

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 48, Juli – August 2016

Heute mit folgenden Themen:

- **Brexit: Isolationismus ist nicht nur für britische Wähler attraktiv**
- **Immobilien in Deutschland: sind wir schon in einer Preisblase?**

Das Votum der Briten zum Ausstieg aus der EU hat vielfach Fassungslosigkeit ausgelöst, weil hiermit eine Spaltung des Landes und ökonomischer Niedergang vorprogrammiert scheinen. Isolierung sowie Verweigerung gegenüber Fortschritt und Wandel sind schlechte Rezepte, um die Herausforderungen der Gegenwart zu meistern. Trotzdem hat sich eine Mehrheit für diesen Weg entschieden.

In „**Klartext: Die fatale Anziehungskraft der Selbstzerstörung**“ werden die Gründe hierfür analysiert. Denn die Gefahr besteht, dass sich ähnliche Wählervoten in anderen Ländern wiederholen. Hinter dem britischen Ergebnis steht ein sozialer Trend, den es auch in anderen entwickelten Ländern gibt: Außerhalb der Wachstumszentren zerfällt die traditionelle Mittelschicht. Vom Wirtschaftsaufschwung profitiert nur eine gebildete und bereits relativ wohlhabende Minderheit. Die Verlierer dieser Entwicklung wandeln sich zunehmend in frustrierte Wutbürger. Sie entwickeln eine Blockadehaltung gegenüber Veränderungen und werden für die Parolen von Demagogen anfällig.

Spezifisch britische Faktoren – wie eine nostalgisch verklärte Erinnerung an die Vergangenheit als Weltreich sowie Angst vor Immigration – haben dazu geführt, dass der Zorn der ansonsten zersplitterten Wutbürger gegen die EU gebündelt werden konnte. Die Gefahr besteht, dass ökonomisch destruktive Politik auch in anderen Ländern mehrheitsfähig wird, sofern es dort Demagogen gelingt, mit einem gemeinsamen Thema die Unzufriedenen anzusprechen. Denn 1) ignorieren etablierte Politiker und ökonomische Wissenschaft nach wie vor das Problem des Niedergangs der Mittelschicht und haben keine glaubwürdige Antworten; und 2) wird sich der Druck auf die Mittelschicht durch den Technologiewandel in den nächsten Jahren noch verstärken, weshalb die Zahl der wirtschaftlichen Verlierer weiter zunehmen dürfte.

Warnungen vor einer Immobilienblase in Deutschland gehören derzeit zu beliebten Themen in der Wirtschaftspresse. In der Analyse „**Steht Deutschland vor einer Immobilienblase?**“ wird untersucht, wie berechtigt diese sind. Zu diesem Zweck wurde 1) geprüft, wie stark die üblichen Begleitumstände für eine Immobilienblase derzeit in Deutschland zu erkennen sind; sowie 2) ob historische Entwicklungen während der Immobilienblasen in Großbritannien, Spanien, den USA, den Niederlanden und Irland mit den aktuellen Marktverhältnissen in Deutschland vergleichbar sind.

Hierbei konnte festgestellt werden, dass es noch keine Anzeichen für eine landesweite Immobilienpreisblase gibt. Allerdings sind im Neubausegment spekulative Übertreibungen zu beobachten. Daneben sind Überbewertungen in den Top-Metropolen und in vielen Schwarmstädten festzustellen. Im größten Segment Bestandswohnungen sind Preisübertreibungen aber bislang nur in einzelnen Städten erkennbar.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Die fatale Anziehungskraft der Selbstzerstörung

Liebe Langfristanleger,

seit einigen Jahrzehnten gibt es den sogenannten Darwin-Award¹: Hiermit werden Menschen „geehrt“, die sich durch eine überlegte Handlung auf idiotische Art selbst zerstören, obwohl sie bei vollem Verstand sind. Z. B. sind dies Leute, die auf der Suche nach dem besten Selfie an einer Klippe einen Schritt zu weit zurücktreten. Die „Auszeichnung“ wurde nach Charles Darwin benannt, weil – analog zur von ihm beschriebenen Funktionsweise der Evolution – die Selbstzerstörung zur „Entfernung inkompetenten Erbgutes“ führt, und somit zur Verbesserung der evolutionären Entwicklung den Menschen.



Inhalt:

Seite 10: Steht Deutschland vor einer Immobilienblase?

Seite 20: Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise

Seite 24: Disclaimer

„Auszeichnung“ wurde nach Charles Darwin benannt, weil – analog zur von ihm beschriebenen Funktionsweise der Evolution – die Selbstzerstörung zur „Entfernung inkompetenten Erbgutes“ führt, und somit zur Verbesserung der evolutionären Entwicklung den Menschen.

Bisher waren die Preisträger des Darwin Awards nur Einzelpersonen und wurden aufgrund von individuellen idiotischen Taten nominiert. Durch das Brexit-Referendum vom 23. Juni dürfte Großbritannien meiner Ansicht den ersten Darwin-Award für eine Nation verdient haben.

Zwar ist noch nicht klar, ob ein Brexit wirklich zustande kommt, da bis dahin noch zahlreiche rechtliche Hürden zu überwinden sind, aber alleine das Votum ist preiswürdig: In einer immer mehr zusammenwachsenden Welt auf Abkopplung vom wichtigsten Handelspartner zu setzten, ist ökonomischer Selbstmord. Alleine schon die Möglichkeit, dass es zum Brexit kommt, hat zunächst einmal den Ruf Großbritanniens als stabilem Wirtschaftsstandort geschwächt, was man relativ bald in einem Rückgang der Investitionen, der Abwanderung von Fachkräften und fallender Bautätigkeit sehen wird.²

Langfristig gesehen viel schlimmer als die unmittelbaren wirtschaftlichen Auswirkungen ist am Brexit-Ergebnis aber, dass es a) ein demokratisches Votum für ökonomischen und gesellschaftlichen Rückschritt ist; und b) tiefe Gräben innerhalb der britischen Gesellschaft aufgerissen hat, die in den nächsten Monaten das Land zu zerreißen drohen. Der Brexit droht nicht das Ende vom EU-Europa zu werden – aber von Großbritannien als geeinter Nation und führender Wirtschaftsmacht.

Trotzdem ist zu befürchten, das dieses Referendum nicht die letzte demokratische Entscheidung bleibt, die ein Desaster impliziert, sondern weitere destruktive Volksentscheide und Wahlen folgen.

Griechenland 2015, Großbritannien 2016, wer kommt 2017?

Regelmäßige Volksabstimmungen sind in der Schweiz eine bewährte Methode der direkten Demokratie. In anderen Ländern werden sie seltener durchgeführt und haben sie sich als sehr gefährlich erwiesen – wenn a) über nationale Fragen abgestimmt wird und die Konsequenzen der Entscheidungen unklar sind; sowie b) demagogische Politiker bereit sind, für ihre Sache skrupellos zu lügen und ihr Thema zu emotionalisieren. Aus diesem Grund hatten z. B. in Deutschland die Väter des Grundgesetzes die Möglichkeit von Volksabstimmungen auf Bundesebene nicht vorgesehen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Es ist nicht das erste Mal, dass Demagogen ihre Wähler zu einem irrsinnigen politischen Kurs verführen. Vor einem Jahr hatte die griechische Regierung unter Alexis Tsipras ein Referendum durchgeführt, mit dem die Wähler Reformverzicht und einen Konfrontationskurs zu den Schuldernationen bestätigen sollten. Tsipras gewann zwar die Volksabstimmung, musste aber nach dem dann folgenden Chaos doch die Vorgaben der Kreditgeber im Wesentlichen akzeptieren. Im Ergebnis hat er nicht nur seine Wähler mit falschen Versprechungen getäuscht, sondern auch den Rückstand seines Landes gegenüber dem übrigen Europa (incl. der anderen Krisenländer) weiter ausgeweitet. Allerdings kann man den Griechen zugute halten, dass sie nach 5 schweren Krisenjahren in einer verzweifelten Situation waren und ein Protestzeichen setzen wollten.

Großbritannien ist aber nicht Griechenland: Die Nation hat eine lange demokratische und rechtsstaatliche Tradition. Sie ist eine der führenden Wirtschaftsmächte dieser Welt, Heimat vieler multinationaler Konzerne und besitzt mit London eines der bedeutendsten Finanzzentren. Das Wohlstandsniveau ist relativ hoch und liegt mit einem Pro-Kopf BIP von 41.200 US\$ (2015) 9% über dem EU-Durchschnitt (zum Vergleich: Pro-Kopf-BIP Griechenland: 26.400 US\$ = 70% des EU-Ø).³

Trotzdem gibt es viele – echte und eingebildete – Missstände, die verbitterte „Wutbürger“ auf den Plan rufen. Und ähnlich wie in Griechenland konnten diese mobilisiert werden, indem die EU zum Sündenbock für Fehlsteuerungen im eigenen Land gemacht wurde. Daher stellen sich die Fragen:

- Wie kann es sein, dass viele Wähler einer der führenden Wirtschaftsnationen freiwillig für etwas ökonomisch offensichtlich so selbstmörderisches wie den Ausstieg aus der EU votieren?
- Droht die Wiederholung in anderen Ländern?

Reverse Change statt Embrace Change – das Rad der Geschichte soll zurückgedreht werden

„Embrace Change“ – den Wandel umarmen – lautet das Motto von Silicon Valley, dem Fortschrittszentrum an der US-Westküste. „Reverse Change“ – den Wandel zurückdrehen und zur guten alten Zeit zurückkehren, ist hingegen die Botschaft, welche die nicht nur die Brexiter antreibt. Auch die Anhänger von Donald Trump und Bernie Sanders in den USA, die Anhänger von Rechtspopulisten in West- und Osteuropa wie auch neuen linken Protestbewegungen in Südeuropa folgen diesem Motto. Sie haben vor allem ein Ziel: ökonomischen und gesellschaftlichen Wandel zurückzudrehen.

Es gibt eine derzeit überall in den westlichen Industrienationen eine hohe Anzahl von Menschen, die sich als Verlierer einer zunehmenden wirtschaftlichen Integration sehen. Sie haben Angst vor der weiteren Zukunft und suchen Sündenböcke. Anstatt die Notwendigkeit zur Veränderung zu begreifen, reagieren sie defensiv und wollen Wandel blockieren. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass Menschen oft nostalgisch verklärte Vorstellungen einer angeblich „guten, alten Zeit“ haben.

