



Dr. Daniel Hartmann
Fundamentale Analyse

Platzt in Frankreich die nächste Blase?

17. September 2012

www.bantleon.com

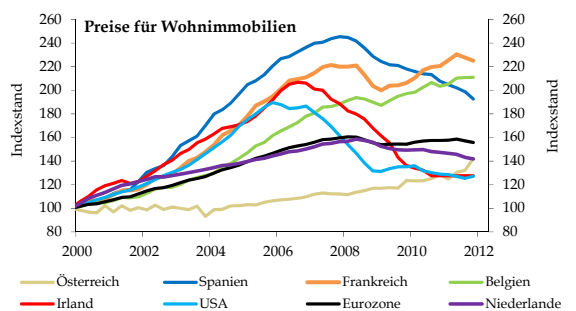
Frankreich – der wankende Riese?

Neben Deutschland bildet Frankreich den zweiten Stabilitätsanker innerhalb der Währungsunion. Lange Zeit füllte die Grande Nation diese Rolle auch aus. Die Wirtschaftsleistung expandierte im Nachgang der Finanzkrise solide. Seit Mitte 2011 ist jedoch der Wurm drin. Der private Verbrauch – einst der zentrale Wachstumsmotor – stagniert wie die gesamte Wirtschaftsleistung. Damit aber nicht genug. Es brodelt auch am Immobilienmarkt. Ein Schlaglicht in dieser Hinsicht setzte die Schieflage des Immobilienfinanziers *Crédit Immobilier de France* (CIF), der nur mit einer Staatsgarantie über 20 Mrd. EUR gerettet werden konnte. Handelt es sich dabei – wie die Regierung versichert – lediglich um einen Ausrutscher oder steckt mehr dahinter?

Es gibt Anzeichen für eine Preisblase

Bei der Bewertung des französischen Immobilienmarkts sticht ein Risikofaktor sofort ins Auge: Die Immobilienpreise befinden sich immer noch im Höhenflug (vgl. Abb.1). Damit unterscheidet sich Frankreich von Spanien, Irland oder den Niederlanden. In diesen Boomländern der vergangenen Dekade setzte mit dem Beginn der Finanzkrise eine scharfe Korrektur ein, die bis zuletzt anhielt. Im Ergebnis ist Frankreich (zusammen mit Belgien) mittlerweile das Euroland mit dem grössten Immobilienpreisanstieg. Das akkumulierte Plus seit 2000 beträgt gemäss dem Index der EZB 125%.¹

Abb. 1: Frankreich liegt an der Spitze

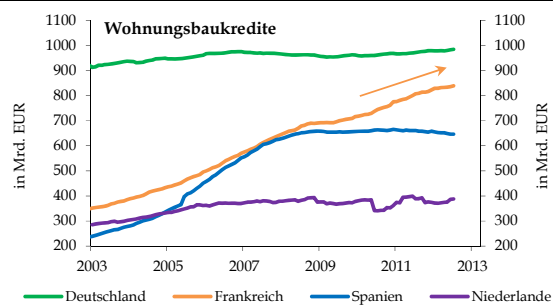


Quellen: EZB, BANTLEON

¹ Anders als vielfach vermutet wiesen neben der Metropole Paris (+135%) auch die übrigen Regionen (+115%) kräftige Preissteigerungen auf.

Auch die Hypothekenkreditvergabe entwickelt sich in Frankreich im Gegensatz zu fast allen Euroländern bis zuletzt prächtig. Im Jahr 2011 betrug das Wachstum 8,0%, was ebenfalls Spitze innerhalb der Eurozone war (vgl. Abb. 2).

