



## De Duitse woningmarkt: een nieuwe zeepbel in wording?

Na een stijging van de Duitse woningprijzen in 2011, lijkt deze opwaartse trend zich ook in 2012 voor te doen. Voor de Bundesbank was dit een aanleiding om de vraag op te werpen of een huizenprijsbubbel aan het ontstaan is. Behalve dat het leeglopen van zo'n zeepbel een destabiliserend effect kan hebben op het financiële systeem, leidde zo'n kentering in andere landen al tot hardnekkige economische tegenwind. In dit Themabericht wordt geëvalueerd of de huidige prijsstijgingen kunnen worden verklaard door onderliggende factoren of dat het speculatie betreft.

### Woningprijzen: een terugblik

Waar de Duitse woningprijzen recent een prijsstijging laten zien, hebben de Duitsers een periode van vijftien jaar met dalende prijzen achter de rug (figuur 1). In de periode na de hereniging werden de prijzen opgedreven door de trek naar het voormalige West-Duitsland. Na 1995 daalden de prijzen in zowel Oost- als West-Duitsland. De afname was in het oosten echter veel sterker. Sinds midden jaren '00 lijkt deze ontwikkeling echter te zijn opgehouden en bewegen de prijzen min of meer gelijk. Recentelijk lijkt er vooral een groot verschil op te treden in de prijsontwikkeling tussen de grote steden en de landelijkere gebieden.

### Een buitensporig prijsniveau?

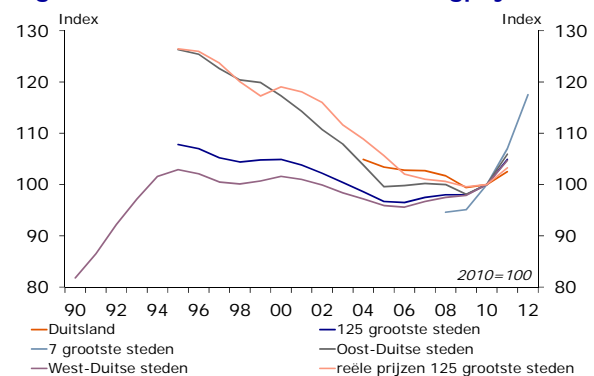
Wanneer de prijsontwikkeling internationaal wordt vergeleken, is de uitgangssituatie van Duitsland ook wezenlijk anders. De landen waar de huizenprijzen recentelijk zijn gedaald, hebben in de jaren '90 en de eerste helft van de jaren '00 een forse prijsstijging gezien. Sinds 1996 zijn de prijzen 1,5 tot 2,5 keer vermenigvuldigd (inclusief de daling sinds 2008), waarbij in Ierland de prijzen op het hoogtepunt (2007) op een 4,5 keer hoger niveau lag. In Duitsland daalden de prijzen in deze periode en was het nominale

prijsniveau pas in 2011 weer gelijk aan dat in 1996 (reële prijzen zijn 17% gedaald). Ook de verhouding tussen prijs en inkomen (figuur 2) duidt erop dat op de Duitse woningmarkt nog allerminst sprake is van overwaardering. In bijvoorbeeld Ierland en Spanje stegen voor de uitbraak van de financiële crisis de huizenprijzen twee keer zo snel als het inkomen, terwijl de ratio in Duitsland met een kwart daalde. Ook de prijs van koopwoningen ten opzichte van de huurprijs ligt in Duitsland nog onder het lange-termijn gemiddelde.

