

# Entwicklung der Immobilienpreise im Euroraum: Bestandsaufnahme und makroökonomische Konsequenzen

27

Horst Gischer\* und Mirko Weiß\*\*

Sowohl theoretische Überlegungen als auch die aktuellen Entwicklungen offenbaren, dass die (Wohn-)Immobilienmärkte eine nicht zu vernachlässigende Einflussgröße auf Konjunktur, Preisniveau und Finanzmarktstabilität darstellen. Zum einen bestehen Rückwirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in der Ökonomie, und zum anderen werden die Kreditentscheidungen der privaten Haushalte beeinflusst. Der Immobilienboom in einigen Volkswirtschaften der Eurozone war und ist begleitet von einem starken Kreditwachstum auf Seiten der privaten Haushalte. Einerseits kommt es so (kurzfristig) zu einer Akzeleration des Geldmengenwachstums, welche direkt nachfragewirksam wird und im Gefolge abnehmender Outputlücken die Preisniveaustabilität gefährdet. Andererseits birgt dieser Prozess mittelfristig die Gefahr breitflächiger Überschuldungskrisen und nicht unerheblicher Rückwirkungen für die Stabilität des Finanzsektors sowie die Gefahr anschließender negativer realwirtschaftlicher Entwicklungen. In Bezug auf den Euroährungsraum kann eine ungebremste divergierende Entwicklung an den Finanzmärkten im Allgemeinen und den Immobilienmärkten im Besonderen die bestehenden Heterogenitäten weiter verstärken. Die geldpolitischen Instanzen sind daher gut beraten, den Entwicklungen an den Immobilienmärkten ausreichende Beachtung zu schenken. Ein Trend, der nicht nur beim amerikanischen Federal Reserve System, sondern auch bei der Bank of England und in abgeschwächter Form beim EZB-Rat, Einzug hält. In Bezug auf die Immobilienmarktentwicklung muss aber auch über nationale Instrumente der Wirtschaftspolitik nachgedacht werden. Dies gilt insbesondere für die steuerliche Behandlung von Zinsen für Immobilienkredite. Ferner können durch die nationalen Finanzaufsichtsbehörden, zumindest temporär in einer Situation etwaiger Preisblasenbildung, verschärfte Bedingungen bezogen auf die Kreditvergabe für Immobilienerwerb bzw. für Mortgage Equity Withdrawals vorgeschrieben werden.

## Einleitende Bemerkungen

*»Residential property prices at the euro area level are an important indicator in the overall analytical framework used for the conduct of the single monetary policy. House price changes can have a notable impact on both economic activity and price developments, in particular by affecting the borrowing and consumption decisions of households.« (EZB 2006b, 58)*

Wie anhand des obigen Zitats deutlich wird, ist die Analyse der Immobilienmärkte bzw. die Diskussion um property inflation<sup>1</sup> sowohl in der geldpolitischen

Grundlagenforschung bzw. der »geldpolitischen Praxis« als auch in den makroökonomischen Finanzmarktanalysen zunehmend in den Fokus der Betrachtung gerückt. Dabei war zunächst der starke Anstieg der Hauspreise in den USA in jüngerer Vergangenheit und dessen (notwendige) Berücksichtigung bei Zinsentscheidungen der amerikanischen Zentralbank empirischer Ausgangspunkt der Debatte. Die mit dem Platzen der Preisblase am US-Wohnimmobilienmarkt einhergehenden Ausfälle im Hypothekenkreditgeschäft haben weltweite Finanzmarkturbulenzen ausgelöst, was einmal mehr die gesamtwirtschaftliche Relevanz der Immobilienmärkte offenkundig werden lässt. Auch in einigen europäischen Volkswirtschaften zeigten die Wohnimmobilienmärkte abnormale Preisentwicklungen. Bemerkenswert ist ferner die starke Heterogenität dieses Marktsegments im Euroraum. Es lohnt daher, die europäischen Wohnimmobilienmärkte einer genaueren Analyse zu unterziehen sowie deren gesamtwirtschaftliche und geldpolitische Relevanz zu erörtern.

\* Prof. Dr. Horst Gischer ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld und Kredit, an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft der Universität Magdeburg, sowie Geschäftsführender Direktor des Forschungszentrums für Sparkassenentwicklung e.V.

\*\* Mirko Weiß ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld und Kredit, an der Fakultät für Wirtschaftswissenschaft der Universität Magdeburg.