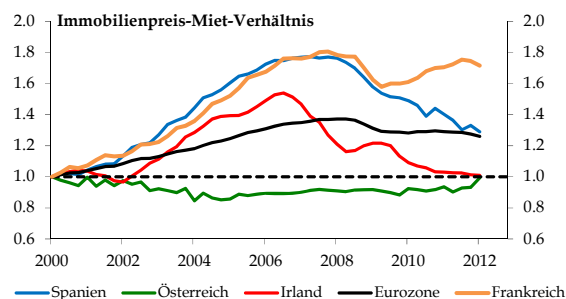
Abb. 2: Die Kreditvergabe blieb bis zuletzt robust



Quellen: EZB, BANTLEON

Gründe für eine dynamische Entwicklung am französischen Immobilienmarkt gab es durchaus – vor allem zu Beginn des vergangenen Jahrzehnts. So weist Frankreich seit Jahren ein hohes Bevölkerungswachstum auf (+0,6% p.a.). Zwischen 2000 und 2007 wuchs überdies das verfügbare Einkommen recht kräftig (+4,3% p.a.). Schliesslich wurde in den 1990er Jahre relativ wenig gebaut, weshalb ein Nachholeffekt aufgelaufen ist.

Abb. 3: Klare Anzeichen für eine Preisblase



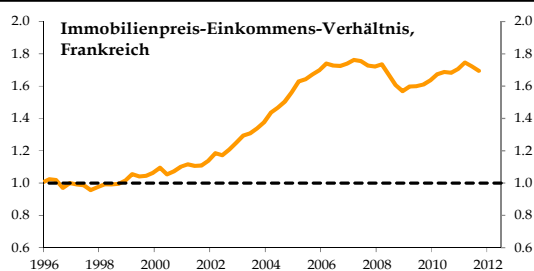
Quellen: EZB, BANTLEON

Dessen ungeachtet gibt es klare Anzeichen für eine Preisblase. Das eindrücklichste Beispiel in dieser Hinsicht ist die Preis-Miet-Rate, die das Verhältnis von Immobilien- zu Mietpreisen widerspiegelt. Steigt die Relation über 1,0 ist dies ein Indiz für Übertreibungen bei den Immobilienpreisen. In Frankreich ist der Schwellenwert schon lange

überschritten (vgl. Abb. 3). Nimmt man das Jahr 2000 als Ausgangspunkt befindet sich die Preis-Miet-Rate bei 1,7. Mit anderen Worten, die Immobilienpreise haben sich in den vergangenen 12 Jahren um 70% stärker erhöht als die Mietpreise. In Spanien und Irland wurden 2006/07 ähnliche Grössenordnungen erreicht. Die dortigen Preisrückgänge der letzten vier Jahre (Spanien -25%, Irland -50%) haben die Preis-Miet-Rate jedoch bereits wieder deutlich gedrückt (vgl. Abb. 3).

Neben den Mieten konnte in Frankreich auch die Einkommensentwicklung nicht mit den Immobilienpreisen Schritt halten. Die so genannte Preis-Einkommens-Rate bewegt sich ebenfalls auf Rekordständen (vgl. Abb. 4). Für einen französischen Durchschnittshaushalts ist der Erwerb einer Wohnung mithin heute wesentlich weniger »erschwinglich« als noch vor 10 Jahren.

Abb. 4: Immobilien sind weniger erschwinglich



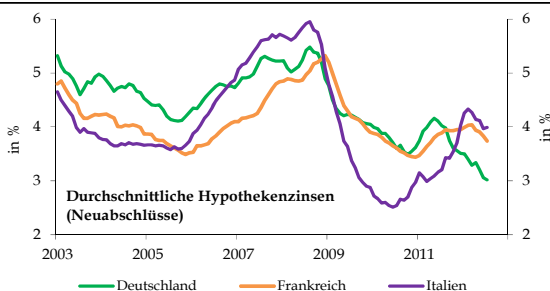
Quellen: INSEE, EZB, BANTLEON

Insgesamt scheint eine Immobilienpreiskorrektur in Frankreich überfällig. Die Frage ist nur, wann und in welchem Ausmass sie eintritt.

Vom Staat geht Gegenwind aus

Damit eine Blase platzt, bedarf es eines Auslösers. Erster Kandidat dafür ist ein Zinsschock. Von den Finanzierungsbedingungen geht momentan jedoch keine Gefahr aus. Die französischen Banken haben zwar – anders als ihre deutsche Konkurrenz – die zuletzt deutlich verbesserten Refinanzierungsbedingungen nicht in vollem Umfang an die Kunden weitergereicht (vgl. Abb. 5). Mit durchschnittlich knapp 4,0% bewegen sich die Hypothekenzinsen aber nach wie vor auf historisch niedrigem Niveau.

