



## Immobilienmärkte in Asien

5. Juli 2010

Keine erschreckenden Blasen – bisher!

**Nach dem Platzen von Hauspreisblasen in zahlreichen OECD-Ländern behalten Anleger Preisentwicklungen an Vermögensmärkten, die auf eine Blase hindeuten könnten, genau im Blick.** Hauspreise in Peking, Shanghai und einer Reihe anderer chinesischer Städte sind in den vergangenen Quartalen sehr rasch gestiegen, und unsere Bewertungsindikatoren zeigen, dass diese Märkte derzeit überbewertet sind. Dies gilt auch für Hongkong und Singapur.

**Die Nachfrage nach Büroflächen belebt sich spürbar; die Mieten ziehen nach einem merklichen Rückgang in zahlreichen Städten wieder an.** Dennoch ist vor allem an chinesischen Büromärkten noch Vorsicht angezeigt, da die Mietrenditen in den vergangenen Quartalen deutlich gesunken sind. Die Preise für Büroflächen in Top-Lagen sind offensichtlich sehr viel rascher gestiegen als die Mieten.

**Die Überbewertung an den Wohnungsmärkten und in geringerem Maße auch an den Büromärkten ist nicht in allen asiatischen Ländern festzustellen,** sondern auf wenige Länder beschränkt. An den indonesischen oder koreanischen Märkten für Wohnimmobilien oder den malaysischen Büromärkten sind keine Risiken für sinkende Preise zu erkennen.

**Das Risiko einer Korrektur hat sich an einigen Märkten für Wohnimmobilien eindeutig erhöht.** Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass dies zu ernsthaften makroökonomischen Verzerrungen führen wird, da die Regulierungsbehörden bisher umsichtig vorgehen. So gibt es an den untersuchten Märkten kein Subprime-Segment, und die Schuldenfinanzierung ist von sehr viel geringerer Bedeutung als in zahlreichen OECD-Ländern. Zudem sind mittel- bis langfristige Trends wie Urbanisierung und Bevölkerungswachstum weiterhin intakt.

www.  
dbresearch.de

### Autoren

Steffen Dyck  
+49 69 910-31753  
steffen.dyck@db.com

Tobias Just  
+49 69 910-31876  
tobias.just@db.com

Sarah Huelser

### Editor

Syetarn Hansakul

### Publikationsassistenz

Sabine Berger

Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland

Internet: [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Fax: +49 69 910-31877

### DB Research Management

Thomas Mayer

### Immobilienmärkte in Asien: Risiken in China, Hongkong und Singapur

	China	Hongkong	Singapur	Indonesien	Korea
<b>Indikatoren der Wohnungsmärkte</b>					
Preis-Miet-Verhältnis	Erhöht	Erhöht	Leicht erhöht	Niedrig	Angemessen
Preis-Einkommens-Verhältnis	Erhöht	Erhöht	Erhöht	Niedrig	Angemessen
Angebotsseite	Hohes Risiko	Moderates Risiko	kein Risiko	n.a.	Moderates Risiko
<b>Indikatoren der Büromärkte</b>					
Erholung der Mieten	Moderat, nach starkem Rückgang	Stark, nach starkem Rückgang	Langsam, nach starkem Rückgang	n.a.	Moderat, kein Mietrückgang
Mietrenditen	Starker Rückgang	Starker Rückgang	Moderater Rückgang	n.a.	Moderater Rückgang
<b>Strukturelle Faktoren</b>					
Demografie	Noch günstig	Abhängig von Zuwanderung	Abhängig von Zuwanderung	Günstig	Moderat günstig
Risiken im Bankensystem	Niedrig	Moderat	Moderat	Niedrig	Moderat

Quelle: Deutsche Bank Research

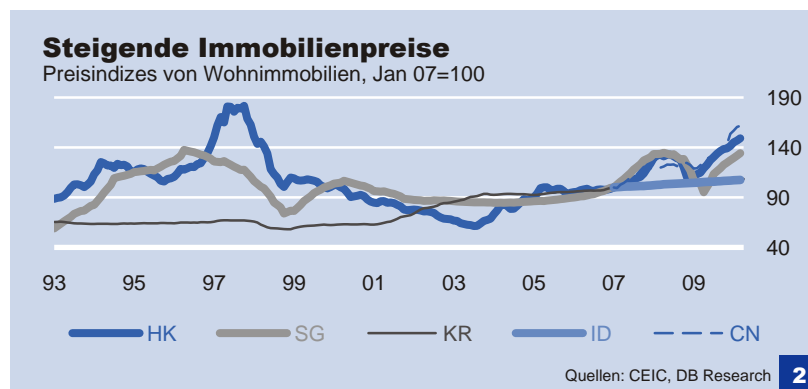
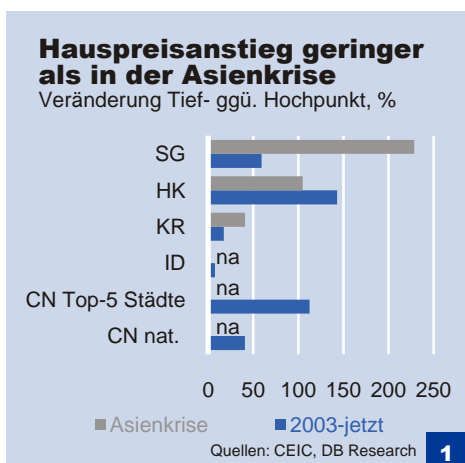
## 1. Einleitung

Der Boom an den westlichen Märkten für Wohnimmobilien und der nachfolgende Einbruch der Hauspreise bereiteten den Boden für die Finanzkrise und die weltweite Rezession.<sup>1</sup> Obwohl an den asiatischen Häusermärkten Ende 2008 ebenfalls ein Rückgang der Preise und Transaktionsvolumina zu verzeichnen war, haben die meisten die weltweite Rezession vergleichsweise gut überstanden. Die asiatischen Büromärkte wurden dagegen vom weltweiten Konjunkturabschwung spürbar in Mitleidenschaft gezogen. In zahlreichen Ländern ergriffen die Regierungen im Rahmen von Konjunkturpaketen auch Stützungsmaßnahmen für den Immobiliensektor. Zusammen mit niedrigen Zinsen und einem relativ günstigen Wirtschaftsausblick hat dies zu wieder steigenden Transaktionsvolumina und deutlich höheren Preisen für Wohn- und Geschäftsimmobilien geführt. Nun stellt sich die Frage, ob dieser Aufwärtstrend bereits zu weit gegangen ist.

In dieser Studie untersuchen wir fünf wichtige Märkte in Asien (ohne Japan): China, Hongkong, Indonesien, Südkorea und Singapur.<sup>2</sup> Wir konzentrieren uns zwar auf Wohnimmobilien, gehen aber auch auf die jüngste Entwicklung an den Büromärkten ein. Außerdem geben wir einen Überblick über wichtige strukturelle Faktoren, die den Ausblick für diese Immobilienmärkte bestimmen.

