



Globale Wohnungsmärkte: Ein Zinsschock-Desaster? Nein, absolut nicht

22. Februar 2024

Autor

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

Editor

Robin Winkler

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Robin Winkler

Der Zinsschock von historischem Ausmaß hat die globalen Wohnungsmärkte relativ geringfügig getroffen. Hier untersuchen wir die Preisentwicklung in 33 Ländern von 2021 bis Q2 2023.

Der stärkste Preisrückgang vom Höchststand bis zum Tiefpunkt wurde mit -10% in Deutschland verzeichnet. Auch in Kanada, Dänemark, Schweden, Luxemburg und Korea fielen die Preise relativ kräftig.

Zumeist waren aber relativ geringfügige Preisrückgänge zu verzeichnen. Zudem erholten sich die Preise oft rasch. Beispielsweise gingen die Hauspreise im Vereinigten Königreich und in den USA trotz starker Zinserhöhungen nur vorübergehend und geringfügig zurück und erhöhten sich im Anschluss wieder. Insgesamt sanken die Preise in 21 Ländern. In 12 Ländern stiegen sie weiter an.

Neben den Zinsen diskutieren wir weitere unterschiedliche Einflussfaktoren. Die Inflation stützte die Preise, aber das Mietwachstum war wohl die bedeutendere Determinante.

Wir untersuchen auch den Einfluss der Strenge der Wohnungsmarktregulierung. In Ländern mit einem besonders hohen Kholodilin-Index, der die Anzahl der Regulierungen in einem Land misst, fielen die Preise besonders kräftig. Offenbar gibt es einen Zielkonflikt zwischen der Geldpolitik und der Regulierung. Je strikter die Wohnungsmarktregulierungen, desto weniger Zinserhöhungen sind nötig bzw. möglich.

Da im Jahr 2024 mit Zinssenkungen zu rechnen ist und die langfristigen Renditen gegen Ende 2023 kräftig sanken, dürfte der Zinsschock weitgehend verdaut sein.



Unsere Stichprobe und Methodik

Die Analyse der heutigen Immobilienmärkte ist eine Herausforderung. Das gilt insbesondere für den Zinsschock der letzten drei Jahre. Mit den Zinserhöhungen von historischem Ausmaß soll der Inflationsgeist wieder in die Flasche gestopft werden. Hier analysieren wir die Auswirkungen auf die Hauspreise von 2021 bis zum zweiten Quartal 2023. Neben den Zinsen berücksichtigen wir auch andere wichtige makroökonomische Variablen. Wir starteten mit OECD-Daten für 40 Länder. Für Brasilien, China, Island, Indien, Indonesien und Russland fehlen die Daten für Q2 2023. In der Türkei stiegen die Verbraucherpreise um 144% und die Hauspreise um mehr als 400%. Diesen Ausreißer schließen wir von der Analyse aus. Damit bleiben 33 Länder übrig. 20 davon sind Industrieländer und 13 Schwellenländer; acht von ihnen liegen in Osteuropa.

Wir führen hier eine länderübergreifende Analyse durch. Hieraus lassen sich bestenfalls bedingt Kausalitäten ableiten. Da der Zinsschock nur zwei Jahre dauerte und viele Datenreihen oft nur vierteljährlich erhoben werden, gibt es wohl zumeist nicht genügend Beobachtungen, um länderspezifische Kausalitäten mit Hilfe von Zeitreihen- oder Panelmethoden zu identifizieren. Unser Ländervergleich ist also eher eine deskriptive Analyse. Trotz dieser Einschränkungen dürfte unsere Analyse auf wichtige Zusammenhänge und Determinanten zwischen Hauspreisen und ökonomischen Variablen hinweisen.

Wie stark sind die Hauspreise gefallen, wenn überhaupt?