### Risicomitigerende karakteristieken

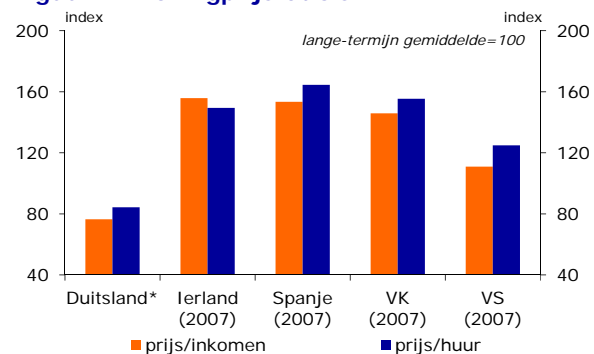
Sterke prijsfluctuaties worden sowieso gedrukt door specifieke karakteristieken van de Duitse woningmarkt. Zo heeft Duitsland het laagste percentage van koop- ten opzichte van huurwoningen. Slechts 43% van

Figuur 1: Index van nominale woningprijzen



Bron: Bundesbank (gebaseerd op data van Bulwien-Gesa AG)

Figuur 2: Woningprijsratio's



\*data Duitsland: prijs/inkomen: 2011; prijs/huur: 3e kwartaal 2012

Bron: OECD

het woningaanbod bestaat uit koopwoningen tegen een Europees gemiddelde van 69%. Een belangrijke reden hiervoor is de stabiele huurmarkt, waarin de huren gemiddeld met iets meer dan 1% per jaar stegen. Hierdoor is er geen noodzaak om een woning te kopen, maar wordt een woningaankoop voornamelijk als investering gezien, waarvoor eerst gespaard moet worden.

Daarnaast blijft het kredietbeleid van de Duitse banken vrij conservatief. Zo is de typische 'loan-to-value' (LTV) bij een eerste woningaankoop in Duitsland 70% tegenover een Europees gemiddelde van 79% (ECB, 2009)<sup>1</sup>. Duitse hypotheekleningen worden vaak gefinancierd door pandbrieven, waarbij alleen de eerste 60% van de woningwaarde hiervoor in aanmerking komt. Bij een hogere LTV moet de bank dat gedeelte uit alternatieve financiering (zoals eigen vermogen) bekostigen, waardoor de kosten sterk stijgen. Daarom wordt het aanvullende gedeelte vaak gefinancierd door een 'Bauspar'-lening. Hierbij moet er eerst voor een periode met een vast maandbedrag worden gespaard, waarna een aanvullende (achtergestelde) lening kan worden afgesloten. De lage LTV wordt ook weerspiegeld in de lage en relatief constante ratio van private sector schuld ten opzichte van het BBP. (figuur 3).

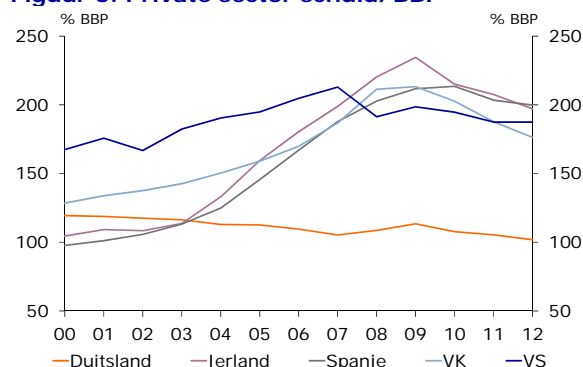
Een laatste karakteristiek van de Duitse hypotheekverlening is dat meer dan 70% van de kredieten wordt verstrekt met een rentevaste periode van vijf jaar of langer, waarmee de hypotheeknemer wordt beschermd tegen eventueel snel stijgende rentetarieven. Uit een rondvraag van de Bundesbank (2012)<sup>2</sup> in Beieren is echter gebleken dat het percentage van woningkredieten met een variabele rente is gestegen in de periode 2009-2011, waardoor met

de huidige lage rentes de risico's zouden kunnen worden onderschat.