## 2. Überblick: Wohnungsmärkte

Die Preise an den asiatischen Wohnungsmärkten sind seit 2003 kräftig gestiegen (siehe Grafik 1). Nur in wenigen Fällen wurde dieser Trend durch die weltweite Rezession unterbrochen. Im vergangenen Jahr haben sich die Hauspreise in großen asiatischen Ballungszentren sogar noch rascher erhöht als in den Jahren vor der Krise. Dies weckt vor allem in Hongkong und Singapur Erinnerungen an die Asienkrise der Jahre 1997/98; diese Staaten wurden damals am stärksten vom Preisrückgang in Mitleidenschaft gezogen. Die aktuellen Entwicklungen sind jedoch zum Teil auch auf einen neuen strukturellen Faktor zurückzuführen, der in den 1990er Jahren noch keine Rolle spielte: den Aufstieg Chinas und Indiens. Nach seinem WTO-Beitritt im Jahr 2001 hat sich China deutlich stärker für den Handel und für Investitionen geöffnet, und Asien ist für Anleger attraktiver geworden. Insofern stehen die aktuellen Entwicklungen auf einer anderen Grundlage als diejenigen in den 90er Jahren.



<sup>1</sup> Just, Tobias und Thomas Mayer (2010). Wohnimmobilien in OECD-Ländern. Weiterhin Risiken für Europa. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen 478 11. März 2010.

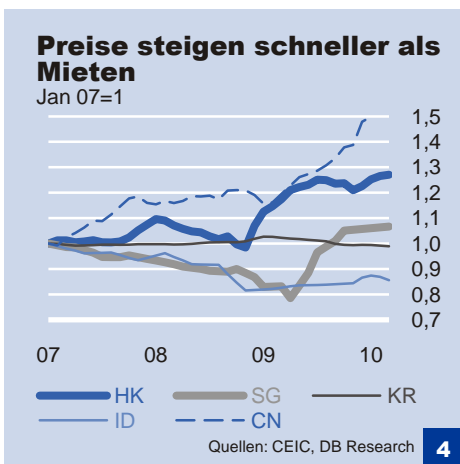
<sup>2</sup> In einigen Fällen betrachten wir auch andere Märkte, sofern genügend Daten verfügbar sind.

In Singapur sind die Immobilienpreise seit Januar 2007 um 34% gestiegen, in China bis zum März 2010 sogar um 67%. In China war der Preisboom nicht auf Städte wie Peking oder Shanghai beschränkt, sondern fand auch in anderen Städten wie Tianjin oder Chongqing statt (siehe Grafik 3). In einigen chinesischen Metropolen war zwar in den vergangenen Wochen eine moderate Abwärtsbewegung zu verzeichnen, insgesamt ist der Aufwärtstrend jedoch ungebrochen.



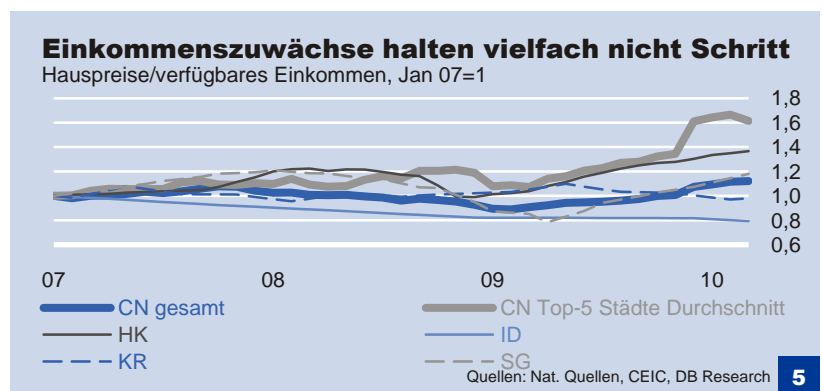
Obwohl die Hauspreise derzeit nicht so volatil sind<sup>3</sup> wie während der Asienkrise, sind die jüngsten Entwicklungen am asiatischen Immobilienmarkt bemerkenswert; immerhin ist die stärkste Abweichung nach oben von den langfristigen Wachstumsraten seit dem Ende der 90er Jahre zu verzeichnen. Vor allem bei Top-Immobilien in zentralen Lagen sind die Preise merklich gestiegen. In Peking interessieren sich die Käufer vor allem für Objekte innerhalb der 4. Ringstraße.<sup>4</sup> Ein ähnliches Muster ist in Hongkong zu beobachten: Das kräftigste Wachstum war im zentralen Geschäftsviertel Hongkongs zu verzeichnen, und die Preise scheinen ihren Höchststand noch nicht erreicht zu haben.

Im Zentrum von Singapur gingen die Preise für Wohnimmobilien zu Beginn des Jahres 2009 nach einem stetigen Anstieg seit 2002 deutlich zurück. Allerdings erholten sie sich in den vergangenen fünf Monaten wieder merklich.



**Wichtige Bewertungskennzahlen für Wohnimmobilien deuten auf Überhitzung hin**

Anleger interessieren sich vor allem für die Entwicklung des Preis-Miet-Verhältnisses, da ein Anstieg dieser Kennzahl darauf hindeutet, dass die vom Anleger erwarteten Renditen zu einem größeren Anteil auf einen erwarteten Immobilienpreisanstieg als auf die aktuellen Mieteinnahmen zurückzuführen sind. Die Bedeutung des Spekulationsmotivs hat also offensichtlich zugenommen. Grafik 4 zeigt, dass bei den Preis-Miet-Verhältnissen in den untersuchten asiatischen Märkten kein einheitlicher Trend festzustellen ist: In Hongkong und Singapur sind die Preise in den vergangenen Quartalen deutlich stärker angestiegen als die Mieten, und in China ist dies sogar schon seit drei Jahren der Fall. Dies deutet darauf hin, dass sich die Preise von der Mietnachfrage abgekoppelt haben. In Korea und Indonesien sieht es jedoch anders aus.



Aus Verbrauchersicht sind Wohnimmobilien weniger erschwinglich geworden, da die privaten Haushalte einen immer größeren Anteil ihres verfügbaren Einkommens für ihr Heim ausgeben müssen. Vor

<sup>3</sup> Gemessen an der Veränderung gg. Vm.

<sup>4</sup> Dies gilt für alle Objektarten, nicht nur für Wohnimmobilien.