Die Brexit-Bewegung hat die Unzufriedenheit der Nostalgiker und sozialen Verlierer gebündelt

Üblicherweise sind die Unzufriedenen eines Landes zersplittert. Spezifisch an Großbritannien ist, dass die Europäische Union in den vergangenen Jahren zur gemeinsamen Projektionsfläche für den Zorn vieler Wutbürger wurde und sie vereinigt hat. Und hierfür gibt es viele Gründe:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

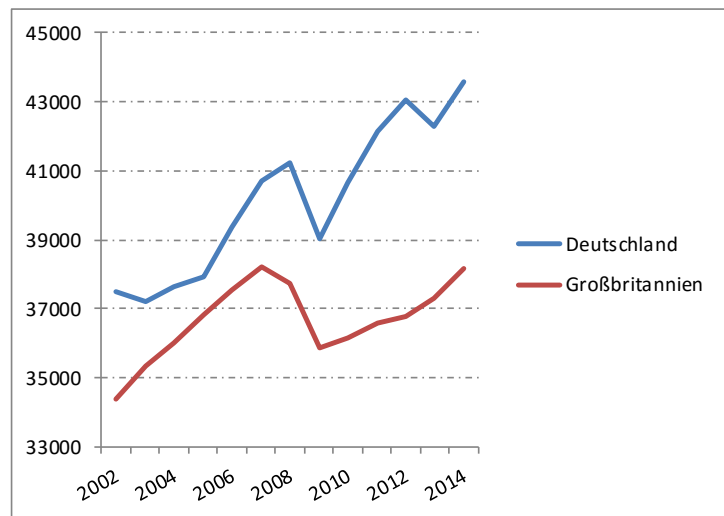
- Die im EU-Vergleich überdurchschnittliche Wirtschaftskraft führt auch dazu, dass Großbritannien zu den Nettozahlern in die EU gehört. Diese Regelung wird von vielen Briten (und hierzu gehören auch viele grundsätzliche Europa-Befürworter) trotz eines durch Margret Thatcher erkämpften „Britten-Rabatts“ nicht mehr eingesehen. Zum einen glauben sie, dass sie südeuropäische Verschwendungssucht und Brüsseler Bürokratie ungerechtfertigterweise subventionieren. Zweitens – und dies ist gerade für ältere Briten viel wichtiger – halten sie Deutschland für den eigentlichen Gewinner der EU. Mit einem kaufkraftadjustierten Pro-Kopf-BIP von 12% über dem britischen ist Deutschland spürbar wohlhabender. In den Jahren nach der Finanzkrise hat Deutschland den Vorsprung auf Großbritannien weiter ausgebaut, was aber weniger mit deutschen Stärken zu tun hat, als mit der hohen Abhängigkeit der Briten vom Finanzsektor.

Dennoch wird in Großbritannien vielfach geglaubt, dass der deutsche Erfolg auch auf Kosten des Inselreiches erzielt wurde. Aus deutscher Perspektive mag eine solche Einschätzung absurd anmuten; weil a) die EU auch den deutschen Steuerzahler sehr viel Geld kostet (und zwar ca. 2,5 mal soviel wie

den britischen); b) der wirtschaftliche Erfolg vor allem auf Wettbewerbsfähigkeit beruht; sowie c) auch in Deutschland vieles alles andere als perfekt läuft – vom Flughafenbau bis zum VW-Skandal. Aber gerade ältere Briten verstehen nicht so recht, warum das ausgerechnet das Land, welches vor 70 Jahren militärisch besiegt wurde, trotz aller Sonderbelastungen – wie durch die Wiedervereinigung, Eurokrise etc. – wirtschaftlich immer stärker wird und Großbritannien inzwischen abgehängt hat. Deutschland ist ihnen unheimlich; und sie wollen es loswerden.

- In der britischen Politik gab es unlängst viele umstrittene Entscheidungen bzw. Skandale, die das Vertrauen in das Establishment erschüttert haben: die steuerliche Vorzugsbehandlung von ausländischen Großverdienern; Steuerdeals mit Konzernen wie Google oder Starbucks, die diesen legal eine günstige Besteuerung ermöglichten oder auch die Enthüllungen durch die Panama-Papers weckten großes Misstrauen. Unvergessen ist zudem ein Spesenskandal vor einigen Jahren, in den Spitzenpolitiker aller Parteien verwickelt waren. Insbesondere seit der Finanzkrise 2008 hat eine wachsende Anzahl von Briten das Gefühl, dass sich Andere auf ihre Kosten bereichern.⁴ Obwohl all dieses wenig mit der EU zu tun hat, gelang es, die hieraus resultierende Anti-Establishment-Stimmung für das Brexit-Referendum zu nutzen.
- Die wirtschaftliche Entwicklung ist innerhalb Großbritanniens äußerst ungleich verlaufen: Während sich London sowie akademische Zentren wie Cambridge oder Oxford wirtschaftlich sehr dy-

Abb. 1: Entwicklung des realen kaufkraftadjustierten Pro-Kopf-BIP (Basis US\$ von 2011)



Quelle: Weltbank

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

namisch entwickelt haben; leidet speziell die englische Provinz nach wie vor unter den Folgen des Niedergangs der alten britischen Industrie. Außerhalb der Wachstumszentren geht es speziell der Arbeiterklasse bzw. der unteren Mittelschicht spürbar schlechter als vor 20 Jahren. Viele Menschen sehen in der EU-Integration den Sündenbock. Dieser Eindruck wurde in der Brexit-Kampagne von einem inländischen Establishment unterstützt, das von eigenen Fehlleistungen ablenken wollte. Insofern ist es auch nicht verwunderlich, dass die Basis der Brexit-Bewegung vor allem ältere Menschen der Mittelschicht aus der englischen Provinz bilden, die sich persönlich als ökonomische Verlierer ansehen. Gerade diese Gruppe war für die Warnungen von Ökonomen vor dem Brexit unempfänglich: Ihrer Ansicht nach haben nur inländische Eliten und ausländische Unternehmen bei einer ökonomischen Isolation etwas zu verlieren. Sie hingegen glauben, bei einer Bevorzugung der regionalen Wirtschaft besser zu fahren.

- Die Möglichkeit der Verdrängung durch Migranten wird gerade von vielen Briten aus der Arbeiterklasse als reale Gefahr empfunden. Seit der EU-Osterweiterung 2004 ist Großbritannien speziell das Ziel vieler polnischer Einwanderer geworden. Derzeit sollen ca. 850.000 Polen in Großbritannien arbeiten – immerhin 2% der Staatsbürger des osteuropäischen Landes.⁵ Polnische Handwerker waren nicht zuletzt deshalb sehr erfolgreich, weil sie ihren Job zumeist billiger und zuverlässiger erledigen als heimische Anbieter. Damit haben sie ohne Zweifel inländische Arbeitsplätze vernichtet ... und gefährden noch auch weitere. Die Verdrängung ineffizienter Anbieter durch bessere ist zwar ein normaler marktwirtschaftlicher Prozess, wenn hiervon aber nur Ausländer zu profitieren scheinen, ist bei den Verlierern der Wunsch nach Abschottung verständlich.
- „Wir wollen die Kontrolle zurück“ war einer der Schlachtrufe der Austrittsbefürworter, die sich von intransparenter EU-Regulierung bevormundet fühlten. Damit zielten sie einen der großen Schwachpunkte der EU: Sie hat sich in den letzten Jahren zu einem kafkaesken Bürokratiemonster entwickelt, dem nicht nur die Briten zutiefst misstrauen. Allerdings waren sie mit ihren ständigen Sonderwünschen und Ausnahmeregelungen selbst nicht ganz unschuldig am Regulierungschaos. Zudem hieße ein Abschied von der EU nur, dass europäische Bürokratie durch heimische ersetzt wird; und durch neue Regeln im Umgang mit Europa alles eher noch komplizierter wird.
- Gerade viele ältere Briten glauben, dass Großbritannien als ehemalige Weltmacht und Gewinner von zwei Weltkriegen ökonomisch stark sein müsste, ohne Europa zu bestehen. Damit unterliegen sie aber einer besonders gravierenden Ausprägung von Selbstüberschätzung. Denn die frühere Stärke endete, als Großbritannien nicht mehr Kolonien ausbeuten konnte. Eine eigenständige britische Industrie ist nach der Ära Thatcher kaum noch existent; beispielsweise Automobilfabriken haben nur als Töchter internationaler Konzerne überlebt. Diese sind integrierte Bestandteile eines global organisierten Produktionsprozesses – und wären durch die Wiedereinführung von Handelschranken äußerst negativ betroffen. Wettbewerbsstärken hat Großbritannien heutzutage im Finanzwesen, in der Forschung und Bildung sowie bei kreativen Medienberufen. Gerade diese relativ starken Branchen werden durch einen Brexit unmittelbar geschwächt.
- Das öffentliche Meinungsbild wurde stark durch die europafeindliche Berichterstattung vieler britischer Zeitungen sowie die Demagogie diverser Politiker beeinflusst. So wurde Angst geschürt,

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

dass bei einem angeblich unmittelbar bevorstehenden EU-Beitritt der Türkei eine riesige Welle von Arbeitsimmigranten droht. Weiterhin versuchte z. B. der konservative Politiker Michael Gove die Warnungen von Ökonomen vor dem Brexit öffentlich zu diskreditieren, in dem er ihnen entgegenhielt: „Die britische Öffentlichkeit hat genug von sogenannten Experten, die sowieso immer alles falsch prognostizieren“. Weiterhin verglich er sie mit Nazi-Wissenschaftlern, die ideologisch beeinflusste Gefälligkeitsgutachten abgeben.⁶

Ein Brexit schien allen Unzufriedenen mit dem Befreiungsschlag „EU-Austritt“ einen einfachen Ausweg anzubieten: Das Rad der Geschichte wird zurückgedreht. Man wird deutsche Bessermacher, südeuropäische Geldvernichter und Brüsseler Bürokraten mit einem Schlag los. Der lästige Wettbewerb durch ausländische Unternehmen wird gestoppt. Kein Pole nimmt mehr Arbeitsplätze weg. Dass die Dinge in einer komplexen Welt möglicherweise nicht ganz so einfach sind und man sich mit dem Versuch, vor allem wegzulaufen, wahrscheinlich am meisten selbst schadet, wurde verdrängt.