### Prijsstijgingen niet met krediet gefinancierd

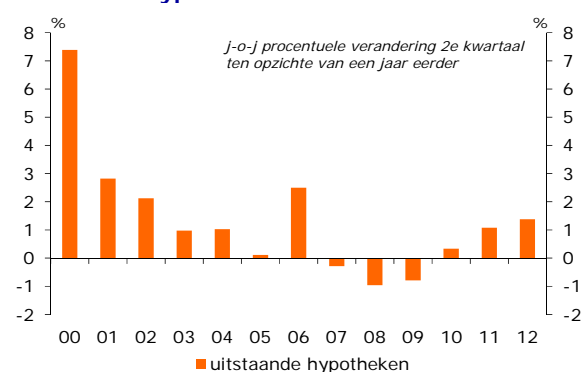
In tegenstelling tot de landen waarin de woningprijzen voor de financiële crisis snel zijn gestegen, wordt de recente stijging in Duitsland niet veroorzaakt door toegenomen kredietverlening. Het aantal verstrekte hypotheekleningen nam slechts licht toe (figuur 4). Volgens de 'Bank Lending Survey' van de ECB steeg de vraag naar hypotheekleningen wel, maar de criteria voor nieuwe hypotheekverlening zijn ook zwaarder geworden. Dit duidt er op dat de recente stijging eerder wordt veroorzaakt door investeerders die op zoek zijn naar een beter rendement dan zij kunnen krijgen op, bijvoorbeeld, Duitse staatsobligaties of deposito's. Met een rendement op vastgoedinvesteringen in 2011 van 3,4% (nieuwbouw in grote steden) tot 4,6% (bestaande bouw

Figuur 3: Private sector schuld/BBP



Bron: IMF

Figuur 4: Verandering in hoeveelheid uitstaande hypotheekleningen



Bron: Bundesbank

<sup>1</sup> ECB (2009) *Housing finance in the euro area*, Occasional paper series, no. 101.

<sup>2</sup> Bundesbank (2012), *Deutscher Wohnimmobilienmarkt in Bewegung*, Finanzstabilitätsbericht 2012, pp. 55-65.

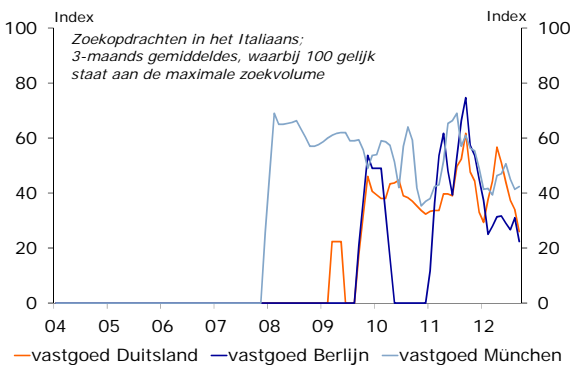
Duitsland-breed) blijven Duitse woningen een interessante investering.

Ook lijkt de Duitse woningmarkt op verschillende manieren te worden beïnvloed door de ontwikkelingen rondom de Europese schulden crisis. De vergrote onzekerheid rondom de schulden crisis maakt het interessanter om in iets tastbaars te investeren in een stabiel land (kapitaalvlucht naar een veilige haven). De Duitse media besteden hieraan veel aandacht, en dan specifiek aan Zuid-Europese investeerders die hun spaargeld in Duits woningen zouden investeren. De precieze invloed van deze kapitaalstromen is echter moeilijk vast te stellen, daar hier geen harde data over voorhanden zijn. Wel geeft de gestegen hoeveelheid zoekopdrachten in Google (figuur 5) een indicatie van de toegenomen interesse vanuit Zuid-Europa in de Duitse vastgoedmarkt en dan voornamelijk in die van Berlijn en München. Daarnaast lijkt er ook steeds meer vraag vanuit Rusland en Luxemburg te komen.