Abb. 5: Ein Zinsschock ist nicht sichtbar

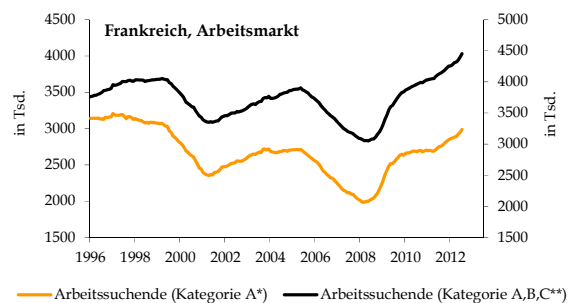


Quellen: EZB, Banque de France, BANTLEON
Gegenwind erfährt der Immobilienmarkt stattdessen seit Jahresbeginn von staatlicher Seite. Traditionell ist die öffentliche Hand in Frankreich bei der Förderung von Wohneigentum sehr aktiv. Zum wichtigsten Instrument hat sich der »Kredit zum Nullzins« entwickelt, genannt PTZ (»Prêt à Taut Zéro«). Er wurde bereits 1995 eingeführt und im Laufe der Zeit immer weiter ausgedehnt – mit dem Höhepunkt im Jahr 2011. Nunmehr konnte grundsätzlich jeder Franzose, der erstmals Wohneigentum erwarb, die Zinsförderung beantragen. Zugespitzt wurde schliesslich die Rekordzahl von 350.000 PTZs (durchschnittlicher Betrag 23.000 Euro).

Im Zuge der Haushaltskonsolidierung sah sich die französische Regierung jedoch genötigt, die Notbremse zu ziehen. Die Förderung wurde auf Neubauwohnungen beschränkt, wohlhabende Bevölkerungsgruppen ausgeschlossen. Bereits im 1. Quartal 2012 führte dies zu einem scharfen Einbruch bei den PTZ-Anträgen (auf 10.000). Damit aber nicht genug, auch im Steuerrecht kam es zu einer Verschlechterung: Bei Immobilienverkäufen schöpft der Staat einen grösseren Anteil der Gewinne ab.²

Beides zusammengenommen hat den Immobilienmarkt belastet. Hinzu kommt, dass die verschärfte Haushaltskonsolidierung generell die Konjunktur einbremst. Noch unter der Regierung *Sarkozy* wurden Sparmassnahmen und Abgabenerhöhungen für 2012 in Höhe von knapp 30 Mrd. EUR beschlossen, die alle Bevölkerungsgruppen betrafen. Gemeinsam mit der globalen Abkühlung hat dies dazu geführt, dass die Wirtschaft seit Mitte 2011 stagniert. Mithin entwickelt sich Frankreich kaum noch besser als der Durchschnitt der Eurozone. Dies zeigt sich auch bei der Zahl der Arbeitssuchenden, die im Juli mit 4,45 Mio. (inkl. Teilzeitstellen) einen Rekordstand erreicht hat (vgl. Abb. 6).

Abb. 6: Arbeitsmarktkrise weitet sich aus



Quellen: Dares, BANTLEON; *Nur Vollzeitstellen; ** inkl. Teilzeitstellen

Alles in allem erfährt der Immobilienmarkt gleich von mehreren Seiten Gegenwind. Die Rückführung

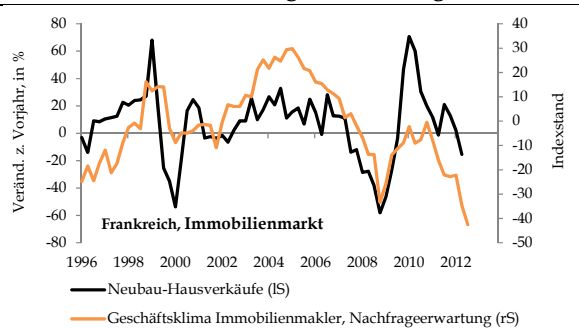
² Gemäss einer Beispielrechnung der Immobilienagentur FNAIM ergibt sich bei einem Veräusserungsgewinn von 100.000 Euro ein Steuersatz von 21,4% statt bislang 6,5%.

der staatlichen Förderung, Steuerrechtsänderungen sowie die lahrende Konjunktur dämpfen die Nachfrage nach Wohnungen und Häusern.