Die Verlierer von Disruption werden immer mehr ... besonders in angelsächsischen Ländern

Disruption ist eines der Modewörter der vergangenen Jahre. Der Begriff wird zumeist auf grundlegende Veränderungen durch technische Innovation bezogen, die dramatische Konsequenzen sowohl für Gewinner wie auch Verlierer haben. Letztlich steckt dahinter nichts anderes als der Begriff der „kreativen Zerstörung“, den Joseph Schumpeter schon vor fast einem Jahrhundert als die grundlegende Triebkraft des kapitalistischen Wirtschaftssystems identifiziert hat. Disruption führt dazu, dass permanent technische Neuerungen entstehen und sich das Wohlstandsniveau der Allgemeinheit erhöht; allerdings zu dem Preis, dass diejenigen, die nicht mit der Zeit mitgehen können oder wollen, zu Verlierern werden und einen sozialen Absturz erleben.

Disruption wird aber nicht nur durch Technologiewandel ausgelöst, sondern auch durch grundlegende politische Veränderungen. Und hier haben wir in den vergangenen 30 Jahren mit der Globalisierung, die durch den Zusammenbruch des Kommunismus und die fortschreitende Integration von Märkten angetrieben wurde, einen massiven Wandel erlebt. Hiervon haben – neben Schwellenländern – vor allem Exportnationen wie Deutschland, die Schweiz oder Schweden profitiert. Ihre Wirtschaft wird von Unternehmen getragen, die es gewohnt sind, sich im internationalen Wettbewerb durchzusetzen. Zwar wächst auch hier die Zahl der unzufriedenen Wutbürger, die Verlierer der Disruption sind und ihren Wohlstand bedroht sehen. Aber gerade in den angloamerikanischen Ländern haben sich in den vergangenen Jahren besorgniserregend viele Verlierer angesammelt. Deswegen findet insbesondere in diesen ein neuer Anti-Kapitalismus besonders starken Zuspruch.

Die Ökonomien der USA und Großbritanniens werden vom Dienstleistungssektor dominiert; der industrielle Sektor ist schwach bzw. zurückgeblieben. Beide Nationen haben deshalb auch strukturelle Handelsbilanzdefizite – und einen großen Niedriglohnsektor. Es gibt in beiden Ländern auch besondere Regionen der Kreativität und Innovationskraft: z. B. Hollywood, Silicon Valley, New York oder Massachusetts in den USA; Cambridge, Oxford & London in Großbritannien. Sie und ihre Erfolgsstories genießen zwar große Medienaufmerksamkeit, sie sind aber keineswegs repräsentativ. Denn die dynamische Entwicklung der Wachstumszentren überdeckt den Niedergang der regionalen Wirtschaft im Allgemeinen und der Mittelschicht im Besonderen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Gerade jüngste Studien über die allgemeine Einkommensentwicklung in den USA erscheinen teilweise erschreckend: Nach Zahlen des PEW Research Center lag 2014 in 80% von 229 Metropolregionen der USA das reale Medianeinkommen eines privaten Haushalts spürbar niedriger als 1999. Und dies, obwohl das durchschnittliche reale Pro Kopf-BIP gleichzeitig um 33% gestiegen ist.

In strukturschwachen Regionen sind die Rückgänge dramatisch: Springfield (Ohio) hat ein durchschnittliches Minus von 26%; Detroit 18% weniger; Atlanta (Georgia) ein Minus von 17%. Selbst in New York (-4%) und Chicago (Illinois) (-11%) hat sich die Situation verschlechtert. Auch in der Ölregion Texas waren deutliche Rückgänge zu verzeichnen (Houston minus 6%; Dallas minus 9%).⁷ Selbst in der Region Boston mit Wachstumszentren um die Eliteunis Harvard und MIT blieb der Zuwachs mit 1% moderat.

Noch klarer als in Großbritannien ist in den USA zu sehen, dass trotz steigender Aktienkurse, innovationsstarker Wachstumszentren und insgesamt zunehmender Wirtschaftsleistung die Provinz zurückbleibt und die Mittelschicht sich überwiegend als Verlierer sieht. Dies erklärt auch den Erfolg von Bernie Sanders bzw. Donald Trump im Wahlkampf um die Präsidentschaftskandidatur in den USA dieses Jahr, die sich zum Sprachrohr der Verlierer gemacht haben. Beide haben bei ihren Wählern mit Parolen gepunktet, die gegen freien Wettbewerb, ausländische Unternehmen sowie ein Establishment – das sich angeblich auf Kosten des Volkes bereichert - gerichtet waren.

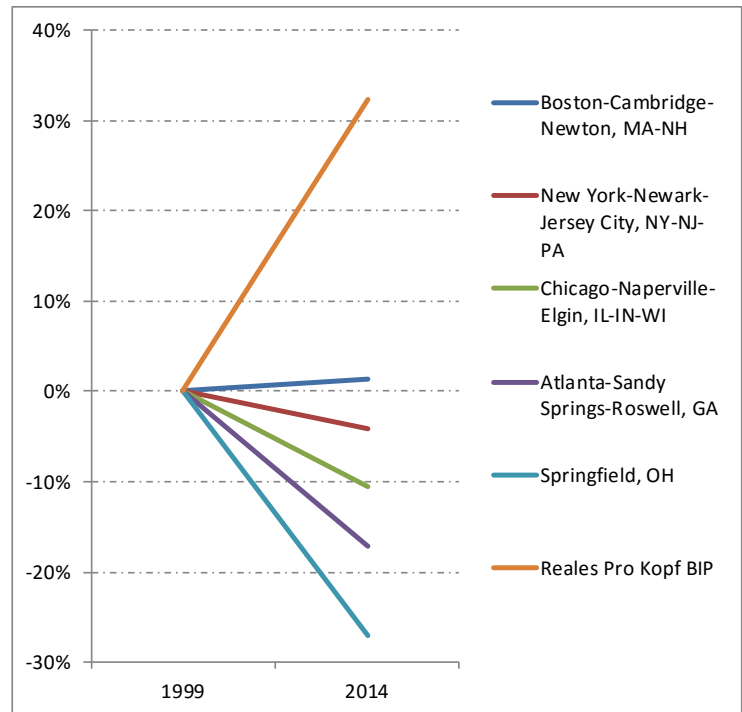
Die Brexit Abstimmung offenbart eine gespaltene Gesellschaft – die jetzt zu zerbrechen droht

Auswertungen von Wahlforschern zeigen deutlich: Für oder gegen den Brexit haben jeweils überwiegend Angehörige ganz bestimmter sozialer Gruppen gestimmt: Für den Brexit waren vor allem die Alten, die wirtschaftlich schlechter gestellten Bewohner der englischen Provinz und die Ungebildeten. Gegen den Brexit waren vor allem die Jungen sowie die Bewohner von London bzw. der Universitätsstädte sowie Schottland und Nordirland.⁸

Speziell drei Gruppen erfinden den Brexit als Affront: Die Briten unter 25, die Schotten und katholische Nordiren:

- Umfragen zeigen, dass sich unter den 18-24 Jährigen 75% gegen eine Brexit entschieden haben; bei den Studenten waren es sogar 82%. Die junge Generation hat die Vorteile eines offenen

Abb. 2: Entwicklung der realen Einkommen von Median-Haushalten in verschiedenen US-Regionen im Vergleich zum durchschnittlichen Pro Kopf-BIP



Quellen: PEW Research Center; US Department of Commerce

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Europa erlebt und wollte diese bewahren. Stattdessen sieht sie sich mit der Perspektive konfrontiert, dass es für sie nun viel schwerer wird, nach Europa zu reisen oder dort zu arbeiten.

- In Schottland existieren schon seit Jahrhunderten Ängste davor, von England dominiert zu werden. Trotzdem fiel im Jahr 2014 in einem Referendum eine Entscheidung knapp gegen die Unabhängigkeit von Großbritannien. Eines der Hauptargumente damals war, dass nur im Staatenverbund mit England, Wales und Nordirland auch weiterhin eine Mitgliedschaft in der EU möglich wäre. Ein Brexit würde aber genau zum Gegenteil hiervon führen.
- Im jahrzehntelang durch einen religiösen Bürgerkrieg gespaltenen Nordirland hat erst die EU-Integration einen Friedensprozess ermöglicht: Die Minderheit katholischer Nord-Iren empfand die Öffnung zur Republik Irland als Ausgleich zur Dominanz der protestantischen Bevölkerung. Ein Zurückdrehen dieses Status quo könnte die alten Konflikte wieder aufleben lassen.

Gerade aufgrund der britischen Besonderheit, dass die Nation ein Gebilde aus 4 Regionen mit teilweise sehr unterschiedlichen Interessen ist, droht das Brexit-Referendum die Nation nicht nur zu schwächen, sondern regelrecht zu zerreißen. Denn die Brexit-Möglichkeit bedient Urängste der kleinen Regionen vor einer englischen Dominanz – und motiviert wiederum weitere Absetzbewegungen.

Der Druck auf die Mittelschicht wird sich in Zukunft weiter verstärken

Die Brexit-Bewegung wird von einer grundlegenden sozialen Dynamik getrieben, die sich gegen Fortschritt und Wettbewerb richtet. Spezifisch britische Faktoren haben allerdings dafür gesorgt, dass sich die ansonsten zersplitterten Unzufriedenen zu einer schlagkräftigen Mehrheit formieren konnten. Sie stellt das heutige Wirtschaftssystem infrage, das auf Migration, Innovation und internationalem Handel beruht. Es gibt eine neue Kapitalismusfeindschaft, die nicht auf sozialistischer Ideologie, sondern auf dem Wunsch nach Besitzstandswahrung und Verweigerung von Veränderung beruht.

Die unangenehme Wahrheit ist: Der Niedergang eines Teils der Mittelschicht in den westlichen Ländern ist unvermeidbar. Globalisierung und Internetkonkurrenz bedrohen viele Nischen und bisherige Privilegien. Nur wer sich permanent anpasst, geht nicht unter. Dies schaffen aber viele Menschen nicht. Der Druck auf viele Mittelschichtberufe wird zudem in den nächsten Jahren noch steigen, wenn künstliche Intelligenz zunehmend Aufgaben von bisher relativ gut bezahlten Fachkräften übernimmt. Ein breites Spektrum von Berufen – vom Lokführer über den Kreditsachbearbeiter bis zum Chirurgen – wird hiervon betroffen sein.

