

# CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig  
Chief Investment Officer ODDO BHF AG

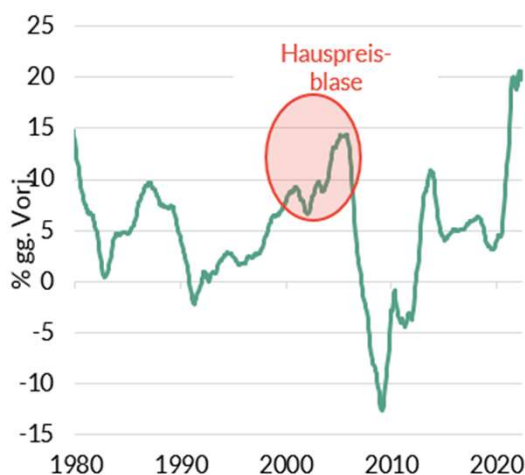


19. August 2022

## BLASENBILDUNG AM US-IMMOBILIENMARKT

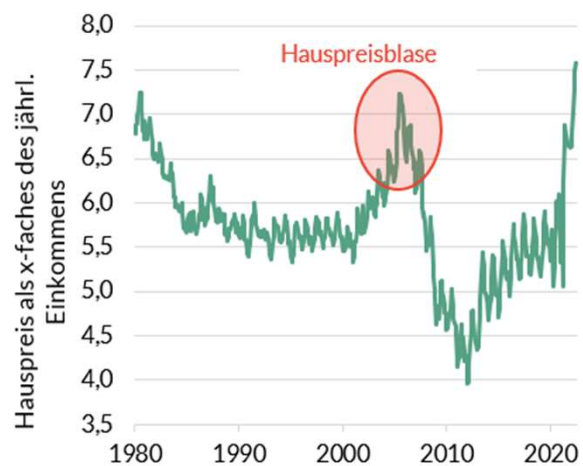
Die Immobilienpreise in den USA laufen seit Mitte 2020 steil nach oben. Der Häusermarkt verzeichnete gemessen am Case Shiller Hauspreisindex Preissteigerungen von rund 20% im Vergleich zum Vorjahr. Zwischen Ende 2019 und Mai 2022 sind die Hauspreise im nationalen Durchschnitt um insgesamt fast 43% gestiegen. In Florida, Texas, Georgia, Kalifornien, Arizona, und anderen Bundesstaaten waren die Preisanstiege noch wesentlich höher. Die Hauspreissteigerungen der letzten ein bis zwei Jahre sind die mit Abstand höchsten im Verlauf der vergangenen 47 Jahre (siehe Abbildung 1). Kein Wunder also, dass Warnungen vor einer Blasenbildung lauter werden.<sup>1</sup> Eine Blasenbildung am US-Immobilienmarkt kann man an extremen Preissteigerungen, hohen Bewertungen und spekulativen Exzessen erkennen.

Abb. 1: Nationaler Case Shiller Hauspreisindex  
Veränderung gg. Vorjahr in %



Quelle: Refinitiv Datastream, 01.01.1975-31.03.2022

Abb. 2: Hauspreise (Median der Verkaufspreise bestehender Einfamilienhäuser) zum verfügbaren pro Kopf-Einkommen



Quelle: Refinitiv Datastream, National Association of Realtors, Bureau of Economic Analysis, eigene Berechnungen: 01.01.1980-31.03.2022

Der enorme Anstieg der Häuserpreise um 43% von dem Niveau vor der Pandemie Ende 2019 bis Mai 2022 könnte das erste Anzeichen für eine Blasenbildung am U.S. Immobilienmarkt sein. Der Grund: auf längere Sicht müssen Immobilien bezahlbar bleiben. Der durchschnittliche Preis für Einfamilienhäuser liegt nach Angaben der National Association of Realtors (NAR) aktuell bei 421.000 US\$ (Stand Juni 2022) oder dem 7,5-fachen der verfügbaren Pro Kopf-Einkommen.<sup>2)</sup> Am Einkommen gemessen wären die Hauspreise also höher als im Vorfeld der Krise 2007-09. Auf dem Tiefpunkt der Hauspreisentwicklung im Jahr 2012 mussten die Käufer von Immobilien im Durchschnitt nur vier Jahreseinkommen aufwenden, um ein Einfamilienhaus zu bezahlen. Die in Abbildung 2 gezeigte Hauspreisrelation zum verfügbaren Einkommen bedeutet, dass Häuser heute für viele Amerikaner unerschwinglich geworden sind.