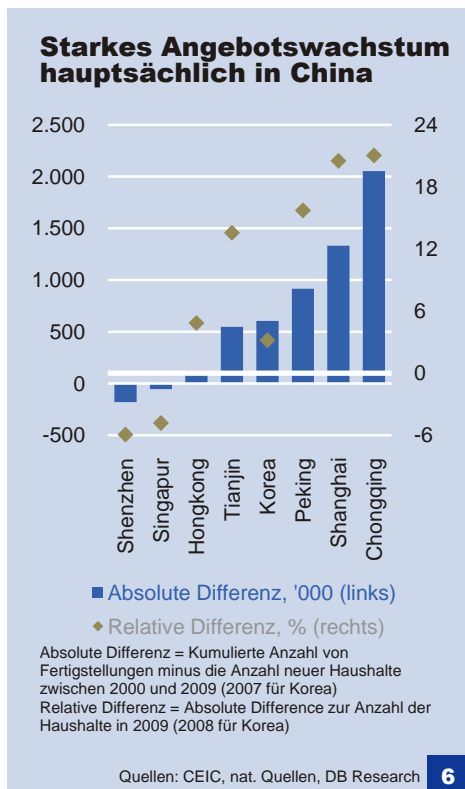
allein in den fünf größten Städten Chinas und in Hongkong sind die Preise sehr viel schneller angestiegen als die Einkommen (siehe Grafik 5). In Peking muss ein Durchschnittshaushalt inzwischen das Einkommen von siebzehn Jahren für den Kauf einer 100 m<sup>2</sup>-Wohnung ausgeben.<sup>5</sup> Indonesien ist in dieser Hinsicht eine bemerkenswerte Ausnahme; dort ging unser Erschwinglichkeitsindex seit Januar 2007 um rund 20% zurück.

### Entwicklungen auf der Angebotsseite

Vergleicht man die Zahl der fertig gestellten Wohnimmobilien und den Anstieg der Zahl der Haushalte in wichtigen chinesischen Städten, so zeigt sich, dass von der Angebotsseite beträchtliche Risiken für eine weitere Preiskorrektur ausgehen: In den von uns untersuchten chinesischen Städten (mit Ausnahme von Shenzhen) ist das Angebot sehr viel schneller angestiegen als die Zahl der neuen Haushalte. In absoluten Zahlen wurden in Chongqing und Shanghai von 2000 bis 2009 zwei Millionen Wohnimmobilien mehr fertig gestellt als neue Haushalte gegründet wurden. Und selbst relativ gesehen (d.h. im Vergleich zur Gesamtzahl der Haushalte im Jahr 2008) hat sich das Angebot stark erhöht (siehe Grafik 6).<sup>6</sup> Im Vergleich zu großen chinesischen Städten ist das relative „Überangebot“ in Hongkong mit unter 5% im Jahr 2009 sehr viel geringer. Außerdem sinken die Leerstandsquoten bei privaten Wohnimmobilien im Durchschnitt. Gleichzeitig steigen die Leerstandsquoten bei größeren Wohnungen (über 100 m<sup>2</sup>) seit 2006 tendenziell an, was auf ein mögliches größeres Überangebot am oberen Ende des Markts hindeutet.

In Korea war der Wohnungsbau in den vergangenen zehn Jahren weitgehend stabil; durchschnittlich wurden 400.000 Wohnungen pro Jahr errichtet. Das Verhältnis zwischen Wohnungen und der Zahl der Haushalte war mit knapp 95% Mitte der 90er Jahre bereits hoch und ist weiter auf rund 105% angestiegen. Berichten zufolge steigt die Zahl der nicht verkauften Wohnungen an, was den Preisausblick eintrübt. Im Gegensatz zu anderen Ländern sind die Immobilienpreise in Indonesien in den vergangenen Jahren unverändert geblieben, was auch einen kräftigen Anstieg des Angebots ab 2004 widerspiegelt. In Singapur wurden dagegen weniger neue Wohneinheiten fertig gestellt als neue Haushalte gegründet. Die Gesamtzahl der Fertigstellungen sank von 50.000 im Jahr 1998 auf lediglich 9.300 im Jahr 2006, was vor allem auf einen merklichen Rückgang im öffentlichen Wohnungsbau zurückzuführen ist. Da die Leerstandsquoten in Singapur deutlich sinken, sollte dies einen raschen Preisanstieg stützen – sofern es nicht zu einem Einbruch des Wirtschaftswachstums kommt.

In China und Hongkong befinden sich alle Grundstücke im Eigentum der Regierung, die daher das Angebot an Grundstücken für Wohnimmobilien direkt kontrollieren kann. So kann eine heftige Preiskorrektur vermieden werden. Auch in Singapur und Korea hat die Regierung großen Einfluss auf den Immobilienmarkt. Bei einem starken Anstieg der Hauspreise haben die Regierungen in Singapur und Korea in der Vergangenheit stets eingegriffen und Maßnahmen zur Verlangsamung des kräftigen Preisanstiegs getroffen, z.B. durch



<sup>5</sup> The Economist. China's property market: Home truths. 29. Mai 2010.

<sup>6</sup> Wegen des für China typischen Registrierungssystems für die privaten Haushalte (*hukou*) könnten die offiziellen Daten zur Zahl der Haushalte allerdings zu Übertreibungen führen, weil auch als ländlich eingestufte Haushalte zusätzliche Wohnimmobilien kaufen können. Dennoch bestätigen die Zahlen Berichte, denen zufolge in zahlreichen größeren Städten Wohnblocks teilweise leer stehen.



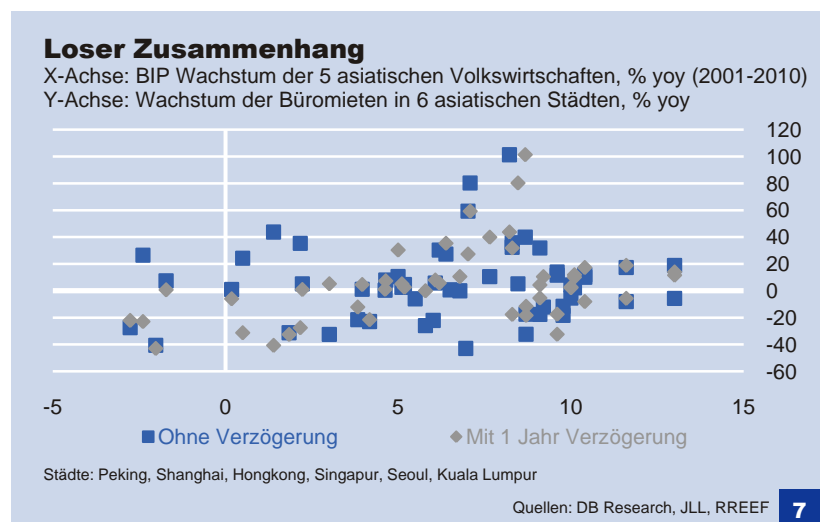
eine Verschärfung der Kreditvergaberegeln, eine Anhebung der Kapitalertragsteuer auf Immobilien (wie im Jahr 2006), eine Erhöhung der Transaktionsgebühren usw.

