommen (Household-Debt-Service-Ratio)



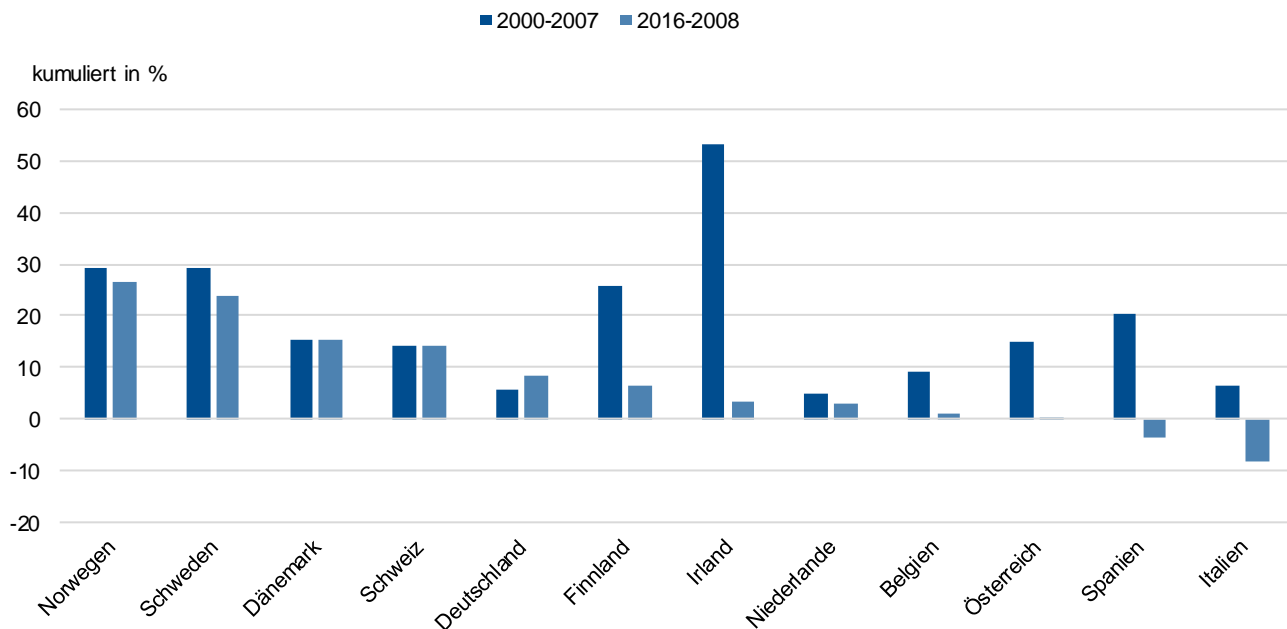
Quelle: BIS, Scope.

Abbildung 5: Anteil Schuldendienst der privaten Haushalte am verfügbaren Einkommen



Quelle: BIS, Scope

Abbildung 6: Entwicklung der realen Haushaltseinkommen



Quelle: OECD, Scope

### Fazit: Nord-Süd-Gefälle – Situation in Deutschland entspannt

Zwischen 2000 bis 2007 haben sich die Kaufpreise für Wohneigentum im Durchschnitt der hier betrachteten 16 europäischen Länder um real rund 35% erhöht. Seit Ausbruch der Finanzkrise sind sie hingegen im Durchschnitt um knapp 10% gefallen.

Vor 2007 stieg das Preisniveau vor allem in der EU-Peripherie an

Hinter dieser Durchschnittsbetrachtung verbirgt sich jedoch eine sehr heterogene Entwicklung der einzelnen Länder. In den Jahren bis 2007 stieg das Preisniveau vor allem in der EU-Peripherie an. Länder wie Spanien, Irland, Griechenland oder Italien erlebten kräftige Preiszuwächse (siehe Abbildung 1).