Anti-Experten-Stimmung, weil etablierte Politiker und Ökonomen die Probleme ignorieren

Nichts ist in der Politik unbeliebter als unangenehme Wahrheiten. Die etablierten Parteien haben sich deshalb in allen westlichen Demokratien entschlossen, das Problem einer sich auflösenden Mittelschicht zu ignorieren. Die Konsequenz ist, dass enttäuschte Wähler zunehmend verbittern und sowohl Regierungsvertreter wie auch ihre parlamentarische Opposition als unglaubwürdig empfinden. Sie lehnen dann auch die offene und freie Marktwirtschaft als „System der Eliten-Herrschaft“ ab und werden für Demagogen anfällig. Die Konsequenzen sind dann oft kurios, wenn sich in USA ausgerechnet der Milliardär Donald Trump oder in Großbritannien der Eton-Absolvent Boris Johnson als Kämpfer gegen das Establishment präsentieren.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die akademische Ökonomie ist schon seit Längerem in zwei Lager gespalten: ein tendenziell marktliberales sowie eines, das eher staatlichen Interventionismus bevorzugt. Beide Lager geben zu jedem ökonomischen Problem mehr oder weniger die gleiche Empfehlung ab: Das marktliberale Lager setzt fast immer auf niedrige Steuern, freie Märkte und solide Staatsfinanzen; das interventionistische Lager auf Umverteilungspolitik und schuldenfinanzierte Ausgabenprogramme.

Empfehlungen der beiden Ökonomenlager – und der ihnen folgenden Politiker – werden von den Verlierern des Strukturwandels immer mehr als Provokation empfunden. Das Resultat ist eine „Anti-Experten-Stimmung“, die z. B. von den Befürwortern des Brexits im Wahlkampf gnadenlos ausgenutzt wurde, um Sachargumenten entgegenzutreten. Hierfür gibt es vor allem 2 Gründe:

- 1) Die Menschen wollen einerseits weniger Wettbewerb, als Steuerzahler aber auch weniger Umverteilungsstaat. Das Ergebnis ist ein Anforderungsprofil an die Politik, für das keines der traditionellen Lager eine Antwort hat, welches aber einen idealen Ansatzpunkt für Demagogen bietet.
- 2) Es gibt einen Widerspruch zwischen Denken und Handeln in Wirtschaft und Politik, der auch gut gemeinte Ökonomenempfehlungen als interessengesteuerte Propaganda erscheinen lässt: Internationale Großkonzerne zahlen kaum Steuern. Politiker und Manager sind immer wieder in Skandale verstrickt bzw. erweisen sich als unfähig; müssen dann aber für Fehlverhalten oder Versagen kaum Konsequenzen befürchten. Stattdessen werden sie oft noch durch Abschiedsboni oder Frühstücksdirektorenposten für ihre Fehler belohnt. Dieser Mangel an Verantwortungsübernahme führt bei Normalverdienern und Steuerzahlern, die sich immer peinlich genau an die Regeln halten müssen, zu teilweise heftigen Ablehnungsreaktionen gegen das sog. „Establishment“.

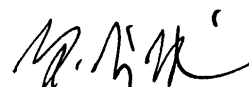
Die Unglaubwürdigkeit des Establishments ist eine Einladung für selbstzerstörerische Alternativen

Demagogen versprechen einfache Lösungen für komplizierte Probleme. In der Brexit-Bewegung ist es ihnen gelungen, die vielen Unzufriedenen einer Gesellschaft unter dem Motto der EU-Feindschaft zu vereinen. Ähnliches kann auch in andern Ländern passieren.

Die Politik von Demagogen wird zwar immer ins Desaster führen, was man in Großbritannien schon jetzt zu spüren beginnt. Einerseits wird der ordnungspolitische Rahmen zerstört, den Unternehmen für ihre Planungen und Anleger für ihre Investmententscheidungen benötigen. Weiterhin ist Abschottung die falsche Antwort auf die ökonomischen Probleme unsere Zeit, da sie Schwächen in der Wettbewerbsfähigkeit weiter verstärkt. Insbesondere in Hinblick auf die aufstrebenden Wirtschaftsnationen Asiens, die keine Probleme mit ökonomischer Integration und Innovation haben, wird der noch bestehende Vorsprung leichtfertig aufs Spiel gesetzt.

Solange aber in weiten Teilen der Öffentlichkeit der Eindruck besteht, dass eine zukunftsorientierte Politik nur ein Feigenblatt von unglaubwürdigen Politikern, gierigen Managern und ignoranten Ökonomen ist, besitzen die selbstzerstörerischen Vorschläge skrupelloser Demagogen eine fatale Anziehungskraft für enttäuschte Wähler. Mit der Kandidatur von Donald Trump für die US-Präsidentschaft macht sich der Nächste auf, der dieses Potenzial ausbeuten möchte. Er wird nicht der Letzte bleiben.

Viel Freude beim Lesen und guten Erfolg
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



Steht Deutschland vor einer Immobilienblase?

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

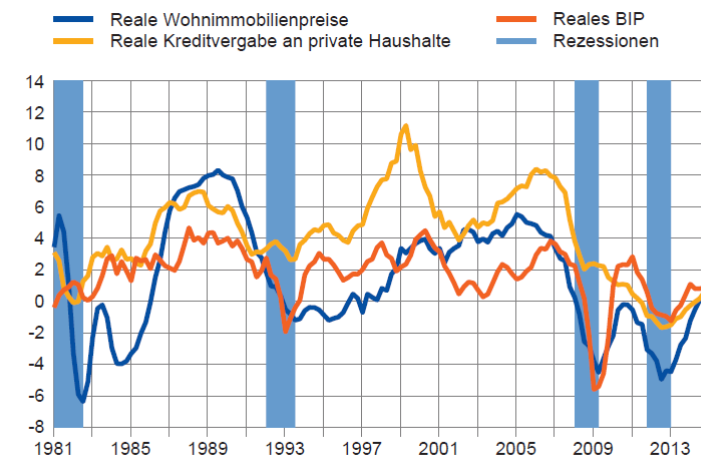
Seit nahezu einer Dekade erhöht sich in Europa die Nachfrage nach Wohnimmobilien. Die steigende Liquidität, eine fortschreitende Urbanisierung, erhöhte Anlagevolumen von Investoren und das nur langsam wachsende Angebot sind die maßgebenden Faktoren hierfür. Allein im vergangenen Jahr flossen europaweit 37,5 Mrd. Euro in Wohnungsinvestments¹. Diese Entwicklung führt in vielen Regionen und Städten zu starken Preissteigerungen. Davon ist auch Deutschland betroffen, wo insbesondere die Preise in den A-Städten und wirtschaftsstarke Oberzentren deutlich stiegen.

In diesem Beitrag soll anhand der derzeitigen Datenlage in Deutschland sowie historischer Beispiele von Preisblasen wie z. B. in Spanien, England und Irland nach Parallelen gesucht und überprüft werden, ob sich eine Blase an den deutschen Wohnimmobilienmärkten herausbildet.

Bereits vor einem Jahr warnte die Bundesbank davor, dass die Preise für Wohnimmobilien stärker gestiegen sind, als es die ökonomischen und demografischen Fundamentalfaktoren nahelegen. Besonders in den Metropolen, in den Schwarmstädten und auch vielen Mittelstädten sind vielerorts Preisübertreibungen festzustellen. Auch die Immobilienweisen haben in ihrem Frühjahrsgutachten davor gewarnt, dass die Preisübertreibungen nicht mehr durch die Ertragswerte gerechtfertigt sind.

Obwohl die Warnungen vor einer Preisblase zunehmen, dürfte der Kaufrausch der privaten und institutionellen Investoren aus Deutschland und dem Ausland so schnell nicht abebben. Denn die Zinsen sind so niedrig wie seit Jahrzehnten nicht mehr; und dürften wegen der expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) noch für viele Jahre niedrig bleiben. Da die Metropolen durch den kombinierten Effekt aus Landflucht und Zuwanderung weiter wachsen werden (Stichwort Urbanisierung) und Flüchtlinge auf dem Wohnungsmarkt drängen, steigt der Bedarf an Immobilien – und hier vor allen an bezahlbaren Wohnraum. Als Folge daraus werden die Preise für Neubau- und Bestandswohnungen weiter steigen.

Abb. 1: Gleichlauf von Wohnimmobilienpreisen, BIP und Kreditvergabe im Euroraum (Veränderung gegenüber Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB.

Entnommen aus: EZB Wirtschaftsbericht 6/2015

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wie der Abbildung 1 zu entnehmen ist, besteht im hohen Maß ein Gleichlauf zwischen dem realen Preiszyklus bei Wohnimmobilien und den Konjunktur- und Kreditzyklen. Dies gilt sowohl für Aufschwünge wie Rezessionsphasen. Die maximale Korrelation der jährlichen realen Wachstumsraten der Immobilienpreise mit dem jährlichen realen BIP-Wachstum bzw. mit dem jährlichen realen Wachstum der Kreditvergabe an private Haushalte liegt bei etwa 60 % bzw. rund 70 %.²

Wie lassen sich im allgemeinen Blasen erkennen?

Der Begriff „Preisblase“ wird vielfach verwendet, ohne dass wirklich klar ist, was hiermit gemeint ist. Eine eindeutige und allgemein akzeptierte Definition gibt es nicht. Dennoch sind Blasen mit bestimmten Merkmalen verbunden³: Demnach glauben Investoren in Preisblasen, dass der Kaufpreis heute deshalb hoch liege, weil der Verkaufspreis morgen voraussichtlich noch höher liegen werde, gleichzeitig aber keine stichhaltigen fundamentalen Faktoren die Preissteigerung rechtfertigen. Wohneigentum wird von Erstkäufern erworben, weil es später als nicht mehr erschwinglich gilt, keine Risiken im Markt gesehen werden und ein Rückgang der Preise als sehr unwahrscheinlich angenommen wird.³ Eine solche Haltung ist typisch nach langen Aufschwungphasen.

Weitere Merkmale einer bestehenden Preisblase können sich verkürzende Haltefristen und stark ansteigende Transaktionsvolumen sein. Im Nachhinein folgt zumeist eine markante wirtschaftliche Abschwächung nach dem Platzen der Preisblase. Immobilienblasen sind folglich verbunden mit lang anhaltenden wirtschaftlichen Aufschwüngen und nachfolgenden Korrekturen (Rezessionen).