### 3. Rasche Erholung der Büromärkte

Der gesamte Immobilienbestand einer Volkswirtschaft besteht zum größeren Teil aus Wohnimmobilien. Aus drei wichtigen Gründen sollten jedoch auch die Entwicklungen am Markt für Gewerbeimmobilien beobachtet werden. Erstens sind die Märkte für Gewerbeimmobilien tendenziell volatil als die Märkte für Wohnimmobilien. Dies ist auf Faktor Nummer zwei zurückzuführen: Die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien hängt häufig enger mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zusammen als diejenige nach Wohnimmobilien. Drittens investieren institutionelle Anleger häufig lieber in Gewerbe- als in Wohnimmobilien, da Gewerbeimmobilien in der Regel größer sind, was Großtransaktionen ermöglicht und die Gesamttransaktionskosten senkt.

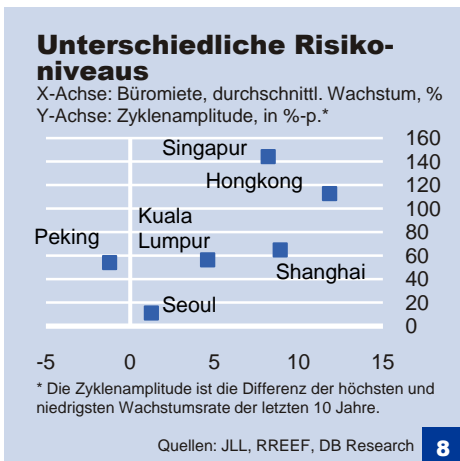
#### Angebotsfaktoren spielen wichtige Rolle für Asiens Büromärkte

Obwohl die Nachfrage nach Büroflächen eine enge Beziehung zur wirtschaftlichen Entwicklung aufweist, zeigt Grafik 7, dass die Korrelation zwischen dem BIP-Wachstum und dem Anstieg der Mieten in den Top-Bürolagen großer Städte in asiatischen Ländern gering ist. Das  $R^2$  des realen BIP-Wachstums und der Entwicklung der Büromieten (mit einer Verzögerung von einem Jahr) liegt unter 0,2; eine Regression mit BIP-Daten ohne Lag führt zu einem noch geringeren  $R^2$ . Für diese relativ geringe Korrelation sind vor allem zwei Faktoren verantwortlich: Erstens ist die Leerstandsquote in asiatischen, vor allem chinesischen, Büromärkten beträchtlich. Dies ist auf den anhaltenden Bauboom zurückzuführen; die Entwicklung auf der Angebotsseite dämpft also die Korrelation zwischen dem Wachstum der Nachfrage und der Mietentwicklung. Zweitens verhindert die mangelnde Transparenz an zahlreichen asiatischen Immobilienmärkten kurzfristig ein effizientes Funktionieren der Märkte.<sup>7</sup>

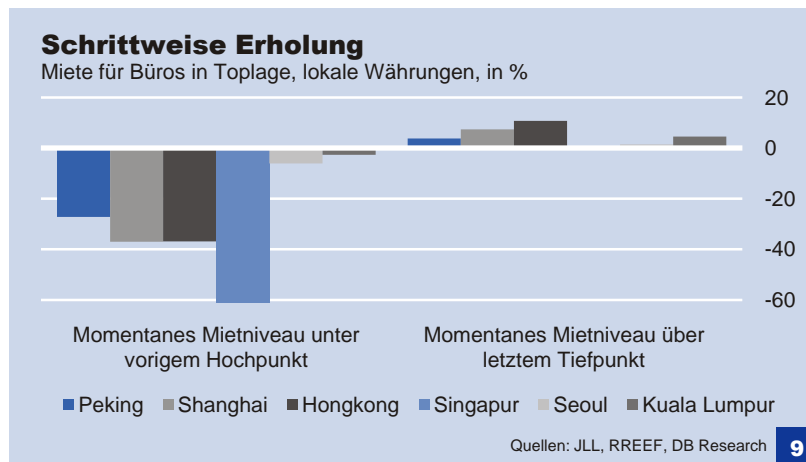


Zwischen den in dieser Studie untersuchten asiatischen Büromärkten bestehen beträchtliche Unterschiede: Die Büromieten (in lokaler Währung) stiegen in Peking und Seoul im Aufschwung bis zum Jahr

<sup>7</sup> Im Real Estate Transparency Index von Jones Lang LaSalle liegen Hongkong und Singapur von 81 untersuchten Märkten auf Rang 11 bzw. 12, Malaysia auf Rang 23, Südkorea auf Rang 44, die größten chinesischen Städte auf Rang 49 und Indonesien auf Rang 55 (Jones Lang LaSalle, 2008. Real Estate Transparency Index, From Opacity to Transparency. London.)



2008 um rund 20% an, in Shanghai dagegen um über 170%, in Singapur um über 380% und in Hongkong vom Tiefstand bis zum jüngsten Höchststand sogar um 550%. Hier sind drei Punkte von Bedeutung: Erstens folgte auf den Aufschwung nach dem Jahr 2008 ein kräftiger Abschwung, und vor allem an denjenigen Märkten, an denen die Mieten kräftig angestiegen waren, fand eine merkliche Abkühlung statt. In Shanghai und Hongkong sanken die Büromieten vom Höchst- bis zum Tiefstand um 40% und in Singapur sogar um 60%. Zweitens ist an sehr zyklischen Märkten auch das stärkste Trendwachstum der Büromieten zu verzeichnen. Dementsprechend scheint eine enge Beziehung zwischen Risiken und den damit verbundenen (Miet-)Renditen zu bestehen.