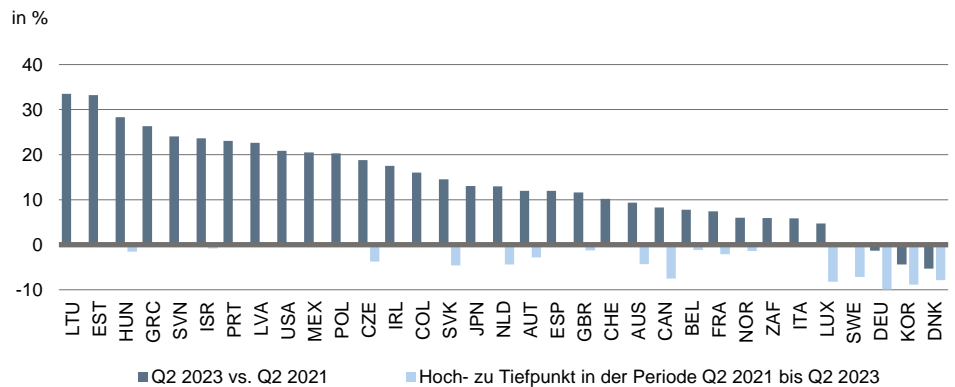
Von 2021 bis zum zweiten Quartal 2023 stiegen die Preise in 12 Ländern weiter an, und in 21 Ländern fielen die Preisindizes vom Höchststand bis zum Tiefpunkt. Der stärkste Rückgang wurde mit -10% in Deutschland verzeichnet. In Kanada, Dänemark, Schweden, Luxemburg und Korea fielen die Preise um -7% bis -9%; in Australien, Tschechien, den Niederlanden und der Slowakei betrug der Rückgang -3% bis -5%, und in den übrigen der 21 Ländern sanken die Preise nur leicht. Die Preisrückgänge waren sogar noch geringer, wenn man sie mit den Preisänderungen zwischen Q2 2021 und Q2 2023 vergleicht. Über den gesamten Zweijahreszeitraum sanken die Preise nur in Dänemark (-5%), Korea (-4%), Deutschland (-1%) und Schweden (-0,4%). In einigen Ländern sind die Preise in H2 2023 womöglich weiter gefallen. Doch selbst dann handelt es sich im Verhältnis zum Ausmaß des Zinsschocks und zu unseren Erwartungen um vergleichsweise bescheidene Preisrückgänge. Interessanterweise haben wir keine einfache statistische Beziehung zwischen den Preisänderungen während des Zinsschocks und den Preisentwicklungen vor dem Zinsschock gefunden. Diese Aussage gilt für die Variable **Length**, die misst, um wieviele Quartale die Preise vor dem Zinsschock gestiegen sind, und ebenso für den Preisanstieg von Q2 2011 bis Q2 2021. Beide Aussagen gelten sowohl für die Developed Markets als auch für die gesamte Stichprobe einschließlich der Schwellenländer.



Globale Wohnungsmärkte: Ein Zinsschock-Desaster? Nein, absolut nicht

2021 Q2 bis 2023 Q2: Nominale Hauspreise

1



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

Länderabkürzungen für unsere Stichprobe: AUS = Australien, AUT = Österreich, BEL = Belgien, CAN = Kanada, CHE = Schweiz, COL = Kolumbien, CZE = Tschechien, DEU = Deutschland, DNK = Dänemark, ESP = Spanien, EST = Estland, FRA = Frankreich, GBR = Vereinigtes Königreich, GRC = Griechenland, HUN = Ungarn, IRL = Irland, ISR = Israel, ITA = Italien, LUX = Luxemburg, JPN = Japan, KOR = Korea, LVA = Lettland, LTU = Litauen, SVN = Slowenien, MEX = Mexiko, NLD = Niederlande, NOR = Norwegen, POL = Polen, PRT = Portugal, SVK = Slowakei, SWE = Schweden, USA = Vereinigte Staaten, ZAF = Südafrika