Darüber hinaus lässt sich einen Zusammenhang zwischen dem Transparenz-Grad eines Landes und den spekulationsgetriebenen Immobilienblasen herleiten. Anhand einer empirischen Untersuchung von Immobilienblasen in verschiedenen Ländern konnte gezeigt werden, dass sie insbesondere in transparenten Ländern entstehen. Anhand einer weiteren Analyse konnte aufgezeigt werden, dass zwischen dem Transparenz-Grad eines Landes und der Heftigkeit eines Crashes nach dem Platzen der Blase ein Zusammenhang besteht: Je transparenter ein Land, desto geringer ist der beim Crash registrierte Preiszerfall.³

Wohnungen in Deutschland: 2015 mit Rekord-Preisanstieg

Während die Preise bis zum Jahr 2005 stagnierten, zogen sie seitdem allmählich an. Die stärksten Preiszuwächse waren erst im Zeitraum 2011-2015 zu verzeichnen, und zwar quer über alle Segmente (Eigentumswohnungen und Eigenheime), wie der Abbildung 2 zu entnehmen ist. Seit August 2008 sind die Preise für Eigentumswohnungen im Schnitt um 28% gestiegen. Noch stärker, um 33%, zogen die Preise für neue Ein- und Zweifamilienhäuser an.⁴

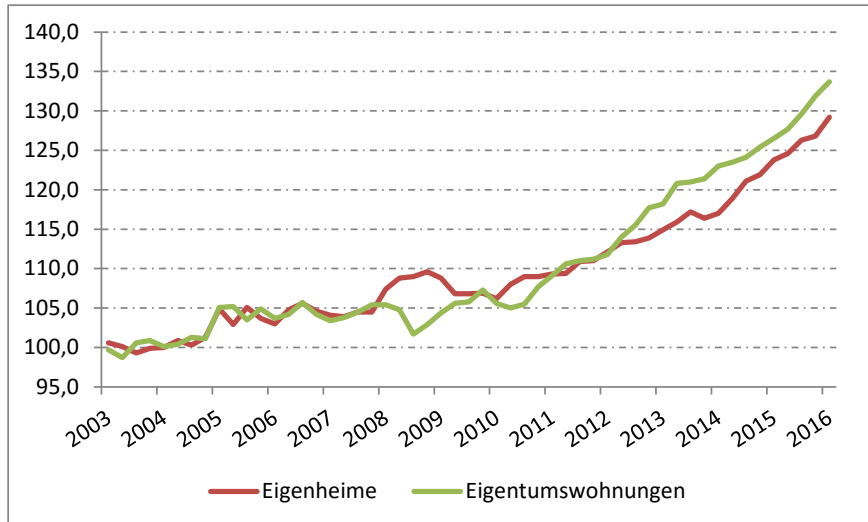
Im Vergleich zum Gesamtmarkt sind die Preise für Neubau-ETW in einzelnen der Metropolregion noch deutlicher gestiegen. So erhöhten sich die Preise im Zeitraum 2011 bis Q1 2016 in Hamburg um 55% (Tendenz fallend), Berlin um 60% (Tendenz steigend), Hannover +50% (Tendenz fallend), Dresden +35% (Tendenz steigend), Düsseldorf +30% (Tendenz steigend) sowie Köln mit +30% (Tendenz steigend). In München haben sich die Preise für Neubau-ETW sogar um 85% (Stand Q3 2015) erhöht und dürften bis zum ersten Quartal 2016 weiter gestiegen sein⁵. Bei den Preisavancen ist jedoch zu beachten, dass es sich dabei jeweils um die Großräume bzw. Metropolregionen handelt und die Zah-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

len sich somit nicht nur auf die Großstädte selbst beziehen. Somit dürften die Preise in den jeweiligen Zentren (ohne Umland) in dem Betrachtungszeitraum weitaus stärker gestiegen sein.

Abb. 2: Preisentwicklung für Wohnimmobilien in Deutschland



Quelle: vdp Research

Ebenso stiegen die Preise bei den bestehenden Ein- und Zweifamilienhäusern. Wenngleich die Preise sich in diesem Zeitraum nur um 21% erhöhten, zeigt die Preiskurve für Bestandshäuser seit zwei Jahren deutlicher nach oben, was sich auch an den Veränderungsraten (+8,3% zum Vorjahresmonat) festmachen lässt.

Mietentwicklung: Anstieg bei den Neuvertrags- und Bestandsmieten hat sich verlangsamt

Im Gegensatz zu den Preisen für Häuser und Wohnungen haben sich die Neuvertrags- und auch die Bestandsmieten im Bundesdurchschnitt der letzten 12 Monate nur moderat entwickelt. Während z. B. die Nettokaltmieten neuer Mietverträge des zweiten Vierteljahres 2015 im Verhältnis zum gleichen Quartal 2014 noch um 2,9 % wuchsen, wurden im Vergleich der Quartale 1/16 zu 1/15 nur noch 2,0 % gemessen. Die Bestandsmieten veränderten sich in gleichen Zeiträumen mit 0,9 % bzw. 1,2 % auf einem noch niedrigeren Niveau.

In den Metropolen zogen die Neuvermietungsmieten für eine 75-m²-Wohnung im Jahr 2015 nur geringfügig an: München (+0,3% auf 12,70 Euro/m²), Frankfurt/M (0,9% auf 12,70 Euro/m²), Hamburg (1,5% auf 10,00 Euro/m²), Düsseldorf (2,1 %, 9,30 Euro/m²) und Berlin (0,9 % auf 7,70 Euro/m²)⁶.

Treiber des Marktes – sich herauskristallisierende Trends

Die Gründe, warum die Kauf- und Mietpreise weiter steigen, sind vielfältig: Für eine anhaltend kräftige Wohnungsnachfrage werden die unverändert guten Aussichten für Einkommen und Beschäftigung sorgen. So konnte die deutsche Konjunktur im 1. Quartal 2016 überraschend deutlich um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal zulegen. Für das Gesamtjahr 2016 ist mit einem BIP-Zuwachs von 1,6 % gegenüber dem Vorjahr zu rechnen⁷. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in einer niedrigen Arbeitslosenquote (6,3% im April) und einer hohen sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung (April: 31 Mio./+ 697.000 gegenüber dem Vorjahr) wieder⁸. Weitaus stärker als das Konjunkturmilieu dürften

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

sich die unverändert günstigen Finanzierungskonditionen auf die Wohnungsnachfrage auswirken. So ermäßigte sich die durchschnittliche Rate für Hypothekendarlehen im Verlauf des Jahres 2015 um mehr als ½ Prozentpunkt auf unter 2%. Bereinigt um die längerfristig erwartete Inflationsrate verringerte sich der Zinssatz seit dem Jahr 2009 um 2 ½ Prozentpunkte auf einen historischen Tiefstand. Rechnerisch könnte etwa ein Fünftel des Preisanstiegs bei städtischen Wohnimmobilien seit dem Jahr 2009 dem außerordentlichen Rückgang des Zinsniveaus zugeschrieben werden.⁹ Aufgrund der niedrigen Finanzierungskosten dürfte sich auch der Erwerb von Wohneigentum weiter verbessert haben. Hinzu kommt, dass das Angebot an Neubau Eigentumswohnungen und Mietwohnungen unter dem Bedarf wächst und Leerstand faktisch kaum vorhanden ist.

Gibt es am deutschen Wohnimmobilienmarkt Anzeichen für eine Blase?

Wenngleich die Daten verschiedener Immobilien-Dienstleister, wonach Wohnimmobilienpreise in 127 Städten im Jahr 2015 lediglich um durchschnittlich 6 % gestiegen sind, den Eindruck vermitteln, dass der deutsche Wohnimmobilienmarkt von einer Preisblase weit entfernt ist, deuten jedoch einige Entwicklungen darauf hin, dass sich die Preise insbesondere in den Metropolen und Schwarmstädten in den vergangenen Jahren rasant entwickelt haben. In diesen von Investoren bevorzugten

Regionen haben sich die Kaufpreise von den Ertragswerten zum Teil deutlich gelöst. Auch die Gutachterausschüsse reagieren zusehends mit Unverständnis, was z. B. die Preisschübe für neue Eigentumswohnungen angeht. So wurde in München die teuerste Wohnung mit 170 m² in 2015 für drei Millionen Euro verkauft. Das teuerste Einfamilienhaus (Altbau) mit 520 m² ging für 13 Millionen Euro weg. „Es wird gekauft ohne Ende, einfach vom Plan weg, ohne große Nachfragen zur Bauqualität oder zu Wohngeldkosten“, sagte Helmut Thiele, der Vorsitzende des Gutachterausschusses. Nicht nur in München, auch in anderen Metropolen und Mittelstädten werden inzwischen Wohnungen und Häuser mit niedriger Bauqualität zu hohen Preisen verkauft. Festzu-

stellen ist, dass der Preisanstieg in Städten mit mehr als 500.000 Einwohnern im Zeitraum 2011-2014 größer ausgefallen ist als in Städten mit 100.000 – 500.000 EW bzw. 20.000 – 100.000 EW¹⁰. Neben den Überhitzungserscheinungen bei Eigentumswohnungen und Häusern deuten drei weitere Indikatoren - eine anziehende Kreditvergabe, ein starker Anstieg bei den Fertigstellungen sowie die stark gesunkenen Mietrenditen auf eine Preisblase hin. Wenn man die Entwicklungen in Deutschland jedoch mit jenen in den vom Preisverfall betroffenen Ländern vergleicht, ist mit Blick auf das Volumen der Wohnimmobilienkredite noch keine Blase zu erkennen. (s. Tabellen 1 und 2)

Tab. 1: Ausstehende Wohnungskredite im Vergleich zum BIP

	2009	2014
Deutschland	46,6%	42,4%
Dänemark	116,6%	114,0%
Irland	88,0%	49,4%
Niederlande	99,7%	95,7%
Schweden	77,0%	78,8%
Spanien	62,9%	55,4%
UK	83,7%	75,0%

Quelle: European Mortgage Federation – Hypostat 2015, Statistical Tables

Tab. 2: Ausstehende Wohnungskredite im Vergleich zum verfügbaren Einkommen

	2009	2014
Deutschland	69,6%	66,0%
Dänemark	241,9%	237,4%
Irland	159,3%	101,7%
Niederlande	196,9%	197,3%
Schweden	149,6%	151,0%
Spanien	94,9%	84,6%
UK	117,4%	116,4%