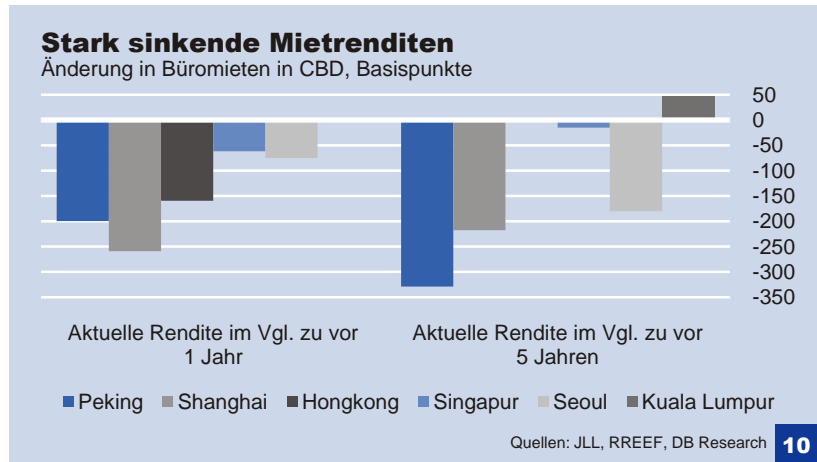
## Starker Rückgang der Renditen in den Krisenjahren

Drittens wurde an allen Mietmärkten mit Ausnahme Singapurs der Tiefstand erreicht; seit Anfang 2010 ziehen die Büromieten wieder an. Trotz des kräftigen Wirtschaftswachstums in der Region ist die Dynamik der Mieten jedoch noch vergleichsweise gering, und die Büromieten liegen noch deutlich unter ihren früheren Höchstständen<sup>8</sup>

Die Entwicklung an den Mietmärkten ist jedoch nur eine Seite der Medaille. Die Mietrenditen sind an allen Märkten in den Krisenjahren zurückgegangen. In Peking sanken die Renditen in nur einem Jahr um 200 Bp., in Shanghai sogar um über 250 Bp. Was den (impliziten) Kapitalwert betrifft, so hat dieses Anlegerinteresse an asiatischen Gewerbeimmobilien die Rückgänge der Mieten zum Großteil kompensiert. Die Kapitalwerte liegen heute in Seoul, Hongkong und Shanghai nur noch um 15% unter dem Höchststand vor der Krise. In Kuala Lumpur entsprechen sie in etwa dem Höchststand vor der Krise, in Peking liegen sie sogar darüber. Die nominalen Kapitalwerte sind in Shanghai und Hongkong in den vergangenen vier Quartalen um 30-40% angestiegen. Da diese Entwicklung in nur wenigen Quartalen stattfand, haben sich die realen Kapitalwerte sehr ähnlich entwickelt. Der Anstieg ist zwar zum Teil auf einen Niveaueffekt zurückzuführen, dennoch sollten Anleger die Entwicklung in den kommenden Quartalen genau im Auge behalten. Auch für Singapur ist Vorsicht angezeigt. Auch wenn die Kapitalwerte in Singapur noch nicht angestiegen sind, haben sich die Mietrenditen dort in den vergangenen Jahren antizyklisch entwickelt: Die Bürorenditen stiegen

<sup>8</sup> Kuala Lumpur ist in dieser Hinsicht eine Ausnahme; dort waren die Büromärkte vor der Krise nicht überhitzt und setzten ihr moderates Trendwachstum in den vergangenen beiden Jahren fort.

in den Boomjahren um über 250 Bp. an und gingen in der Rezession um knapp 250 Bp. vom Höchst- bis zum Tiefststand zurück.



**Investitionsmärkte haben Erholung bereits eingepreist**

Insgesamt verspricht die wirtschaftliche Dynamik, dass die Büromieten in den kommenden Quartalen im Zuge des günstigen konjunkturellen Umfelds weiter ansteigen; die Investitionsmärkte scheinen diesen Trend in Shanghai, Peking und in geringerem Umfang auch in Singapur jedoch bereits eingepreist zu haben. Da zahlreiche kurz- und langfristige Trends an den asiatischen Märkten für Gewerbeimmobilien intakt sind, warnen wir (noch) nicht vor einer neuen Blase an den Märkten für Gewerbeimmobilien. Wir möchten jedoch betonen, dass das Tempo der Anpassung in China und Singapur unseres Erachtens Anlass zur Sorge gibt. Um zukünftige Probleme zu vermeiden, wird sich der Preisanstieg in den kommenden Quartalen verlangsamen müssen. In Seoul und Kuala Lumpur scheint das Risiko einer neuen Blase bisher sehr viel geringer zu sein als an den anderen Märkten.

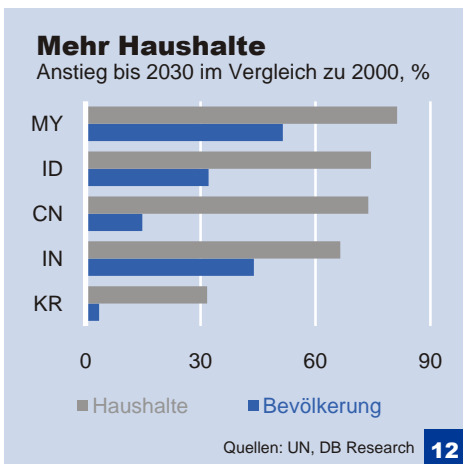
**4. Demografische Entwicklung**

Obwohl die Fertilitätsraten in den in dieser Studie betrachteten Ländern in den vergangenen Jahrzehnten merklich gesunken sind, ist der demografische Ausblick insgesamt weiter günstiger als in zahlreichen europäischen Ländern, da die künftige Entwicklung von den höheren Geburtenraten in der Vergangenheit und dem sich voraussichtlich fortsetzenden Anstieg der Lebenserwartung profitiert (siehe Tabelle 11). Dennoch verlangsamt sich das Bevölkerungswachstum auch in Asien, und insbesondere die Erwerbsbevölkerung wird ab 2010 in China bzw. ab 2025 in Indonesien zurückgehen.

**Günstige demografische Perspektiven**

		China	Hongkong	Indonesien	Korea	Singapur
<b>Geburtenrate</b>	Pro 1000 Personen, 2008	12,1	9,4	18,6	9,4	10,2
<b>Anstieg der Lebenserwartung</b>	Jahre, 2010 im Vergleich zu 1950	32,2	21,2	33,2	31,5	19,9
<b>Bevölkerungswachstum</b>	% p.a., Durchschnitt 2000-2030	0,5	0,7	0,9	0,2	1,0