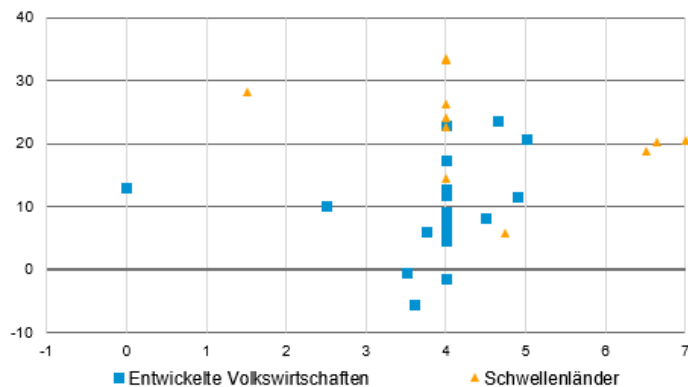
Wie wirkte der Zinsschock auf die Hauspreise?

Der Zinsschock betraf die gesamte Renditekurve. Die kurzfristigen Leitzinsen und die Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen stiegen von 2021 bis 2023 in der Regel um mehrere 100 Basispunkte. In Ländern mit höheren Zinserhöhungen kam es nicht zu stärkeren Preisrückgängen. Tatsächlich konnten wir keinen signifikanten statistischen Zusammenhang zwischen Hauspreisen und kurzfristigen oder langfristigen Zinssätzen feststellen. Darüber hinaus weisen die Koeffizienten in einer bivariaten Regression für die entwickelten Märkte sowie für die gesamte Stichprobe ein positives (und nicht das erwartete negative) Vorzeichen auf. Es gibt also keine einfache Beziehung zwischen Zinssätzen und Preisen. Trotz der relativ starken Zinsschocks im UK und in den USA liegen die Hauspreise Ende 2023 deutlich über den Preisen von 2021, und dazwischen war der Rückgang nur kurz und gering.

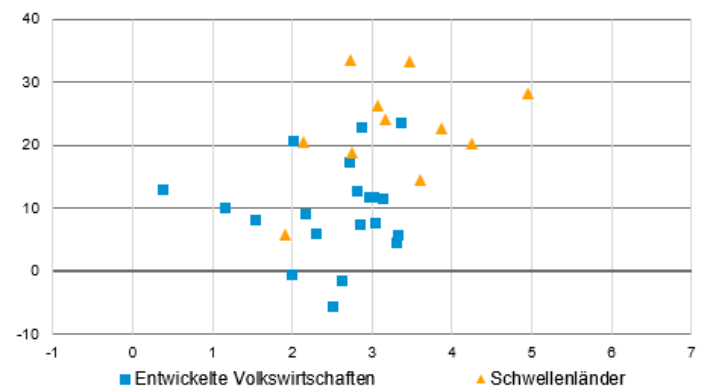
2023 Q2 vs 2021 Q2 – Hauspreise vs. Veränderungen in Leitzinsen und Kapitalmarkttrenditen

2

y-Achse: Hauspreise in %
x-Achse: Veränd. der Leitzinsen in %-Punkten



y-Achse: Hauspreise in %
x-Achse: Kapitalmarkttrenditen in %-Punkten



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD



Globale Wohnungsmärkte: Ein Zinsschock-Desaster? Nein, absolut nicht

2023 Q2 vs 2021 Q2 -- Hauspreise vs Inflation (VPI), Mieten und Kholodilin Index

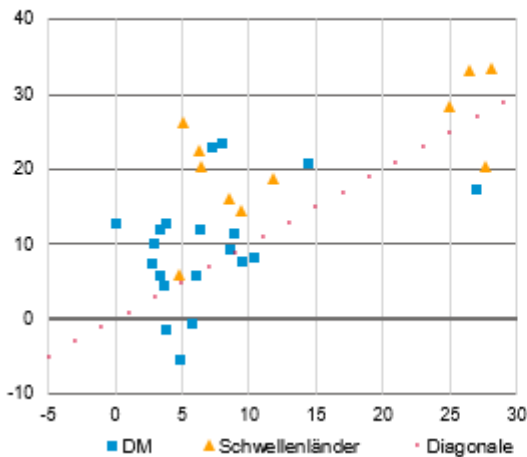
3

Regression: Hauspreise auf...