Seit 2008 steigen die Wohnpreise in den „sicheren Häfen“

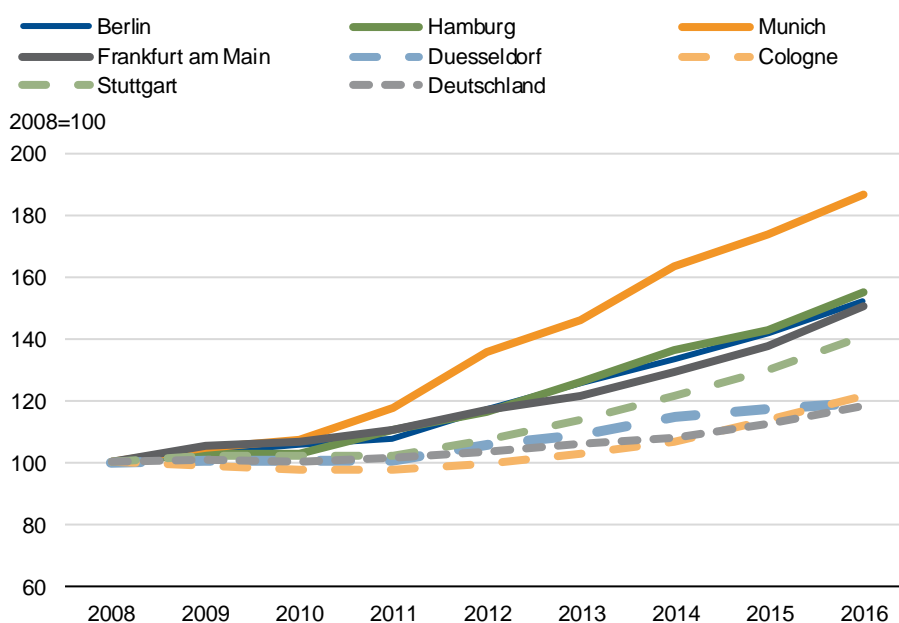
Seit 2008 hingegen steigen die Preise für Wohneigentum vor allem in den nordischen Ländern und in den DACH-Staaten (Deutschland, Österreich, Schweiz) – während sie in der EU-Peripherie sinken. Ein wesentlicher Grund für diese Entwicklung: Nach der Finanzkrise haben sich Investoren vor allem auf die „sicheren Häfen“ – also Länder mit hoher Bonität und soliden Staatsfinanzen – konzentriert.

Mit Schweden und Norwegen entziehen sich zwei Länder diesem Schema. Denn beide Länder verzeichneten sowohl vor als auch nach der Finanzkrise kräftige Preissteigerungen für Wohneigentum. Die Frage nach einer möglichen Häusermarkt-Überhitzung in Europa stellt sich daher aktuell hauptsächlich für Norwegen und Schweden.

Für den deutschen Wohnimmobilienmarkt in seiner ganzen Breite geben die in diesem Report thematisierten Kennzahlen Entwarnung. Beleg dafür sind vor allem die im Durchschnitt nur moderaten Preissteigerungen seit 2008 und die sinkende Schuldenlast der privaten Haushalte (in Relation zum verfügbaren Einkommen – siehe Abbildung 3 bis 5).

Allerdings darf nicht unerwähnt bleiben, dass sich die Wohnimmobilienmärkte in Deutschland sehr unterschiedlich entwickeln. Vor allem in einzelnen Metropolregionen wie München, Hamburg oder Berlin sind Preisübertreibungen Realität – siehe dazu Abbildung 7 sowie: [Deutscher Wohnimmobilienmarkt: Ende des Booms, aber kein Crash.](#)

**Abbildung 7: Deutschland Top 7 – reale Preisentwicklung von Eigentumswohnungen im Bestand**



Quelle: OECD, Scope.

### Zum Hintergrund: Norwegen und Schweden

Eine wichtige Frage bleibt: Welche Gefahr geht von einer Hauspreiskorrektur in Norwegen und Schweden in Kombination mit der überdurchschnittlich hohen und immer noch wachsenden Verschuldung der privaten Haushalte aus? Steht beiden Ländern eine ähnlich schmerzhaft Korrektur bevor wie Spanien, Irland oder Griechenland nach 2007?

Zwar haben die in diesem Report dargestellten Kennzahlen – vor allem das Verhältnis von Preisen zu Mieten - für Norwegen und Schweden ein ähnliches Niveau erreicht wie Länder der EU-Peripherie vor der Finanzkrise, dennoch gibt es strukturelle Unterschiede. Die beiden skandinavischen Länder zeichnen sich aus durch:

- Langfristig robustes wirtschaftliches Entwicklungspotential – das heißt, niedrige Arbeitslosigkeit, dynamisches Bevölkerungswachstum, natürliche Ressourcen wie Öl, hohe Innovationskraft, konkurrenzfähiger High-Tech-Sektor
- Solide Staatsfinanzen und umfangreiche soziale Absicherung
- Relativ ausgewogene Einkommens- und Vermögensverteilung
- Konsequente makroprudentielle Maßnahmen der nordischen Zentralbanken (die kürzlich verschärften Eigenkapitalanforderungen für Hauskäufer in Oslo sind für die jüngste Preiskorrektur in Norwegens Hauptstadt mitverantwortlich)
- Hohe Haushalts-Nettovermögen (siehe Abbildung 8; Hinweis: Norwegen ist ein Spezialfall, da nicht die privaten Haushalte, sondern der norwegische Staatsfonds umfangreiche Assets hält)

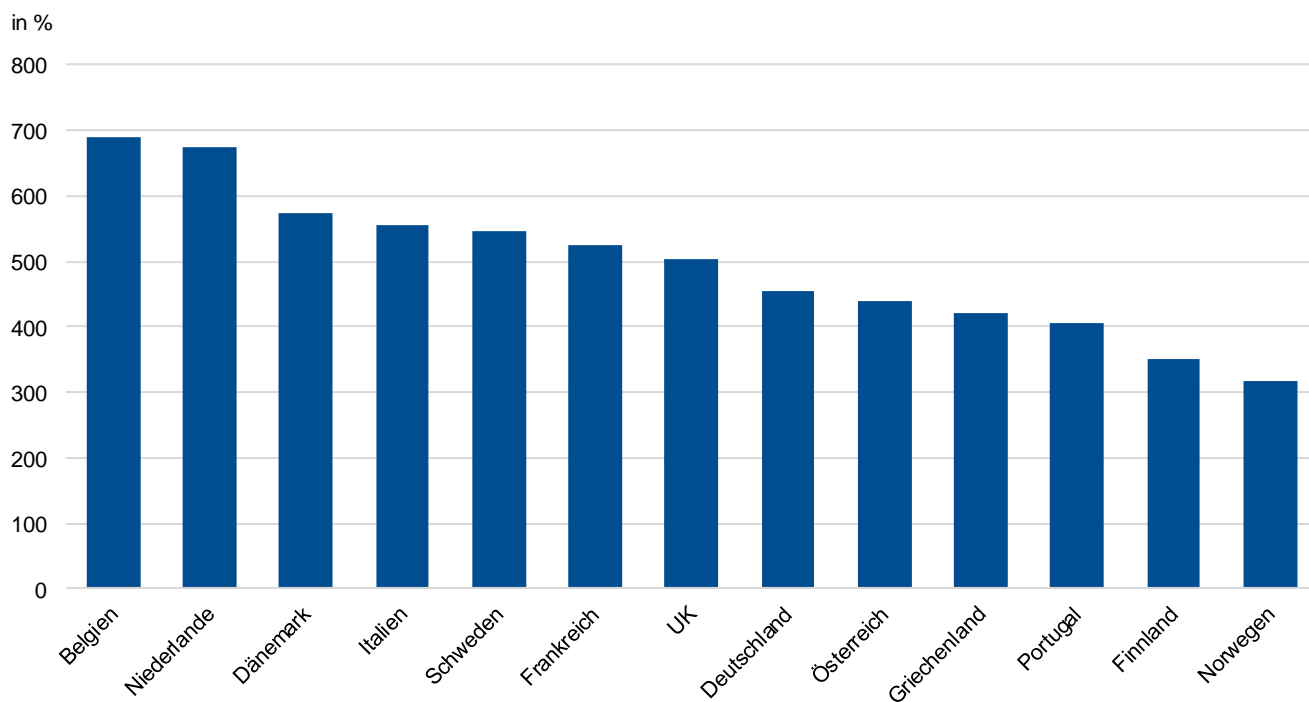
**Norwegen und Schweden sind ökonomisch, politisch und strukturell robust aufgestellt**

Fazit: Norwegen und Schweden sind ökonomisch, politisch und strukturell robust aufgestellt. Sie würden einen Einbruch der Häuserpreise wesentlich besser verkraften als die Peripherie-Länder im Zuge der Finanzkrise. Hinzu kommt, dass das Wirtschaftswachstum von Norwegen und Schweden nicht – wie seinerzeit in Spanien, Irland und Dänemark – auf einer unverhältnismäßigen Aufblähung der Wohnungsbauinvestitionen basiert.