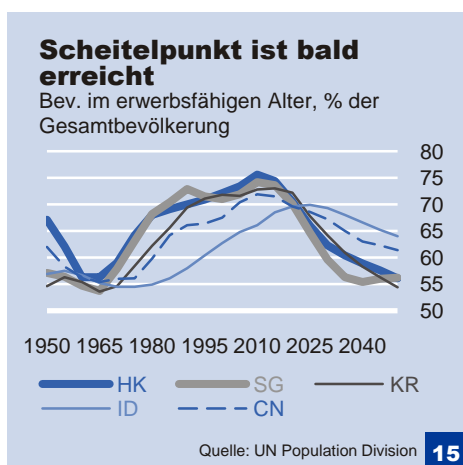
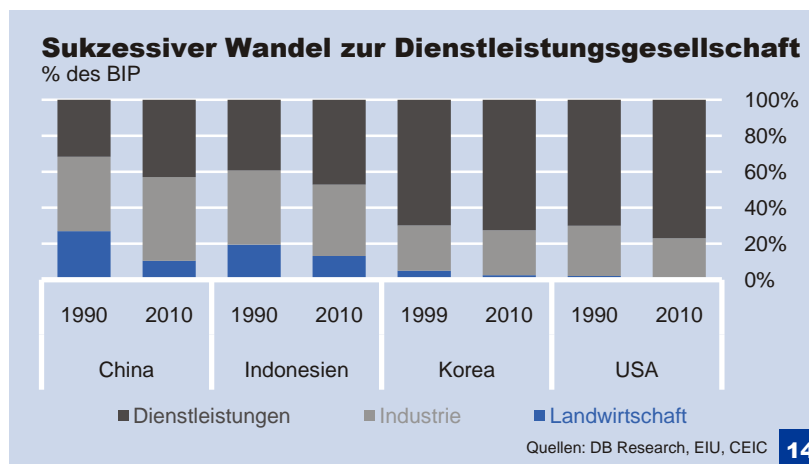
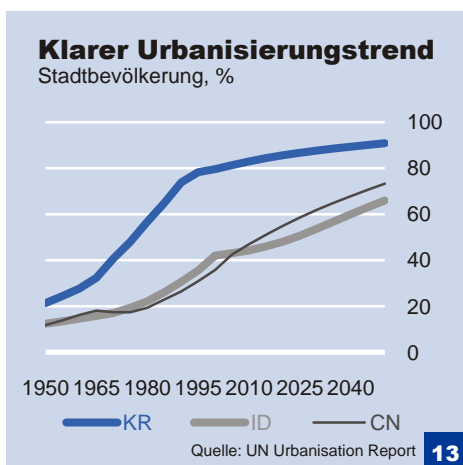
Quellen: UN, Weltbank, DB Research **11**



Allerdings ist festzuhalten, dass selbst das kräftige Bevölkerungswachstum in den asiatischen Ländern, vor allem in Malaysia, Indonesien, Indien und in geringerem Maße auch China und Korea, die künftige Nachfrage nach Wohnraum aus drei Gründen unterschätzt. Erstens hängt die Nachfrage nach Wohnungen eher von der Zahl der Haushalte als von der Zahl der Menschen ab. Der Anstieg der Einkommen, die Urbanisierung und der zu erwartende Rückgang der Fertilitätsraten in Asien deuten sämtlich auf eine deutliche Verringerung der durchschnittlichen Haushaltsgröße hin.<sup>9</sup> Schätzungen von UN Habitat zufolge wird die Zahl der Haushalte in Asien von 2000 bis 2030 um rund 75%, d.h. knapp 700 Millionen, ansteigen. Allein in China wird ein Anstieg der Zahl der Haushalte um rund 300 Millionen bis 2030 erwartet (verglichen mit dem Jahr 2000).

Zweitens impliziert der Trend zur Urbanisierung (siehe Grafik 13), dass selbst bei einer unveränderten Zahl an Haushalten Neubauten erforderlich sind, da die Nachfrage in Städten besonders hoch sein dürfte und die Hauspreise daher kräftig ansteigen werden. In Südkorea, China und Indonesien beschleunigte sich der Urbanisierungstrend ab dem Jahr 1990.<sup>10</sup>

Drittens steigt die Nachfrage auch aufgrund des anhaltenden Einkommenszuwachses, da die privaten Haushalte einen größeren Anteil ihres Einkommens für Wohnen ausgeben können. Dieser Trend deutet darauf hin, dass die Nachfrage nach qualitativ hochwertigen und größeren Wohnungen ebenfalls zunehmen wird, weil die Menschen mehr Platz pro Person zur Verfügung haben wollen.



Was die Büromärkte betrifft, so impliziert vor allem die Alterung der chinesischen Bevölkerung, dass innerhalb der kommenden 20 Jahre ein Rückgang der Erwerbsbevölkerung einsetzen wird. Diese Entwicklung dürfte jedoch durch strukturelle Veränderungen kompensiert werden. In zahlreichen asiatischen Volkswirtschaften ist der Anteil des Dienstleistungssektors vergleichsweise gering (unter 50%; Korea stellt in dieser Hinsicht eine Ausnahme dar). Da die Gesetze des Strukturwandels sehr wahrscheinlich auch in Asien gelten, wird der Anteil des Dienstleistungssektors am gesamten BIP in den kommenden Jahrzehnten allmählich ansteigen. In westlichen

<sup>9</sup> Vgl. Just, T. (2009). Demografie und Immobilien. Oldenburg. München. Darin findet sich eine Beschreibung dieser Mechanismen sowie eine einfache Panel-Regression mit Fixed Effects für 38 Länder, die zeigt, dass die durchschnittliche Haushaltsgröße in aufstrebenden Volkswirtschaften mit einer zunehmend in Städten lebenden Bevölkerung und einem Rückgang der Fertilitätsraten tendenziell sinkt.

<sup>10</sup> Hongkong und Singapur sind als Stadtstaaten vollständig urbanisiert.



Volkswirtschaften macht der Dienstleistungssektor über 70% des BIP aus, und rund 60% der Dienstleistungen werden in Büros erbracht. Dieser Strukturwandel dürfte in den kommenden zwei bis drei Jahrzehnten vor allem in China, Indien, Indonesien, Malaysia und in sehr viel geringerem Maße auch Korea zu einem kräftigen Anstieg der Nachfrage nach Bürogebäuden führen.

## 5. Regulatorisches Umfeld bietet Schutz

### Hohe Transaktionskosten in China, Korea und Indonesien

Ende 2009 begannen zahlreiche Regierungen in der Region, Konjunkturpakete einschließlich der Unterstützung für den Immobiliensektor zurückzunehmen und auslaufen zu lassen. Außerdem wurden die Banken aufgefordert, die Einkommenssituation der Kreditnehmer genauer zu prüfen, und die regulatorischen Anforderungen für die Inanspruchnahme von Hypothekenkrediten wurden in den meisten Ländern gestrafft, in denen die Immobilienpreise stark angestiegen waren. Außerdem könnte eine Differenzierung zwischen Transaktions- und Haltemärkten (gemessen anhand der Kosten für den Kauf bzw. Verkauf von Immobilien) hilfreich sein, um die Höhe der künftigen Preiskorrektur abzuschätzen. Kauf und Verkauf von Immobilien kann in China, Korea und Indonesien recht kostspielig sein, wohingegen Hongkong und Singapur vergleichsweise geringere Transaktionskosten aufweisen (siehe Tabelle 17, Seite 11). Die Einführung einer Immobiliensteuer wird derzeit in China für einige Provinzen und Städte erwogen. Dies könnte den Rückgang der Transaktionsvolumina verstärken, aber auch dazu beitragen, die Volatilität der Preise künftig zu verringern.