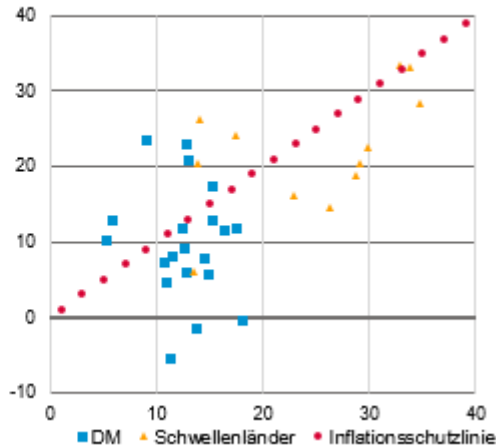
	Stichprobe	
	Alle Länder	DM
Inflation	0,37 (0,19)	-0,52 (0,53)
Mieten	0,36 (0,16)	0,55 (0,31)
Kholodilin	-17,5 (7,3)	-11,4 (9,4)
Konstante	10,7 (4,2)	17,4 (6,7)
R2	0,55	0,30
#Beob.	32	20

DM = Entwickelte Volkswirtschaften,
(...) = Standardfehler

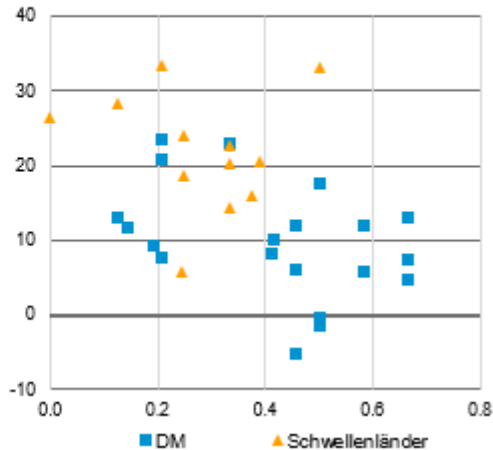
y-Achse: Hauspreise in %
x-Achse: Mieten in %



y-Achse: Hauspreise in %
x-Achse: Inflation in %



y-Achse: Hauspreise in %
x-Achse: Kholodilin index



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

Fundamentale Faktoren spielten eine Rolle: Im Allgemeinen stützen eine höhere Inflation und ein höheres Mietwachstum die Preise

In der akademischen Literatur ist der Inflationsschutz von Wohneigentum gut dokumentiert.¹ Unsere Untersuchung ([hier](#)) zeigt, dass die Hauspreise langfristig in allen Ländern der OECD-Datenbank die Inflation übertroffen haben. Natürlich war diese historische Regel in den letzten zwei Jahren aufgrund des Zinsschocks oft nicht direkt sichtbar. Die Hauspreise entwickelten sich oftmals schlechter als die Verbraucherpreise. Jedoch scheint die Inflation trotzdem einen Einfluss gehabt zu haben. In der Regel verzeichneten Länder mit höheren Inflationsraten einen stärkeren Preisanstieg oder einen geringeren Preisrückgang. Eine bivariate Regression von Q2 2021 bis Q2 2023 zeigt, dass die Hauspreise in Ländern mit einer um 1 % höheren Inflation um 0,7% gestiegen oder um 0,7% weniger gesunken sind. Weitere erklärende Variablen wie das Mietwachstum und der **Kholodilin**-Index, der die Zahl Wohnungsmarktregulierungen

¹ Vergleiche z.B. Pin-Te Lin (2018). "A Critical Review of Housing Markets", Dissertation und dort zitierte Referenzen.