Quelle: European Mortgage Federation – Hypostat 2015, Statistical Tables

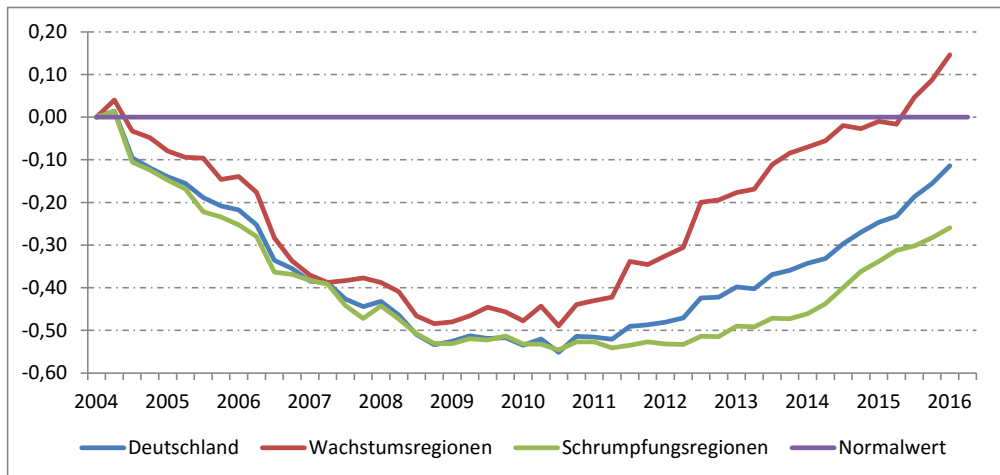
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Blasengefahr bislang nur in den Top-Hochburgen

Nach den aktuellen Erhebungen des Forschungsunternehmens empirica wird nur in den Top-7 Städten und in Bremen eine „eher hohe“ Blasengefahr indiziert (Vorquartal 7, vor drei Jahren 1). In Essen ist die Gefahr „mäßig hoch“, in Dresden „gering“ und in Dortmund und Leipzig „eher gering“ (s. Abb. 3). Abseits der Hochburgen wird derzeit für keine der 12 nächst größeren Städte eine „hohe“ Blasengefahr indiziert. Wohl aber in 6 kleineren Städten, darunter Regensburg, Trier und Coburg¹¹.

Abb. 3: empirica Blasenindex für Deutschland



Quelle: empirica

Mietrenditen sind in den Top-Hochburgen deutlich gesunken

Ein Indiz für mögliche Preisübertreibungen bietet der Vergleich der Immobilienpreise mit den Mietrenditen. Die Mietrendite gibt die jährlichen Erträge aus der Vermietung einer Immobilie im Verhältnis zu ihren Anschaffungskosten an. Steigen die Immobilienpreise stärker als die Mieten, sinken die Mietrenditen und damit verlieren Immobilieninvestitionen an Attraktivität. In den Jahren 2005 bis 2009 erhöhten sich die Mietrenditen aufgrund stagnierender Immobilienpreise und leicht anziehender Mieten. Seit dem Jahr 2010 steigen jedoch die Immobilienpreise stärker an als die Mieten, so dass die Mietrenditen sinken. Sollte sich dieser Trend fortsetzen, könnte das ein Indiz für Preisübertreibungen sein. Derzeit können Anleger, wenn sie ihr Geld in eine vermietete Eigentumswohnung investieren, im Schnitt eine Rendite zwischen zwei bis drei Prozent erwarten. Vor zwei Jahren hat die langfristige Immobilienrendite noch bei rund fünf Prozent gelegen¹².

Kaufpreise koppeln sich von der Mietentwicklung ab

In diesem Kontext fällt auf, dass sich die Kaufpreise in vielen Regionen von der Mietentwicklung abkoppeln. Zu den Städten, bei denen die Kaufpreise für ETW im Verhältnis zu den Mietpreisen im Zeitraum 2005-2015 deutlich gestiegen sind (und vermutlich weiter steigen werden), zählen u.a. München, Hamburg, Stuttgart - aber auch Mittelstädte wie Nürnberg, wie der Tabelle 3 zu entnehmen ist. Zu den Städten, bei denen die Kaufpreise für ETW im Verhältnis zu den Mietpreisen vermutlich unterdurchschnittlich steigen werden, zählen Mittelstädte wie Essen, Bremen, Hannover, Münster und Mainz¹³.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Auch das Pro-Kopf-Jahreseinkommen, welches Interessenten für eine Wohnung mit 100 qm-Wohnfläche aufwenden müssen, kann als Indikator für eine Preisüber-treibung gesehen werden. In München hat sich dieser Faktor auf mehr auf das 15-fache erhöht, was im Vergleich zu 2010 in etwa einer Verdoppelung entspricht. In Hamburg, Berlin und Köln müssten knapp zehn Jahreseinkommen für eine Wohnung gezahlt werden. Selbst in Mittelstädten wie Hannover, Braunschweig und Leipzig muss noch das 6-fache des lokalen Jahreseinkommens (2010: 4,6-fache) gezahlt werden¹³. Festzustellen ist, dass sich die Divergenz zwischen Miet- und Kaufpreisentwicklung fundamental kaum noch begründen lässt. Hohe Renditen lassen sich auf dem deutschen Wohnungsmarkt nach den Preisavancen in den letzten Jahren kaum noch erzielen. Insbesondere in den Top-7-Städten sind die Renditen seit 2010 spürbar gesunken.

Tab.3 Städte in denen die Kaufpreise für ETW im Verhältnis zu den Mietpreisen voraussichtlich überdurchschnittlich steigen werden

Stadt	Wachstumsrate Kaufpreise in %	Wachstumsrate Miete in %
München	95	44
Stuttgart	82,76	45,33
Hamburg	70,37	38,06
Berlin	67,16	41,67
Kiel	66,67	28,07
Nürnberg	51,07	23,45

Basis: Preise von ETW in Relation zu Mietpreisen 2015,

Quelle: Postbank Wohnatlas 2016

Niedriges Zinsniveau und Kreditwachstum führen zu einer Steigerung der Wohneigentumsquote

Auch das Zinsniveau ist ein weiterer Indikator, der auf die Preisentwicklung von Immobilien wirkt. Da eine Immobilie meist mit einem Hypothekenkredit finanziert wird, ist das Zinsniveau für den Preis einer Immobilie von zentraler Bedeutung. Fallende Zinsen sind mit einer Verbesserung der Finanzierbarkeit und damit fallenden Selbstnutzungskosten verbunden. Dies führt zu einer Steigerung der Wohneigentumsquote und treibt den Preis der Wohnimmobilien nach oben, da die Erschwinglichkeit des Kaufens aufgrund der niedrigen Zinsen gestiegen ist.

Ein weiteres Anzeichen möglicher Preisübertreibungen kann ein starkes Kreditwachstum darstellen. Wenngleich das Kreditvolumen mit 3,5% in 2015 so kräftig anzog wie seit 13 Jahren nicht mehr, ist für Andreas Dombret, Vorstandsmitglied der Bundesbank, noch nicht der Zeitpunkt gekommen, um einzugreifen. In den Jahren 2013 und 2014 ist das Volumen der Wohnbaukredite mit 4% eher moderat gestiegen. Darüber hinaus sind die Hypothekarkredite im Verhältnis zur Wirtschaftskraft (BIP) sogar von 47% im Jahr 2009 auf 42% des BIP in 2014 zurückgegangen¹⁴. Wenn sich jedoch die starke Ausweitung der Kreditvergabe zu einem Trend verfestigt, könnte dies zu einer bedenklichen Entwicklung führen. Gerade die kreditgetriebene übermäßige Investitionstätigkeit hat in den USA, Irland und Spanien zu den Verwerfungen an den Finanzmärkten und mit dem Platzen der Immobilienpreisblase zu einer massiven Überschuldung vieler amerikanischer Haushalte geführt.

Hohe Dynamik bei Fertigstellungen und Wohnungsgenehmigungen

Die seit 2010 zu beobachtende Erholung des deutschen Wohnungsbaus wird sich in den nächsten Jahren weiter fortsetzen. Die hohe Wachstumsdynamik von 2011 und 2012 mit einer zweistelligen Steigerungsrate der Wohnungsfertigstellungen dürfte sich nur leicht auf durchschnittlich knapp sieben Prozent pro Jahr im Zeitraum bis 2016 abschwächen. Für das Jahr 2016 sollen rund 246.000 Wohnungen fertiggestellt werden, was einer Steigerung um über 80% gegenüber dem Tiefstand im Jahr 2009 mit knapp 136.000 Einheiten entspricht.¹⁵ Parallel dazu werden deutschlandweit auch

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

mehr Wohnungen genehmigt: Von Januar bis April 2016 waren es insgesamt 117 000. Eine höhere Zahl hatte es in den ersten vier Monaten eines Jahres zuletzt im Jahr 2000 gegeben (122 400)¹⁶.

Preis-Einkommen-Verhältnis im Euro-Währungsgebiet unter langjährigen Durchschnitt

Auch das Preis-Einkommen-Verhältnis bei Wohnimmobilien ist einer der verfügbaren Bewertungsindekatoren. Dieses Verhältnis gilt als grobe Messzahl dafür, ob man sich eine Immobilie leisten kann. Liegt der Indikator über seinem langjährigen Durchschnitt, können die Hauspreise – zumindest aus der Perspektive potenzieller neuer Käufer – als überhöht eingestuft werden. Seit 2010 hat sich das Ungleichgewicht im Preis-Einkommen-Verhältnis bei Wohnimmobilien im Eurogebiet zusehends zurückgebildet. Im Jahr 2014 lag diese Quote lediglich rund 3 % über ihrem längerfristigen Durchschnitt, was darauf hindeutet, dass die Preise für Wohnimmobilien wieder weitgehend im Einklang mit den Fundamentaldaten standen¹⁷. Wenngleich davon auszugehen ist, dass diese Messzahl inzwischen angestiegen ist, dürfte das Niveau vor Ausbruch der Finanzkrise bei rund 14 (Mitte 2007) bei Weitem nicht erreicht sein. Seit Mitte 2010 ist diese Messzahl von 10 sukzessive gesunken. Gleichwohl steigt die Mietbelastung der Haushalte in vielen Großstädten.