Immobilienachfrage im Sinkflug

Die schwindende Immobilienachfrage ist mittlerweile in allen Statistiken beobachtbar. So gab das Bauministerium bekannt, dass die Zahl der Hausverkäufe (Neubauten) im 2. Quartal um 15% unter dem Vorjahresniveau lag (nach +2,0% in Q1/2012, vgl. Abb. 7). Gleichzeitig nimmt der Bestand an unverkaufte Häusern kontinuierlich zu.

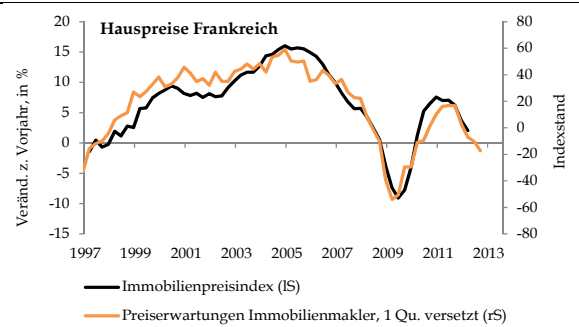
Abb. 7: Nachfrage im Sinkflug ...



Quellen: SOeS, INSEE, BANTLEON

Geht es nach den Immobilienmaklern wird sich der Trend in den nächsten Monaten noch verstärken. Gemäss deren Quartalsumfrage ist die Nachfrage nach Neubauwohnungen so tief wie selten zuvor (vgl. Abb. 7). Mit Blick auf die Preisentwicklung herrscht daher gleichfalls Pessimismus (vgl. Abb. 8).

Abb. 8: ... ebenso die Preiserwartungen



Quellen: SOeS, INSEE, BANTLEON

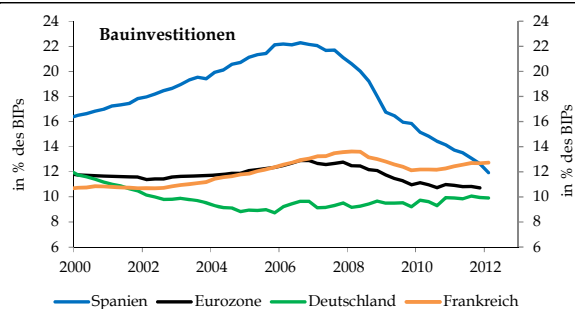
Angesichts dessen ist es nicht verwunderlich, dass auch die Bauwirtschaft Abkühlungszeichen verspürt. Seit April ist das Geschäftsklima dieses Sektors deutlich gesunken, was einen Vorboten für eine Abschwächung der Bautätigkeit darstellt.

Vor dieser Kulisse ist eines sicher: Sowohl die Bauinvestitionen als auch die Immobilienpreise stehen vor einer Konsolidierungsphase. Die Frage ist, ob sich daraus noch mehr entwickelt.

Temporäre Korrektur wahrscheinlicher als Crash

Trotz der steifen Brise, die dem französischen Immobilienmarkt derzeit entgegenweht, steht Frankreich in zweierlei Hinsicht immer noch vergleichsweise solide da, was viele Beobachter zu Gelassenheit veranlasst. *Erstens* fiel der Boom in der Bauwirtschaft – ungeachtet der kräftig anziehenden Wohnungspreise – in den vergangenen Jahren relativ moderat aus. Gemessen an der Wirtschaftsleistung stiegen die Bauinvestitionen von 10,7% im Jahr 2002 auf 13,6% im Jahr 2008 (vgl. Abb. 9) – sie erreichten damit ein überdurchschnittliches, aber kein exzessives Niveau wie in Spanien oder Irland. Entsprechend dürfte sich von dieser Seite auch nur ein kleiner Korrekturbedarf aufgebaut haben.