Ausblick: Aus diesen Gründe erwarten die Scope-Analysten allenfalls eine schrittweise Korrektur der Wohnimmobilienpreise in den kommenden 24 Monaten. Ein Szenario wie das Platzen der Immobilienblasen in Spanien oder Irland vor zehn Jahren und einer drastischen und massiven Preiskorrektur halten die Scope-Analysten für Norwegen und Schweden gegenwärtig für unwahrscheinlich.

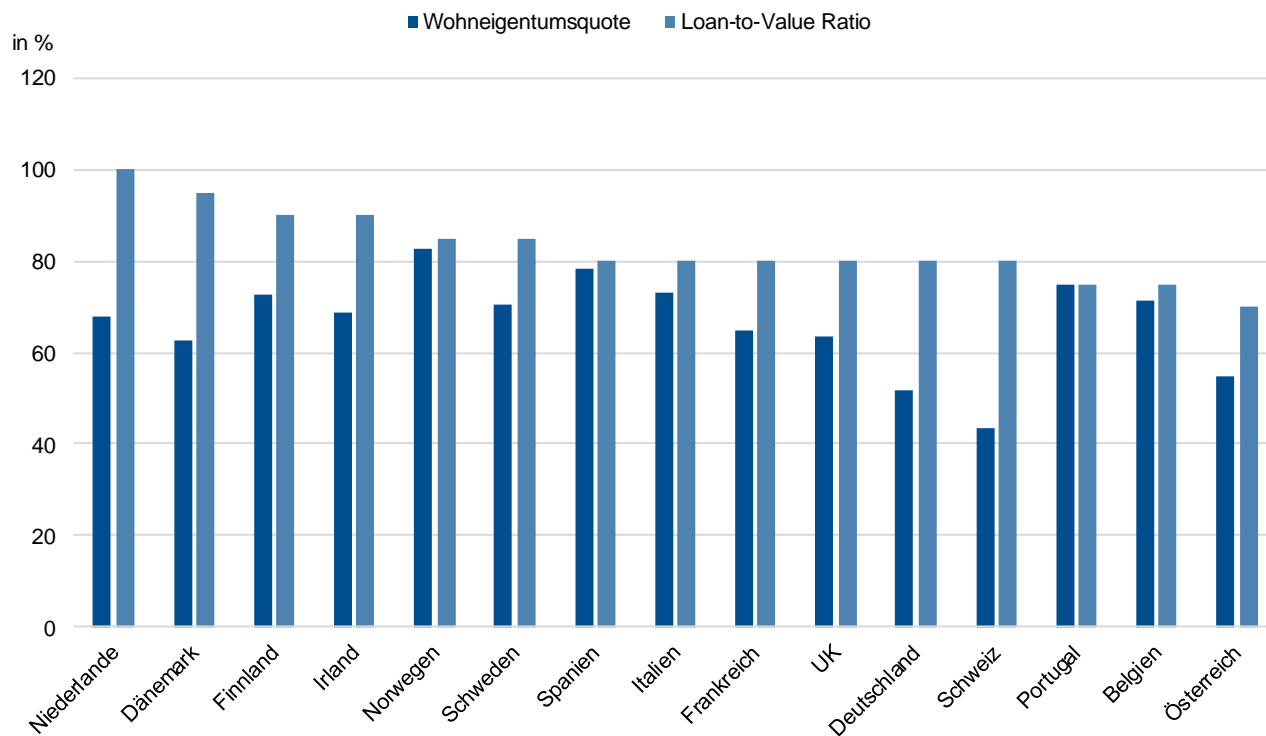


**Abbildung 8: Nettovermögen der privaten Haushalte in % verfügbaren Einkommen (finanzielle und nichtfinanzielle Assets minus ausstehende Verbindlichkeiten)**



Quelle OECD, Scope.

**Abbildung 9: Wohneigentumsquoten und Länder-typische Loan-to-Value-Ratios**



Quelle: EU/EZB, Scope.



## Europas Wohnimmobilienmärkte

Keine flächendeckende Wohnpreisinflation – Nord-Süd-Gefälle

### Scope Investor Services GmbH

#### Headquarters Berlin

Lennéstraße 5  
D-10785 Berlin

Phone +49 30 27891 0

[info@scopeinvestors.com](mailto:info@scopeinvestors.com)

[www.scopegroup.com](http://www.scopegroup.com)

#### Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68  
D-60311 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 66 77 389 0

### Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2017 Scope SE & Co. KGaA und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings AG, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige oder sonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scope's Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scope's Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings AG, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.