Mietpreisbremse verfehlt ihre Wirkung

Trotz der Einführung der Mietpreisbremse im Jahr 2015 sind die Mieten in vielen Städten mittlerweile höher als vor Einführung der Mietpreisbremse. So sind in Berlin die Mieten seit Einführung der Bremse um 4,8% gestiegen. Außer in der Bundeshauptstadt gingen auch in Düsseldorf die Mieten um 4,1% und in München um 2,9% nach oben. Unter den größten Städten blieben sie lediglich in Hamburg stabil¹⁸. Eigentlich sollte die Mietpreisbremse sprunghafte Mieterhöhungen vor allem in Großstädten verhindern. Bislang jedoch scheint der regulatorische Eingriff seitens des Gesetzgebers zu verpuffen. Das könnte auch damit zusammenhängen, dass die Mietpreisbremse bei Neubauten und nach umfassender Modernisierung nicht gilt. Da das Gesetz bisher seine Wirkung verfehlt hat, kündigte Bundesjustizminister Heiko Maas auf der Bundesarbeitstagung des Deutschen Mieterbundes eine zweite Mietrechtsnovelle mit substantziellen Verbesserungen zugunsten der Mieter an und versprach, die bestehende Regelung zu prüfen und gegebenenfalls nachzubessern.

Preisblasen in anderen Ländern

Auf Wohnimmobilienmärkten lassen sich in gewissen Zeitabständen größere Preisrückgänge beobachten. In den vergangenen 40 Jahren gab es weltweit drei Korrekturwellen¹⁹. Der erste Immobilienzyklus endete um 1980, als die Wohnimmobilienmärkte der betroffenen Länder durchschnittlich fast 40% korrigierten. Der zweite Zyklus endete Anfang der 1990er Jahre ebenso heftig, wenn auch viele Märkte nicht mehr auf die Tiefstände der frühen 1980er Jahre zurückfielen. Das Ende des dritten Zyklus 2008 war einer der Auslöser der globalen Finanzkrise. Den weltweiten Korrekturen ab 2008 von durchschnittlich knapp 30% gingen im Mittel reale Preisanstiege von 130% seit Mitte der 1990er Jahre voraus. Die Geldpolitik der Zentralbanken dämpfte die Preissenkungen – seit 2007 stieg weltweite monetäre Basis (Schlagwort „Quantitative Lockerung“) um mehr als das Dreifache an und beflügelte so die Preise von Vermögenswerten. Dieser Impuls verkürzte die letzte Korrekturphase und ebnete den Weg für einen neuen Immobilienboom. Anderen Betrachtungen zufolge waren bei zehn Ländern des Euroraums in der Zeitspanne vom ersten Quartal 1970 bis zum vierten Quartal 2014 37

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

größere reale Preisanstiege und 43 größere reale Preisrückgänge am Wohnimmobilienmarkt auszumachen²⁰. Im Durchschnitt sind reale Immobilienpreise im Rahmen eines größeren Aufschwungs rund fünf Jahre lang um insgesamt etwa 50 % angestiegen. Die stärksten Anstiege bei den Hauspreisen verzeichneten im Zeitraum 1990 – 2007 Irland, Spanien, Dänemark und die Niederlande.

Festzustellen ist, dass am Ursprung einer Immobilienblase fast immer ein realwirtschaftlicher Boom steht. Insofern kann nicht verwundern, dass Weltstädte und globale Finanzzentren zu den wirtschaftlichen Gewinnern der letzten 20 Jahre gehören. In vielen Finanzzentren stiegen seit 1998 die realen Wohnimmobilienpreise auf mehr als das Doppelte¹⁸. Dies führte jedoch zusehends zu einer Abkoppelung der Immobilienpreise von der Realwirtschaft und den lokalen Einkommen. Des Weiteren verstärkten einerseits internationale Kapitalflüsse den Nachfrageüberhang in den Innenstädten. Andererseits heizten tiefe Zinsen den Kauf von Wohneigentum an und erhöhten die Profitabilität von spekulativen Buy-to-let-Investitionen¹⁸. In der Summe bilden alle diese Faktoren einen gefährlichen Nährboden für Übertreibungen und die Entstehung von Immobilienblasen. So wurden z. B. die Hauspreise in London und Hongkong stark durch ausländisches Kapital getrieben. Festzuhalten ist, dass die Preisexzesse in Irland und Spanien mit dem Eintritt in den Eurowährungsraum und der expansiven Geldpolitik der Notenbanken zum großen Teil zu begründen sind. Vor dem Eintritt in den Euro war Spanien ein Hochzinsland. Beflügelt durch die deutlich gesunkenen Zinsniveaus und die damit einhergehenden steigenden Kreditvolumina wurde vielerorts spekulativ gebaut. Da über den Bedarf hinaus gebaut wurde, gab es unzählige unverkaufte halb- oder ganz fertiggestellte Wohnimmobilien, deren Schuldenbelastung erst die Bauträger und anschließend viele Banken in den Abgrund zog.

Großbritannien – geringer Preisverfall auf dem Häusermarkt

Auch in Großbritannien hatten sich bereits seit Mitte der 90er Jahre bis zum Beginn der Finanzkrise Preisblasen an den Immobilienmärkten entwickelt. In diesem Zeitraum haben sich die britischen Hauspreise fast vervierfacht. Allein im Zeitraum 2003-2009 hat sich das Volumen der ausstehenden Wohnungskredite von 1,1 Bio. Euro auf 1,6 Bio. Euro erhöht¹⁴. Gemessen am BIP erhöhten sich die Wohnungskredite von 64% in 2003 auf 84% in 2009¹⁴. Ferner hat sich die Zahl der Baugenehmigungen für Wohnungen zwischen 2003 und 2006 fast verdoppelt¹⁴. Der Crash auf dem britischen Häusermarkt war allerdings weniger deutlich als z. B. in Irland – ausgehend vom Top sind in UK die Preise nur um 15% gefallen. Dies könnte damit begründet werden, dass der Markt als dysfunktional und sehr vielfältig beschrieben wird. Ferner hat sich die Wohneigentumsquote im Zeitraum 2003-2008 nicht erhöht hat und auch die Zahl der fertiggestellten Häuser/Wohnungen ist nur unwesentlich gestiegen¹⁴. Festzuhalten ist, dass die Preissteigerungen in London signifikant über dem nationalen BIP-Wachstum gelegen haben. Von 2007 bis Ende 2012 ist die britische Hauptstadt 25% gewachsen, während das nationale BIP in dieser Zeit nur um 13% anstieg¹⁹. Seit 2014 sind die realen Preise im Landesdurchschnitt um 10% gestiegen. Während dessen haben sich die Wohnungspreise in London um real 40% erhöht und liegen bereits wieder oberhalb der rekordhohen Niveaus von 2007¹⁹.

Gerade London genoss eine hohe internationale Anziehungskraft und profitierte von seinem Status als sicherer Hafen. Dieser Ruf könnte allerdings durch die Brexit-Entscheidung stark gefährdet wer-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

den. Zudem wachsen in Großbritannien die Sorgen vor einem plötzlichen Ende des jüngsten neuen schuldenfinanzierten Immobilienbooms.

Irland – Immobilienmarkt hat sich bis heute von der Krise nicht erholt

In Irland wurden während des Immobilienbooms (1990-2007) über 550.000 Häuser und Gebäudekomplexe gebaut – was in diesem Zeitraum zu einer Preissteigerung von fast 400% führte. Noch heute stehen eine hohe Anzahl der Objekte in Irland leer, weil ein riesiges Überangebot besteht. Die Bauindustrie hat komplett an den Bedürfnissen der Bevölkerung (und des Tourismus) vorbeigebaut. Infolge der sich daraus entwickelten Finanz- und einer damit einhergehenden Arbeitsmarktkrise haben seit deren Beginn über 100.000 Arbeitssuchende Irland verlassen. Inzwischen ist die Arbeitslosenquote per April 2016 auf 7,9%²¹ gesunken und markierte damit den niedrigsten Stand seit dem Höhepunkt der Eurokrise in Jahr 2012, als sie einen Höchstwert bei 15,1% erreichte. Ähnlich wie in England ist auch das Kreditvolumen in der Zeit vor Ausbruch der Krise deutlich angestiegen. So hat sich das Volumen der ausstehenden Wohnungskredite im Zeitraum 2003-2009 von 59 Mrd. auf 148 Mrd. Euro erhöht. Gemessen am BIP erhöhten sich die Wohnungskredite von 41% in 2003 auf 88% in 2009. Im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen erhöhten sich die Wohnungskredite von 88% auf 159%¹⁴. Seit 2013 beginnen die Preise wieder zu steigen. Vor allem in Dublin haben sich die Wohnungspreise im Zeitraum 2013-2014 wieder um fast 30% erhöht²¹. Gleichwohl liegt das Preisniveau nach wie vor rund ein Drittel unter den Höchstwerten von Anfang 2007.

Niederlande: hausgemachter Boom

Der Immobilienboom in den Niederlanden 1994-2008 ist vor allem durch Steuererleichterungen angeheizt worden. Was eigentlich als Finanzierungshilfe für Hausbauer gedacht war, wirkte in Wahrheit wie ein Anreiz, immer neue Schulden aufzutürmen. Viele Niederländer haben Darlehen nicht nur zum Erwerb von Immobilien aufgenommen, sondern auch Häuser für eine Ausweitung ihrer Konsumausgaben beliehen, um von der Kreditsubvention zu profitieren. In der Zwischenzeit wurde die Absetzbarkeit von Hypothekenzinsen eingeschränkt. Seit 2008, als der Bau- und Kaufboom am Immobilienmarkt seinen Höhepunkt erlebte, fielen die Preise um rund 20%.²² Seitdem haben die Wohneigentumspreise vor dem Hintergrund der anziehenden Konjunktur und gestiegener Einkommen wieder spürbar angezogen. Gleichwohl befinden sich die Hauspreise noch deutlich unter dem Vorkrisenniveau.