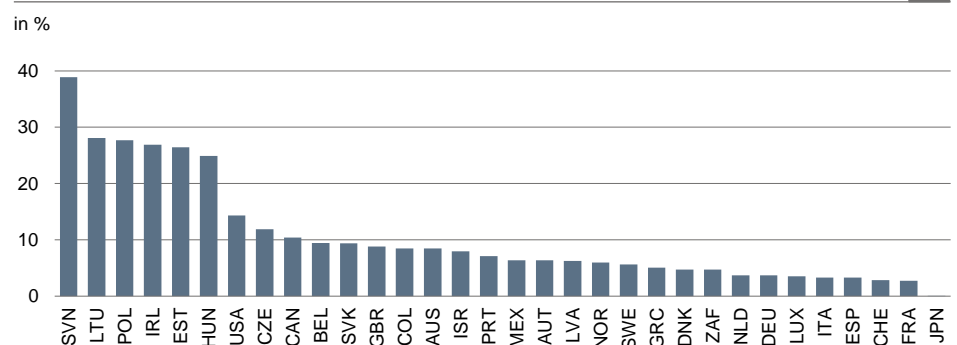
Globale Wohnungsmärkte: Ein Zinsschock-Desaster? Nein, absolut nicht

in einem Land misst (siehe unten für weitere Einzelheiten), misst einen geringeren Einfluss der Inflation. Der Inflationskoeffizient sinkt auf 0,4, bleibt aber eindeutig positiv und signifikant. Dies ist jedoch eindeutig auf die Auswirkungen der Schwellenländer zurückzuführen. Die Konzentration auf die entwickelten Länder führt zu einer negativen, insignifikanten Beziehung. Trotz dieses Ergebnisses deuten die überraschend geringen nominalen Preisrückgänge in den letzten zwei Jahren darauf hin, dass die Inflation in den entwickelten Ländern dazu beigetragen hat, den Abschwung abzufedern. Unserer Ansicht nach war die zugrunde liegende Beziehung in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich. Und wie der folgende Absatz zeigt, könnte die Beziehung zwischen Hauspreisen und Inflation komplex sein.

Die Inflation hatte auch einen Einfluss auf die Mieten. Eine bivariate Regression zeigt, dass eine um 1% höhere Inflation die Mieten in der Stichprobe der entwickelten Volkswirtschaften um 0,6% und in der gesamten Stichprobe um 0,7% erhöht. Selbstverständlich ist das Mietwachstum auch eine wesentliche Variable zur Bestimmung der Hauspreise. In unserer multivariaten Regression (siehe oben) der Hauspreise auf die Inflation, das Mietwachstum und den **Kholodilin-Index** beträgt der Koeffizient des Mietwachstums 0,4, und er ist für die gesamte Stichprobe signifikant. Das durchschnittliche Mietwachstum betrug 10,6%, was bedeutet, dass die Hauspreise in der Stichprobe aufgrund des Mietwachstums im Durchschnitt um 4,2% gestiegen oder um 4,2% weniger gesunken sind. In der Stichprobe der entwickelten Märkte beträgt der gleiche ebenfalls signifikante Koeffizient 0,6.² In diesem Fall betrug das Mietwachstum während des Regressionszeitraums 5,9%, was einen Anstieg der Hauspreise um 3,9% impliziert – also sehr ähnlich wie in der gesamten Stichprobe. Die Feststellung, dass Länder mit höherer Inflation im Allgemeinen ein höheres Mietwachstum aufwiesen (und über ein höheres Mietwachstum auch höhere Hauspreise – auch wenn Hauspreise und Inflation nicht direkt miteinander verknüpft sind), deutet eine komplexe Kausalität an, und sicherlich hatte der Zinsschock ebenfalls einen Einfluss.