*Invloed van een ruim monetair beleid*

Het ruimere monetair beleid van de ECB, als reactie op de Europese schulden crisis, lijkt ook een uitwerking te hebben op de Duitse woningmarkt. Een lage rente werkt via verschillende kanalen door op de woningprijzen. Zo kan de beslissing om een huis te kopen naar voren worden geschoven om te profiteren van een historisch lage hypotheekrente. Ook leidt een lage rentestand

**Figuur 5: Aantal zoekopdrachten in het Italiaans naar vastgoed in Duitsland**



Bron: Google Trends

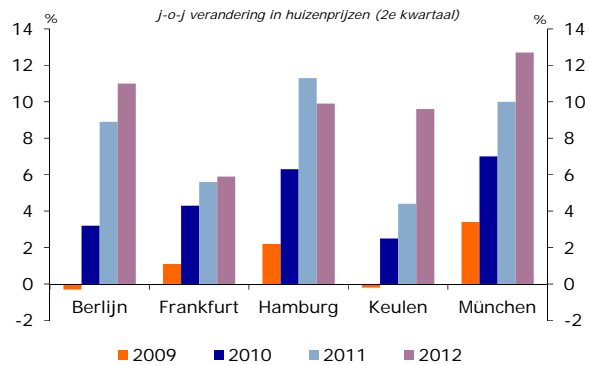
tot een zoektocht naar alternatieve investeringen. Verder kan de lage rente er ook toe leiden dat tegen dezelfde kosten een grotere hoeveelheid vreemd kapitaal kan worden aangetrokken (lijkt vooralsnog in Duitsland niet het geval).

Daarnaast ademt de woningmarkt in het algemeen mee met de economische situatie van een land. Waar de Duitse economie meer dan gemiddeld te lijden had van de kredietcrisis, was de groei in 2010 en 2011 beduidend hoger dan in de rest van de eurozone. In dezelfde periode is de werkloosheid gedaald naar het laagste niveau sinds de hereniging en is de loonontwikkeling zeer sterk geweest.

**Woningmarkt sterk regionaal gedreven**

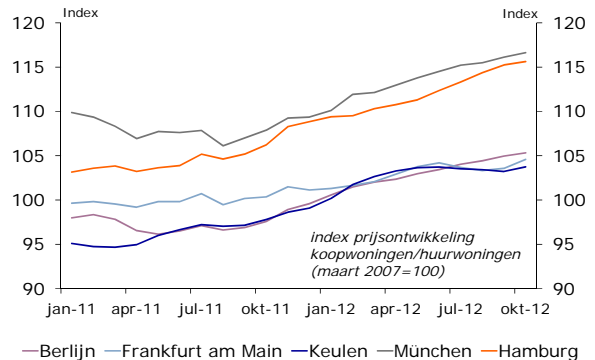
De toegenomen interesse in vooral Berlijn en München toont zich ook in de prijsontwikkeling. De verschillen tussen het platteland en de grote steden is groot, waarbij de grootste stijgingen voornamelijk plaatsvinden in de

**Figuur 6: J-o-j verandering in nominale huizenprijzen (2<sup>e</sup> kwartaal) in 5 steden**



Bron: Immobilien Scout GmbH

**Figuur 7: Prijsontwikkeling koop vs. huur**



Bron: Immobilien Scout GmbH, Rabobank

grootste steden (figuur 1 & 6). Het risico van eventuele buitensporige prijsstijgingen is dan ook voornamelijk geconcentreerd in deze gebieden. Een indicator hiervoor is het verschil in prijsontwikkeling van koopwoningen versus huurwoningen (figuur 7). Hieruit blijkt vooral dat in Hamburg en München de prijs van koopwoningen veel sneller is gestegen dan die van huurwoningen.

#### Demografie bepaalt op termijn het prijsniveau

Een krimpende bevolking werd vaak als reden genoemd, waarom er in het verleden geen prijsstijgingen plaatsvonden. Voor de steden lijkt dit echter teniet te worden gedaan door een andere demografische ontwikkeling, namelijk verstedelijking.