Spanien – nach langem Preisrutsch ziehen die Preise wieder leicht an

Der Immobilienboom in den Jahren vor der Finanzkrise wurde insbesondere vom starken Bevölkerungswachstum und der expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank begünstigt. Gleichzeitig führte der Wegfall von Währungsrisiken zu hohen Zuflüssen an Kapital aus dem Ausland, das oftmals in Immobilien angelegt wurde. Im Zuge dieser Entwicklung wurden Wohnungen über den Bedarf hinaus gebaut. Die Baugenehmigungen erreichten 2005 bis 2007 mit jeweils deutlich über 600.000 Einheiten ein Spitzenniveau in Europa¹⁴. Zudem hatte die Regierung die Landnutzung liberalisiert. Danach konnte Agrarland leichter in Bauland umgewandelt werden. Als die Zinsen schließlich anzogen, konnten viele Haushalte ihre Kredite nicht mehr bedienen. Dies hatte zur Folge, dass zahlreiche Hausbesitzer ihr Wohneigentum aufgrund konjunkturell bedingter Zahlungsschwierigkeiten

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

und Zwangsversteigerungen verloren, jedoch weiterhin ihre Schulden abbezahlen müssen. Seitdem dem Höhepunkt im Jahr 2008 sind die Hauspreise um 45 %²³ eingebrochen, wobei der Preisverfall regional unterschiedlich ausgefallen ist. Mehr als zwei Millionen Jobs sind in der Krise verloren gegangen; der Anteil der Wohnungsbaubranche gemessen am BIP ging von 12,2% auf 4,4% zurück.

Die Eigentumsquote in Spanien beträgt heute über 80% und lag auch zum Höhepunkt der Krise in 2008 auf diesem Niveau. Die Arbeitslosenquote betrug im ersten Quartal 2016 20,4% (2013: 26%)²¹ und war damit deutlich höher als in Irland. Zahlreiche Objekte, ja ganze Städte und Küstenregionen, sind zu Bauruinen verkommen; deutlich mehr als eine Million Objekte sollen noch leer stehen. Seit 2013 beginnt sich der Markt zu erholen, wobei vor allem in den küstennahen Gebieten und auf den Balearen eine spürbare Verbesserung beobachtet werden kann.

USA - Preisblase führte zu einer globalen Finanzkrise

Auch in den USA hatte sich seit Ende der 90er Jahre eine spekulative Preisblase herausgebildet. Im Zeitraum 1995-2007 sind die Hauspreise real um fast 200% angestiegen²⁴. Der Case Shiller-Composite 10-Index legte in diesem Zeitraum in der Spitze sogar um über 200% zu²⁵. Die Blase wurde vor allem durch eine expansive Geldpolitik und günstige Kreditkonditionen angeheizt. Während die Hausbesitzerquote sich Mitte der 90er Jahr im Schnitt auf rund 64% belief, stieg diese Quote bis 2005 auf 69% an²⁴. 2005 erreichten die Wohnungsbauinvestitionen in den USA einen Höchstwert von über sechs Prozent Anteil am Bruttoinlandsprodukt und überboten so erstmals den Rekordwert des Jahres 1960. 1991 hatte dieser Anteil mit 3,5 % einen Tiefpunkt erreicht²⁶. Als die US-Notenbank im Jahr 2006 ihren Leitzins aufgrund der drohenden Verbraucherpreisinflation an hob, konnten Zins- und/oder Tilgungsaussetzungen am Hypothekenmarkt nicht mehr im gewohnten Ausmaß aufrechterhalten werden. Eine entscheidende Rolle hatten auch finanzielle Innovationen in Form von Verbriefungen gespielt. Dabei sind vorbehaltlos Hypothekendarlehen vergeben worden, vor allem auch an Kreditnehmer mit geringer Bonität auf dem sogenannten Subprime-Markt. Zwangsversteigerungen brachten den Banken hohe Kapitalverluste ein. Die Bankenkrise mündete in einer Wirtschaftskrise, die sich in der Folge international ausbreitete. Trotz des seit Mitte 2011 wieder anziehenden Marktes liegen die Hauspreise im Schnitt noch unter den Höchstständen in 2007.

Fazit: Bundesweit gibt es keine Anzeichen einer Immobilienblase

Ausblickend kann vor dem Hintergrund der derzeitigen Datenlage festgestellt werden, dass es bundesweit keine Anzeichen für eine spekulative Immobilienpreisblase gibt. Dafür ist das Kreditvolumen, die Zahl der Fertigstellungen und Wohnungsgenehmigungen noch zu unausgeprägt. Zudem ist das Wohneigentum infolge des Einkommenszuwachses im Schnitt noch erschwinglich.

Nach wie vor ist es vor allem das recht kleine Neubausegment, in dem spekulative Übertreibungen zu beobachten sind. Daneben sind Überbewertungen in den Top-Metropolen und in vielen Schwarmstädten festzustellen. Auch im deutlich größeren Bestandssegment sind Preisübertreibungen bislang nur in einzelnen Städten erkennbar. Gleichwohl könnte sich aus dem Nachfragedruck, regulatorischen Eingriffen und den Auswirkungen der ultraniedrigen Zinsen ein Szenario entwickeln, welches Eingriffe seitens des Gesetzgebers oder der Bundesbank erforderlich machen könnte.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Quellen zu „Klartext: Die fatale Anziehungskraft der Selbstzerstörung“:

1. Vgl. hierzu die Website: **The Darwin Awards: in search of smart.** <http://www.darwinawards.com/> (zuletzt abgerufen 1.07.2016)
2. Vgl. Chu, Ben (2016): **“Brexit: UK construction sector heading for 'brick wall' as infrastructure projects suspended”** [www.independent.co.uk vom 29.6.2016 http://www.independent.co.uk/news/business/news/brexit-uk-construction-sector-heading-for-brick-wall-as-infrastructure-projects-suspended-a7109681.html](http://www.independent.co.uk/news/business/news/brexit-uk-construction-sector-heading-for-brick-wall-as-infrastructure-projects-suspended-a7109681.html) (zuletzt abgerufen 1.07.2016)
3. Die Zahlen wurden entnommen dem CIA World Fact Book (2016) <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/it.html> (zuletzt abgerufen 1.07.2016)
4. Vgl. Jeory, Ted (2016): **“Austerity and class divide likely factors behind Brexit vote, major survey suggests”** [www.independent.co.uk vom 30.6.2016 http://www.independent.co.uk/news/uk/home-news/brexit-austerity-working-class-divide-factors-british-social-attitudes-survey-a7109641.html](http://www.independent.co.uk/news/uk/home-news/brexit-austerity-working-class-divide-factors-british-social-attitudes-survey-a7109641.html) (zuletzt abgerufen 1.07.2016)
5. Vgl. Gera, Vanessa (2016): **“Polish workers in UK worry about possibility of Brexit”** AP, April 9, 2016 <https://www.yahoo.com/news/polish-workers-uk-worry-possibility-095620258.html> (zuletzt abgerufen 1.07.2016)
6. Vgl. Mason, Rowena (2016): **“Cameron: Gove has 'lost it' in comparing anti-Brexit economists to Nazis”** [Guardian.com Wednesday 22 June 2016; http://www.theguardian.com/politics/2016/jun/22/cameron-gove-has-lost-it-in-comparing-anti-brexit-economists-to-nazi-experts](http://www.theguardian.com/politics/2016/jun/22/cameron-gove-has-lost-it-in-comparing-anti-brexit-economists-to-nazi-experts) (zuletzt abgerufen 1.07.2016)
7. Vgl. Pew Research Center (2016) **“America’s Shrinking Middle Class: A Close Look at Changes Within Metropolitan Areas”** <http://www.pewsocialtrends.org/2016/05/11/americas-shrinking-middle-class-a-close-look-at-changes-within-metropolitan-areas/> (zuletzt abgerufen 1.07.2016)
8. Vgl. hierzu The Guardian (2016): **“EU referendum: full results and analysis”**; [guardian.com 24.6.2016 http://www.theguardian.com/politics/ng-interactive/2016/jun/23/eu-referendum-live-results-and-analysis](http://www.theguardian.com/politics/ng-interactive/2016/jun/23/eu-referendum-live-results-and-analysis) (zuletzt abgerufen 1.07.2016); sowie: Elgot Jessica (2016): **“Young remain voters came out in force, but were outgunned”**; [guardian.com 24.6.2016 http://www.theguardian.com/politics/2016/jun/24/young-remain-voters-came-out-in-force-but-were-outgunned](http://www.theguardian.com/politics/2016/jun/24/young-remain-voters-came-out-in-force-but-were-outgunned) (zuletzt abgerufen 1.07.2016)

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Quellen zu „**Steht Deutschland vor einer Immobilienblase?**“:

- 1 Catella`s Market Indicator – Residential Europe 2016
- 2 EZB, Wirtschaftsbericht 6 August 2015
- 3 UNI Zürich,2013
- 4 Europace Hauspreis-Index EPX, April 2016,
- 5 Dr. Klein Trendindikator, DTI
- 6 F+B Wohn-Index Deutschland 2016
- 7 Deutsche Forschungsinstitute Gemeinschaftsdiagnose, Frühjahrsdiagnose für 2016
- 8 Bundesagentur für Arbeit, April 2016
- 9 Bundesbank, Monatsbericht 2/2016
- 10 UBS, German Housing bubbles 2014
- 11 empirica Blasenindex Q1 2016
- 12 Verband deutscher Pfandbriefbanken (VDP)
- 13 Postbank „Wohnatlas 2016 – Leben in der Stadt“
- 14 European Mortgage Federation, Hypostat 2015
- 15 ifo-Institut Wohnungsfertigstellungen in Deutschland nach Gebäudearten
- 16 Destatis Pressemitteilung Nr. 206 vom 17.06.2016
- 17 Bundesbank, Monatsbericht Juni 2015
- 18 Empirica, Immobilienpreisindex, Q1 2016
- 19 UBS, Real Estate Focus 2016
- 20 UBS, How to think over housing bubbles, August 2014
- 21 Eurostat Eurostat Webseite Datenbank
- 22 S&P, European Housing Market, März 2016
- 23 UBS, Spain Real Estate, März 2016
- 24 Federal Reserve Bank of Dallas, International House Price Database <http://www.dallasfed.org/institute/houseprice/>
- 25 UNI München, 2009, Geldpolitik in Zeiten der Finanzkrise http://www.sfm.econ.uni-muenchen.de/lehre/topics_in_economics/unterlagen_ws_10_11/teil1finanzkrise10sv.pdf
- 26 DIW Wochenbericht 17/2013 „Immobilienmärkte im internationalen Vergleich“

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2; Karl-Heinz Thielmann.

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

- 1) Wesentliche Informationsquellen: siehe Seite 20.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 23.
- 4) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 4.7.2016.
- 5) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitraum vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: **keine**
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: **keine**
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Systematik der Anlageempfehlungen:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse:** Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:

Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.