2021 Q2 vs. 2023 Q2 Nominale Mieten

4



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

Schließlich betrachten wir die Auswirkungen der Wohnungsmarktregulierung. Der **Kholodilin-Index**³ misst die Strenge der Mietenregulierung, des Mieterschutzes und der Wohnraumrationierung. Für jedes Land wird der letzte verfügbare Index verwendet, d.h. die Jahre 2020 bis 2023. Für Korea liegen keine Daten vor, so dass sich unsere Stichprobe auf 32 Länder beschränkt. Der Index liegt

² Wenn man jedoch Irland aus der Stichprobe der entwickelten Märkte herausnimmt, wo die Hauspreise um 18 % und die Mieten um sehr hohe 27 % gestiegen sind (eindeutig ein Ausreißer), steigt der Koeffizient auf 0,8 und wird insignifikant, was auf eine große Heterogenität zwischen den Ländern hinweist.

³ Kholodilin, K. A. (2020). Langfristige Mehrländerperspektive auf Mietmarktregulierungen. Housing Policy Debate, 30(6), 994-1015 and online appendix: https://rpubs.com/Konstantin_Xo/RHMR



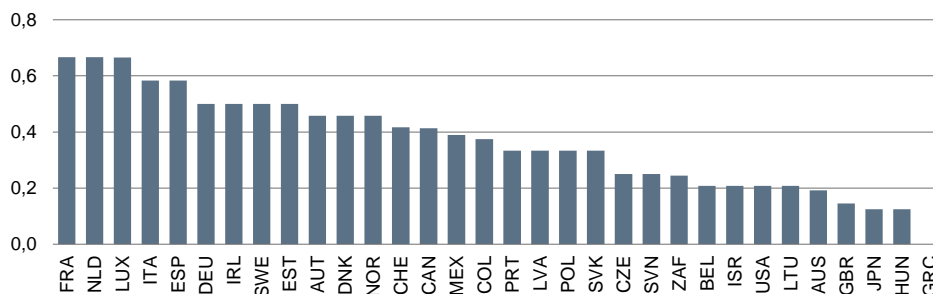
Globale Wohnungsmärkte: Ein Zinsschock-Desaster? Nein, absolut nicht

zwischen null für nicht regulierte Länder und eins für stark regulierte Länder. Er ist nur eins, wenn 18 Fragen bejaht werden. Nur einige wenige Länder, die nicht in unserer Stichprobe enthalten sind, haben den maximalen Wert von eins. In unserer Stichprobe haben west- und nordeuropäische Länder mehr Regulierungen auf dem Wohnungsmarkt als osteuropäische und angelsächsische Länder. Frankreich und die Niederlande haben den höchsten Koeffizienten von 0,66, Deutschland hat einen relativ hohen Wert von 0,5, und Ungarn und Griechenland haben die niedrigsten Koeffizienten. In der gesamten Stichprobe beträgt der **Kholodilin**-Koeffizient -17,5, zudem ist er signifikant. Multipliziert mit dem Durchschnittswert von 0,36 für 32 Länder bedeutet dies, dass die Hauspreise aufgrund der Regulierung im Durchschnitt um 6,3% gesunken sind. In der Stichprobe der Industrieländer beträgt der Koeffizient -11,4, ist aber nicht signifikant. Vermutlich lässt sich die Insignifikanz sowohl auf die Heterogenität in den 20 entwickelten Märkten als auch den geringen Stichprobenumfang zurückführen. Für die entwickelten Länder beträgt der **Kholodilin**-Index 0,41, was bedeutet, dass die Regulierung des Wohnungsmarktes im Durchschnitt zu einem Preisrückgang von 4,7% führte. Damit hatten für fast alle entwickelten Volkswirtschaften das Regulierungsumfeld einen größeren Einfluss auf die Hauspreise als das Mietwachstum. Ausnahmen sind Irland (aufgrund eines sehr starken Mietwachstums von fast 27%) sowie das Vereinigte Königreich und die USA mit relativ lockerer Wohnungsmarktregulierung und einem Mietwachstum von fast 9% bzw. 14%.