Ein drittes Anzeichen für eine Blasenbildung sind die vermehrten spekulative Aktivitäten am U.S. Immobilienmarkt. Nach ATTOM, einem Datenanbieter für den Immobiliensektor, ist die „Home Flipping Rate“ seit dem Frühjahr 2021 kontinuierlich bis auf 9,6% im ersten Quartal 2022 gestiegen, von rund 6% in den Jahren seit der Finanzkrise.<sup>3)</sup> Mit anderen Worten: eins von zehn verkauften Häusern wurde kurzfristig, nach durchschnittlich 161 Tagen weiterverkauft. Vermutlich, um von Preissteigerungen zu profitieren. Nach Angaben von Redfin, einem großen Immobilienmakler, ist der Anteil von Käufen von Einfamilienhäusern durch Investoren von rund 13% vor der Pandemie auf 19,4% im 2. Quartal 2022 gestiegen.<sup>4)</sup> Die hohe Umschlaghäufigkeit und der zunehmende Anteil an Investoren unter den Käufern von Immobilien sind Hinweise auf vermehrte Spekulation am U.S. Immobilienmarkt.

Von einer Panik am U.S. Häusermarkt ist nichts zu spüren. Aber es gibt erste Anzeichen, dass sich die Stimmung eintrübt, da die Hypothekenzinssätze steigen. Der durchschnittliche Zinssatz für 30jährige Hypothekenkredite liegt laut Freddie Mac bei 5,2% und damit fast doppelt so hoch wie auf dem Tiefstand im Herbst 2020. Die Indikatoren zur Marktaktivität und zur Bautätigkeit zeigen kräftig nach unten. Der Verkauf von Bestandsimmobilien und neuen Objekten ist um 16% bzw. 30% gefallen (Stand Juni 2022, Quelle für Existing Home Sales: NAR; Quelle für New Home Sales: U.S. Census Bureau). Baubeginne und Baugenehmigungen sind seit Ende des vergangenen Jahres um 18% respektive 12% zurückgegangen (Stand Juli 2022, Quelle: U.S. Census Bureau). Auch der NAHB Housing Market Index ist von 84 im Dezember 2021 auf 49 Punkte im August 2022 eingebrochen. Die National Association of Home Builders (NAHB) fragt nach verschiedenen Marktbedingungen am U.S. Immobilienmarkt. Der NAHB-Index misst damit die Stimmung am Immobilienmarkt, die sich in den letzten Monaten deutlich verschlechtert hat.

Die Situation am Immobilienmarkt ist heute eine andere als zur Zeit der letzten schweren Immobilienkrise in den Jahren 2008/2009. Die Schwere der damaligen Immobilienkrise beruhte vor allem auf der Vernachlässigung von Bonitätsanforderungen bei der Kreditvergabe durch die Banken. Der hohe Anteil von sogenannten „Subprime Darlehen“ an einkommensschwachen und oftmals überschuldeten Darlehensnehmer, eine unzureichende Regulierung der Banken und die fehlende Regulierung von Schattenbanken zählen zu den entscheidenden Faktoren für die Immobilienkrise in den Jahren 2008/2009. Hypothekenkredite wurden damals in einem zunehmenden Ausmaß als Mortgage Backed Securities (MBS) zur Refinanzierung genutzt. MBS und andere forderungsbesicherte Wertpapiere wurden in verschiedene Risikotranchen zerlegt und als strukturierte Kreditprodukte etwa in Form von Collateralized Debt Obligations (CDOs) am Kapitalmarkt gehandelt. Das Risiko dieser strukturierten Kreditprodukte war intransparent und schwer einzuschätzen. Als Lehman Brothers dann am 15. September 2008 Konkurs anmeldete, weitete sich die Immobilienkrise zu einer Weltfinanzkrise aus, da sich Banken gegenseitig kein Geld mehr liehen, die Liquidität an den Anleihenmärkten