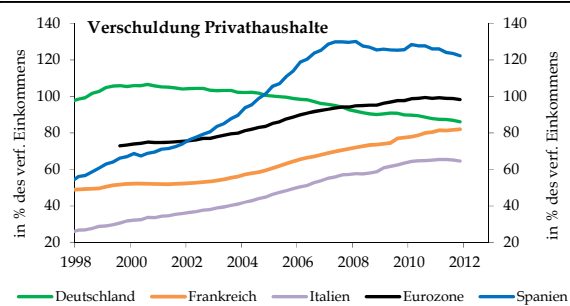
Abb. 9: Keine übermässigen Exzesse in Frankreich



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Zweitens sind auch bei der Verschuldung der Privathaushalte weniger Übertreibungen sichtbar als in anderen Staaten (vgl. Abb. 10). Frankreich kam dabei das sehr niedrige Ausgangsniveau zu Gute – gemessen am verfügbaren Einkommen lag die Verschuldung Mitte der 1990er Jahre bei lediglich 48%. Danach trat eine Verschlechterung ein – die Rate kletterte sukzessive auf 82%, liegt damit aber immer noch klar unter dem Euro-Durchschnitt (98%).

Abb. 10: Die Verschuldung hält sich noch in Grenzen



Quellen: Banque de France, BANTLEON

Angesichts dieser verhältnismässig kleinen fundamentalen Ungleichgewichte sollte aus der aktuellen Nachfrageschwäche nicht sofort eine negative Abwärtsspirale resultieren, bei der sich Preisrückgänge, Kreditausfälle und Finanzierungsrestriktion

gegenseitig hochschaukeln. Wir rechnen daher mit keinem scharfen Einbruch am Immobilienmarkt, sondern lediglich einer ausgeprägten Korrekturphase. Gemäss unserer Prognose sollten die Bauinvestitionen bis Ende 2013 um ca. 6% nachgeben und die Immobilienpreise um 10% bis 15%.

Restriktive Fiskalpolitik und schwacher Immobilienmarkt – eine gefährliche Giftmischung

Bereits dieser Knick ist aber für die konjunkturelle Entwicklung folgenswer. Neben dem privaten Verbrauch und der Staatsnachfrage fällt eine dritte Nachfragekomponente nicht nur aus, sondern wird sogar zum Belastungsfaktor. Die Hoffnungen stützen sich damit primär auf den Aussenhandel. Dieser zählte in den vergangenen Jahren aber nicht gerade zu den Stärken der Grande Nation. Vielmehr hat sich der Weltmarktanteil der französischen Exportwirtschaft in den vergangenen 10 Jahren um 30% verringert. Wir rechnen daher im kommenden Jahr nur mit einem sehr niedrigen Wachstum in der zweitgrössten Volkswirtschaft von ca. +0,2% und damit keiner Verbesserung gegenüber 2012.

In Anbetracht dessen sollten die weiteren Schritte der Haushaltskonsolidierung gut überlegt sein. Derzeit versucht die französische Regierung mit aller Macht im Jahr 2013 die symbolträchtige Maastricht-Marke (-3,0% Haushaltsdefizit im Verhältnis zum BIP, nach ca. -4,5% in 2012) zu erreichen. Dabei läuft sie jedoch Gefahr zu überziehen. Wird tatsächlich – wie von vielen Medien kolportiert – ein neues Sanierungsprogramm in Höhe von 40 Mrd. EUR (= knapp 2,0% des BIPs) in die Wege geleitet, könnte die Stagnation in eine Rezession kippen. Dies hätte wiederum schwerwiegende Rückwirkungen auf den Immobilienmarkt. Ein Crash wäre dann wohl nicht mehr zu vermeiden.

Eine lang anhaltende Rezession in Frankreich kann sich die Währungsunion jedoch angesichts der Bedeutung des Landes (Anteil am BIP der Eurozone 21%) nicht leisten. Ein »weicherer« Konsolidierungspfad bei den Staatsfinanzen und ein stärkeres Gewicht auf Strukturreformen wären daher ratsam.