Jüngste Kholodilin-Statistik, welche die Strenge der Wohnungsmarktregulierung misst

5

[0,1], Verhältnis von Ja-Antworten auf insgesamt 18 Fragen zu Mieterschutz und Wohnraumrationierung



Jüngster Datenpunkt = 2020, 2021, 2022 oder 2023

Quellen: Deutsche Bank Research, DIW (Konstantin Kholodilin)

Diese Ergebnisse erlauben es uns auch, eine naive Ceteris-paribus-Analyse durchzuführen. Erstens: Hätte Deutschland vor dem Zinsschock den regulatorischen Rahmen der USA übernommen, wären die Hauspreise von Q2 2021 bis Q2 2023 um 3,3% weniger gefallen – also nur 6,7 % vom Höchststand bis zum Tiefststand, statt 10%. Zweitens wäre der **Kholodilin**-Index in den Industrieländern um 0,1 Punkte strenger (was bedeuten könnte, dass zwei zusätzliche Fragen bejaht würden, was wiederum bedeuten könnte, dass zwei strengere Mietgesetze eingeführt würden), wären die Hauspreise im Durchschnitt um zusätzliche -1,1% gefallen.

Unsere Ergebnisse weisen auch auf einige Kompromisse zwischen Regulierung und Geldpolitik hin. Länder mit stärker regulierten Wohnungsmärkten benötigen möglicherweise weniger Zinserhöhungen, um die Hauspreisinflation einzudämmen. Auf der anderen Seite könnten die makroprudenziellen Risiken in Mietwohnungsmärkten mit hoher Regulierung größer sein. Dies könnte den Handlungsspielraum der Geldpolitik einengen und zu weniger Zinserhöhungen führen. Dies könnte, insbesondere im Hinblick auf die Kapitalmarktzinsen, ein



Globale Wohnungsmärkte: Ein Zinsschock-Desaster? Nein, absolut nicht

Erklärungsbeitrag zu dem geringeren Zinsanstieg im Euroraum und dem größeren Zinsanstieg im Vereinigten Königreich und in den USA sein.

Zusammenfassung und Ausblick

Die akademische Literatur zeigt, dass sich Zinsänderungen mit einer Verzögerung von typischerweise 12 bis 18 Monaten auf die Realwirtschaft auswirken. In Ländern, in denen die Immobilienpreise bis zum zweiten Quartal 2023 fielen, könnte sich dies daher im dritten Quartal 2023 fortgesetzt haben. Dies gilt zum Beispiel für Deutschland und Frankreich. Hier liegen uns bereits Daten für Q3 vor. Es scheint jedoch klar zu sein, dass der globale Zinsschock, sowohl bei den Leitzinsen als auch bei den langfristigen Renditen, im zweiten Halbjahr 2023 seinen Höhepunkt erreicht hat. Die Finanzmärkte haben bereits erhebliche Zinssenkungen eingepreist, und die langfristigen Renditen in Europa sind seit Oktober bis Ende 2023 erheblich gesunken. Diese Entwicklung wurde stark von einer rückläufigen Inflation aufgrund von großen Basiseffekten verursacht. Darüber hinaus haben viele Länder ein geringes Wachstum, eine Stagnation oder in Deutschland sogar eine Rezession und in fast allen Ländern die mageren Wachstumsaussichten für 2024 den Preisdruck verringert. Infolgedessen hat sich ein breiter Konsens dahingehend herausgebildet, dass keine weiteren Zinserhöhungen erforderlich sein werden. Wir stimmen dem zu und rechnen mit mehreren Zinssenkungen durch die Zentralbanken. Dieses neue Zinsumfeld dürfte die Immobilienpreise im Jahr 2024 stützen. Angesichts der Verzögerungen von 12 bis 18 Monaten und des Rückgangs der Zinssätze dürften die Wohnungsmärkte den Zinsschock weitestgehend verdaut haben.

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

© Copyright 2024. 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.