austrocknete und Wertpapiere weltweit einbrachen. Der eigentliche Grund für die Immobilienkrise 2008/2009 wird oftmals vergessen: Die Marktteilnehmer gingen damals davon aus, dass die Immobilienpreise beständig steigen werden, einkommensschwache Kreditnehmer die Kredite aus den Wertsteigerungen ihrer Häuser zurückbezahlen können und strukturierte Kreditprodukte daher nicht ausfallen werden. Dies erwies sich als falsch.

Die Belastung der Haushalte durch Hypothekendarlehen liegt heute anders als vor der letzten Immobilienkrise 2008/2009 auf einem Tiefstand. Ende 2007 mussten die Haushalte 7% ihres Einkommens für Zins und Tilgung aufwenden. Heute liegt die Quote bei unter 4% (Stand 2. Quartal 2022, Board of Governors of the Federal Reserve System) und damit auf dem niedrigsten Niveau seit Anfang der 80er Jahre. Die Kreditausfälle lagen im Hypotheken-Segment zuletzt bei moderaten 2,1% (1. Quartal 2021, Board of Governors of the Federal Reserve System). Auch die Bonität der Kreditnehmer ist heute deutlich besser als im Vorfeld der letzten Immobilienkrise. Der Federal Reserve Bank of New York zufolge lag der Anteil der Kreditnehmer mit schwacher Bonität in den vergangenen Quartalen bei nur rund 5%.<sup>5)</sup>

Die stark gestiegenen Immobilienpreise, die hohe Bewertung der Immobilien relativ zu den durchschnittlichen Einkommen und erste spekulative Exzesse deuten auf eine Blasenbildung am U.S. Häusermarkt hin. Wir erwarten keine Krise am U.S. Immobilienmarkt wie in den Jahren 2008/2009, da die Rahmenbedingungen heute andere sind, sondern eine deutliche Abschwächung der Preisentwicklung am U.S. Häusermarkt. Angesichts der hohen Verbraucherpreisinflation und der Blasenbildung am Immobilienmarkt wird die Federal Reserve die Leitzinsen weiter anheben müssen. Die höheren Leitzinsen wiederum werden die Preisentwicklung am Immobilienmarkt dämpfen und zu einer Abkühlung des volkswirtschaftlichen Wachstums in den Jahren 2022 und 2023 beitragen. Viele Investoren am U.S. Immobilienmarkt werden wiederum lernen, dass Immobilienpreise nicht beständig steigen. Das ist die eigentliche, oftmals vergessene Lehre aus den Jahren 2008/2009.

---

1) J. Coulter et al. (2022), Real-Time Market Monitoring Finds Signs of Brewing U.S. Housing Bubble, Federal Reserve Bank of Dallas; Robert Shiller (2022), Interview mit Yahoo Finance, Robert Shiller: "We have a lot of ingredients that might lead to a recession"

2) Die Angaben basieren auf eigenen Berechnungen auf Basis der Medianpreise für verkaufte, bestehende Einfamilienhäuser (Median Price of Existing One-Family Homes Sold; Quelle: National Association of Realtors) sowie dem verfügbaren persönlichen pro Kopf-Einkommen (Disposable Personal Income per Capita, Quelle: U.S. Bureau of Economic Analysis)

3) ATTOM, Home Flipping Spikes Across U.S. in First Quarter, 23. Juni 2022; ATTOM definiert die „Home Flipping Rate“ als Anteil der Verkäufe von Wohnimmobilien, die innerhalb von 12 Monaten weiterverkauft werden, auf der Grundlage der Beurkundungen der Verkäufe.

4) Redfin, Investor Home Purchases Plateau But Remain Well Above Pre-Pandemic Levels, 18. August 2022

5) Federal Reserve Bank of New York (2022), Quarterly Report on Household Debt and Credit, August 2022

**Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF AG wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.**

## WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF Aktiengesellschaft (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF Aktiengesellschaft, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.