### Kenngrößen der nationalen Bankensysteme

		China	Hongkong	Indonesien	Korea	Singapur
Kredite an die Bauwirtschaft bzw. Kredite an den Immobiliensektor, % der gesamten Kredite	Aktuell	7,1	27,9	5,9	na	17,1
	langfristiger Durchschnitt	5,8	22,8	5,8	na	13,5
Haus- bzw. Hypothekenkredite, % der gesamten Kredite	Aktuell	13,3	25,4	7,8	20,3	33,2
	langfristiger Durchschnitt	10,0	27,7	7,4	23,1	32,7
Reales Kreditwachstum, % yoy	Aktuell	17,8	4,5	4,8	3,9	5,8
	langfristiger Durchschnitt	10,1	5,5	1,0	5,9	4,3
Notleidende Kredite, % der gesamten Kredite	Aktuell	1,4	1,3	3,3	1,2	2,3
	langfristiger Durchschnitt	9,4	1,7	6,2	1,2	3,7

Aktuell: Q4 09 für Korea und Q1 10 für China, Hongkong (außer notleidende Kredite), Indonesien und Singapur (außer notleidende Kredite); Langfristiger Durchschnitt ist 2004-07

Quellen: Nat. Quellen, IWF, DB Research

16

In einigen Ländern der Region liegt das Engagement der Banken im Immobiliensektor nahe oder über dem von 2004 bis 2007 verzeichneten historischen Durchschnittswert (der „Boomphase“ vor der Krise, siehe Tabelle 16). In China wird das direkte Engagement am Immobilienmarkt auf 25% des gesamten Kreditvolumens geschätzt, wird das indirekte Engagement mit einbezogen, ist es vermutlich sehr viel höher. In Hongkong und Singapur sind die Banken in beträchtlichem Maße am Immobilienmarkt engagiert (rund 50% des gesamten Bankkreditvolumens). In beiden Ländern liegen die Kredite an den Bausektor und an Bauträgergesellschaften über dem historischen Niveau, und auch die Hypothekenkreditvergabe belebte sich Ende 2009 wieder. Auch in Korea ist das Engagement der Banken im Immobiliensektor relativ hoch; Kredite für Wohnim-

### Banken vorsichtig bei Kreditvergabe an Immobilienbauträger

mobilien und Immobilienprojektfinanzierung machen zusammen rund 25% des gesamten Kreditvolumens der Banken aus.<sup>11</sup>

Die regulatorischen Obergrenzen für die Beleihungsausläufe wurden in der Vergangenheit konservativ festgelegt und in zahlreichen Ländern weiter verschärft, um zur Stabilisierung der Immobilienmärkte beizutragen. In Hongkong liegen die regulatorischen maximalen Beleihungsausläufe bei 70% (60% für Hypothekenkredite mit einem Volumen von über HKD 20 Mio.), und der Fünf-Jahres-Durchschnitt der Beleihungsausläufe liegt bei 62%. Mitte 2009 senkte die koreanische Zentralbank den maximalen regulatorischen Beleihungsauslauf für Wohnimmobilien in Ballungsgebieten wie z.B. Seoul rasch von 60% auf 50%. In Singapur liegt die Beleihungsquote für den größten Teil der Hypothekenkredite (rund 60%) unter 70%. Im Vergleich dazu beliefen sich die durchschnittlichen Beleihungsquoten in den Niederlanden bzw. Spanien vor dem Beginn der weltweiten Finanzkrise auf 112% bzw. 83%.<sup>12</sup> Außerdem haben die Erfahrungen in der Asienkrise zahlreiche Banken in der Region dazu veranlasst, mit der Ausreichung von Krediten an Immobilienbauträger vorsichtig zu sein. Dies ist z.B. in Indonesien der Fall, wo lediglich rund 35% aller Bauprojekte für Wohnimmobilien über Bankenkredite finanziert werden.

Nur Hongkong, Singapur und Korea verfügen über nennenswerte Hypothekensmärkte, deren Volumen sich auf 25-40% des BIP beläuft. Die Bedeutung von Hypothekenfinanzierungen ist deutlich geringer in China (rund 14% des BIP) und Indonesien (unter 3% des BIP). In Korea sind 80-95% der Kredite für den Erwerb von Wohnimmobilien variabel verzinst, so dass Zinsanhebungen direkt auf die privaten Haushalte durchschlagen. Variabel verzinsliche Kreditverträge dominieren auch in Singapur, wo allerdings die Tatsache, dass die Geldpolitik über den Wechselkurs umgesetzt wird, zu stabilen Zinsen führt, so dass die Risiken für die Kreditnehmer von dieser Seite her geringer sind. Insgesamt rechnen wir lediglich mit moderaten Zinserhöhungen im weiteren Jahresverlauf, so dass das Zinsrisiko für die privaten Haushalte auf kurze Sicht begrenzt ist.

### Niedrige Ausfallquoten

Zudem ist die finanzielle Situation der privaten Haushalte in der Region günstig. In Singapur belief sich das aggregierte Nettovermögen der privaten Haushalte in Q3 2009 auf das Vierfache des BIP, und das Gesamtvermögen der Haushalte war sechs Mal so hoch wie ihre Verbindlichkeiten. Barmittel und Einlagen zuzüglich Sozialversicherungssalden übersteigen zusammen die aggregierten Verbindlichkeiten der privaten Haushalte, und Immobilien sind der wichtigste Vermögenswert für die privaten Haushalte. Daher würden sich merkliche Preiskorrekturen am Immobilienmarkt spürbar auf die Vermögenssituation der privaten Haushalte auswirken. Dennoch sind die Ausfallquoten bei Krediten an die privaten Haushalte im Allgemeinen und Hypothekenkrediten im Besonderen sehr gering. In Hongkong ist die Ausfallquote für Wohnimmobilienkredite in den vergangenen acht Jahren stetig gesunken und hat sich zuletzt bei 0,03% stabilisiert. Dasselbe Muster ist in Korea zu beobachten, wo die Ausfallquote von Hypothekenkrediten für Wohnimmobilien in Q3 2009 unter 0,5% lag. In Singapur liegt der Anteil der notleidenden

<sup>11</sup> Die Bank of Korea beziffert das Gesamtengagement der koreanischen Banken in der Immobilienprojektfinanzierung auf 5,3% des gesamten Kreditvolumens. Vgl. Bank of Korea (2009). Financial Stability Report. November 2009.

<sup>12</sup> Just, Tobias und Stefanie Ebner (2006). Fallende Wohnungspreise in den USA: Wird Europa folgen? Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen 370. 30. Oktober 2006. S. 5.



Kredite für Wohnimmobilien bei unter 1%. Das Subprime-Risiko, das die weltweite Finanzkrise auslöste, liegt also praktisch bei Null.