De verwachting is dat Duitsland op termijn sterk gaat verstedelijken, voorspeld wordt dat de Duitse bevolking in de periode tot 2030 zal krimpen (-3,7%), terwijl een positieve groei in de grote steden wordt verwacht (figuur 8). Een krimpende bevolking leidt ook nog niet meteen tot een afname van het aantal huishoudens, daar deze kleiner worden (meer eenpersoons-

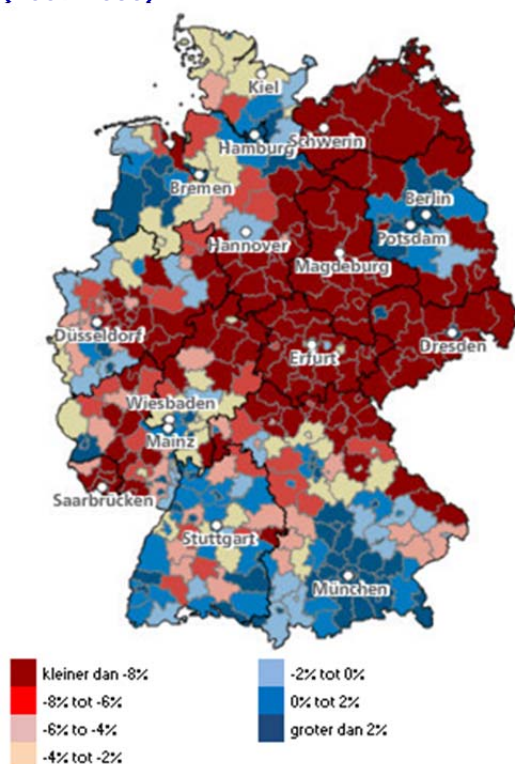
huishoudens: gezinsverdunding). Hierdoor zal de vraag naar grote woningen dalen (vaak rondom de steden), terwijl de vraag naar kleinere woningen (in de steden) zal stijgen. Daarnaast is het toenemende arbeidsaanbod in de grote steden ook een indicatie van de verstedelijking. In een rondvraag onder bedrijven over de aantrekkingskracht van regio's gaven ze aan het liefste in de grote agglomeraties te investeren, waardoor er een woningtekort zou kunnen ontstaan.

Tegenover deze positieve trend voor de steden staat wel dat grote delen van Duitsland in 2030 minder inwoners zullen tellen dan nu. Het Oost-Duitse platteland zal hierdoor het hardst worden getroffen. Waar steden last zullen gaan krijgen van een tekort aan woningen, krijgt het platteland problemen door een overschot ervan.

#### Conclusie

*De Duitse woningprijzen zijn in 2011 gestegen, maar deze ontwikkeling is voorafgegaan door een lange periode van prijsdalingen. Op dit moment liggen de nominale prijzen op het niveau van vijftien jaar geleden, waardoor er geen sprake kan zijn van zeepbelvorming in het gehele land. Ook de kredietgroei is in Duitsland al jaren zeer gematigd, terwijl voorgaande stijgingen in huizenprijzen vaak met krediet zijn gefinancierd. De prijzen in de steden zijn de laatste jaren echter sterk gestegen, gedeeltelijk veroorzaakt door een toenemende vraag vanuit het buitenland en de lage rentestand. Het risico van overwaardering is daar dan ook het grootste. Dit risico is echter voornamelijk op korte termijn aanwezig. De toenemende verstedelijking zal op termijn leiden tot extra vraag naar woningen in deze gebieden. Er zal daar dan ook meer gebouwd moeten worden, om een oververhitting van deze regionale vastgoedmarkten te voorkomen.*

**Figuur 8: Prognose bevolkingsontwikkeling (2009-2030)**



Bron: Bertelsmann Stiftung

december 2012

Marcel Weernink (030 – 216 0973)

M.Weernink@rn.rabobank.nl

[www.rabobank.com/economie](http://www.rabobank.com/economie)