## Übersicht immobilienrelevanter Steuern

	Notar-gebühren	Stempelsteuer	Transaktionsteuer	Grundsteuer	Ein-kommensteuer	Kapitalertragsteuer	Erbschaftsteuer
China*	3-5% des Vermögenswertes plus feste Anmeldegebühr	0,1% des Vermögenswertes (von Käufer und Verkäufer zu gleichen Teilen zu zahlen)			5% des Bruttomieteinkommens	<b>Priv. Einkommensteuer:</b> 20% auf Nettoerträge, maximale Abschreibung von 10% der Eigentumskosten; <b>Gewerbesteuer:</b> 5% auf Nettoerträge, selbst genutztes Eigentum ist für 5 Jahre ausgenommen; <b>Steuer auf Werterhöhung von Land:</b> basierend auf Nettoertrag, zwischen 30% und 60%.	Keine
Hongkong		Beim Kauf zu zahlen; variiert je nach Gesamtvermögenswert: von HKD 100 für Werte von weniger als HKD 2 Mio. bis hin zu 4,25% des Wertes für Werte über HKD 21,7 Mio.			15% der Jahresmiete; 20% der Ausgaben für Instandhaltung abzugsfähig	Keine	Keine (2006 abgeschafft)
Indonesien	1% des Vermögenswertes	IDR 37.000	<b>Transaktionsteuer:</b> 5% des Immobilienpreises (vom Verkäufer zu zahlen); <b>Steuer auf Erwerb von Land und Gebäuden:</b> 5% des Immobilienpreises minus IDR 60 Mio. (vom Käufer zu zahlen)	0,5% des geschätzten Immobilienwertes	20% auf Bruttomieteinkommen für Privatpersonen, 25% für Unternehmen; unterliegt 10% MwSt.	20% auf Kapitalerträge für Privatpersonen, 25% für Unternehmen; Kauf- und Instandhaltungskosten sind abzugsfähig	Keine
Korea	National Revenue Stamp i.H.v. KRW 20.000 bis KRW 350.000, abhängig vom Vermögenswert		<b>Erwerbsteuer:</b> 2% des Verkaufspreises; <b>Registrierungssteuer:</b> 2% des Verkaufspreises; <b>Andere Steuern:</b> 0,6% des Verkaufspreises	0,07-4% pro des Jahreswertes (d.h. geschätzte Miete); 4% bei Eigennutzung	Mit progressiven, von Einkommen- und Vermögenswert abhängigen Raten besteuert, unterliegen 10% MwSt.	Zu versteuernder Gewinn definiert als Gesamtgewinn abzgl. notwendiger Ausgaben (Kauf, Erneuerungen, etc.), besondere Abschreibung für die Haltedauer, Standardabschreibungen für Kapitalerträge; Progressive Steuersätze: 6% für Werte bis KRW 12 m, 15% über KRW 12 m, 24% über KRW 24 m, 35% über KRW 88 m	Progressive Steuersätze: 10% des Vermögenswertes bis zu KRW 100 Mio., 20% für Werte über KRW 100 Mio. bis KRW 500 Mio., 30% für KRW 500 Mio. bis KRW 1 bn, 40% für KRW 1 Mrd. bis KRW 3 Mrd., 50% für mehr als KRW 3 Mrd.
Singapur		1% der ersten SGD 180.000 plus 2% der nächsten SGD 180.000 plus 3% des Restvermögenswertes		10% des Jahreswertes (d.h. geschätzte Miete); 4% bei Eigennutzung	20% des Bruttomieteinkommens abzgl. Vermögensteuer, Versicherung, Unterhalt und Reparaturen (für Privatpersonen)	Keine	5% bis zu SGD 12 Mio., 10% auf Werte über SGD 12 Mio.

\* Steuersätze und Verfahren variieren stark von Stadt zu Stadt. Die hier genannten Zahlen beziehen sich nur auf Shanghai.

Quellen: Nat. Behörden, Weltbank, Global Property Guide, DB Research

17

## 6. Fazit

### Bewertungskennzahlen deuten auf Überhitzung hin...

Die Preise für Wohn- und Büroimmobilien sind in den vergangenen Quartalen in zahlreichen asiatischen Volkswirtschaften gestiegen. Wichtige Bewertungskennzahlen deuten darauf hin, dass das aktuelle Preisniveau vor allem in China und Singapur nicht von den Einkommen und den Mieteinnahmen gestützt wird. Das Risiko einer

**... aber regulatorisches Umfeld,  
niedrige Verschuldung und gute  
Langfristaussichten sollten  
ernsthafte Störung verhindern**

Abwärtskorrektur hat sich offensichtlich nicht zuletzt aufgrund der jüngsten administrative Maßnahmen zur Abkühlung des Immobilienmarkts erhöht. Obwohl wir Preisrückgänge in den kommenden Quartalen in überhitzten städtischen Regionen für wahrscheinlich halten, gehen wir aus drei Gründen nicht davon aus, dass diese Korrektur eine neue ernsthafte Krise in den betroffenen Ländern oder gar in der Weltwirtschaft auslösen wird. Erstens sind die Preise seit 2007 sehr viel weniger stark angestiegen als im Vorfeld der Asienkrise. Zweitens ist das Risiko zunehmender Zahlungsausfälle bei einer geringeren Zahl fremdfinanzierter Immobilientransaktionen und umsichtigen Maßnahmen der Behörden an den Märkten für Wohnimmobilien in Asien geringer. Drittens halten zahlreiche mittel- und langfristige Trends wie z.B. Urbanisierung und Zunahme der Haushalte an und stützen mittelfristig die Nachfrageentwicklung. Daher halten wir ein Szenario à la Japan für die in dieser Studie untersuchten Länder für unwahrscheinlich.

Dennoch werden die Immobilienmärkte die Gesamtwirtschaft nicht stützen können, falls potentielle andere makroökonomische Risiken Realität werden, z.B. ein weltweit oder regional langsames Wirtschaftswachstum oder ein Anstieg der Inflation rascher als erwartet und eine stärkere Straffung der Geldpolitik. Die administrativen Maßnahmen erscheinen bisher gezielt und angemessen. Gleichwohl besteht das Risiko eines künftigen Überschießens. Die meisten Beobachter der asiatischen Immobilienmärkte konzentrieren sich auf Wohnimmobilien und lassen außer Acht, dass an einigen asiatischen Büromärkten bereits erste Anzeichen für eine Überhitzung erkennbar sind. Vorsicht ist geboten, da die asiatischen Märkte für Wohn- und Gewerbeimmobilien zu starken zyklischen Ausschlägen um einen Aufwärtstrend herum neigen.

Steffen Dyck (+49 69 910-31753, [steffen.dyck@db.com](mailto:steffen.dyck@db.com))

Tobias Just (+49 69 910-31876, [tobias.just@db.com](mailto:tobias.just@db.com))

Sarah Huelser

© Copyright 2010. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734 / E-Mail: ISSN 1616-5640