<sup>1</sup> Unter property inflation wird allgemein ein (inflationärer) Anstieg der Immobilien- bzw. Grundstückspreise verstanden.

Die expansive Bereitstellung von Liquidität durch die (europäische, amerikanische und japanische) Zentralbanken im Zuge ihrer Niedrigzinspolitiken wird gemeinhin in Zusammenhang mit dem Anstieg der privaten Wohnimmobilienpreise in den entsprechenden Volkswirtschaften, aber auch global, gebracht. Das niedrige Zinsniveau begünstigte die Kreditaufnahme, wobei diese Mittel vornehmlich in die Finanzmärkte und dort verbreitet in Immobilienanlagen flossen.<sup>2</sup> Verstärkend wirkte die allgemein verbreitete Ansicht, dass Immobilienanlagen »sichere« Anlagen seien, was insbesondere im Zuge der Turbulenzen an den Aktienmärkten und sinkender Renditen bei Anleihen zu Portfolioumschichtungen in Richtung Immobilienanlagen führte. Institutionell förderlich war zudem ein gewisser Trend weg vom Kauf einer Immobilie hin zum Leasen oder zum Erwerb des Nutzungsrechts für einen bestimmten Zeitraum (buy-to-let market). Somit wurden Immobilienanlagen handelbarer, aber auch spekulationsanfälliger.

In der vorliegenden Arbeit soll zunächst nach Erklärungen für die heterogene Entwicklung auf den Immobilienmärkten der Eurozone bzw. der EU-15 gesucht werden. Die Betrachtung beschränkt sich auf die Wohnimmobilien und blendet die Gewerbeimmobilien weitgehend aus.<sup>3</sup> Prinzipiell sind folgende Einflussfaktoren auf die Preisentwicklung bei Wohnimmobilien denkbar (vgl. EZB 2003a, 22):

- verfügbares Einkommen der privaten Haushalte,
- (gesamtwirtschaftliches) Zinsniveau,
- demographische Entwicklungen,
- institutionelle Beschaffenheit der Kapitalmärkte und im Besonderen die Verfügbarkeit an Kreditlinien,
- steuerliche Behandlung von Wohnimmobilien und
- Reagibilität der Angebotsseite (beeinflusst durch die Verfügbarkeit an Baugrundstücken im Rahmen von Raumordnungsplanungen, die vorhandene Infrastruktur sowie den Baukosten).

Vor diesem Hintergrund gilt es, die divergierende Hauspreisentwicklung im Euroraum bzw. der EU-15 zu analysieren. Infolge ihrer überdurchschnittlichen Preissteigerungen liegt hierbei besonderes Augenmerk auf den spanischen, irischen und britischen Wohnimmobilienmärkten. In diesem Zusammenhang wird die Diskussion bezüglich Überbewertungstendenzen auf (einigen) europäischen Immobilienmärkten aufgegriffen. Anschließend werden die Transmissionsmechanismen aufgezeigt, über welche die spezifische Immobilienpreisentwicklung gesamtwirtschaftliche Wirkungen ent-

falten kann. Dabei soll auch auf die Gefahren eingegangen werden, die ein abrupten Rückgang der Preisdynamik an den Immobilienmärkten mit sich bringt. Ein Exkurs betrachtet die Verwerfungen im US-Hypothekengeschäft und deren Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte. Vor dem Hintergrund der gesamtwirtschaftlichen Relevanz der Immobilienmärkte ist die Diskussion über eine (stärkere) Berücksichtigung dieser Entwicklungen bei geldpolitischen Entscheidungen zu führen. Hierbei wird auf Standpunkte der Entscheidungsträger im ESZB und relevanter internationaler Organisationen eingegangen. Der Schlussabschnitt fasst die Ergebnisse zusammen.

### **Immobilienpreisentwicklung und Bubble-Hypothese**

In den Untersuchungen des IWF (2004a, 71, 80, 88) zur Entwicklung der Hauspreise in den Industrieländern wird argumentiert, dass »... house prices are highly synchronized across industrial countries ... the average cross-country correlation of house prices is 0.4 ... reflecting the key role played by global factors, primarily through global interest rates and economic activity«. Während globale Entwicklungen 40% der Hauspreisentwicklung erklären (vgl. IWF 2004a, 84 f.), bleiben somit für länderspezifische Faktoren immer noch mehr als die Hälfte an Erklärungsgehalt. Allein bezogen auf den Eurowährungsraum ist eine solche starke Synchronität allerdings nicht zu verzeichnen, wobei diese Interpretation bei einer Korrelation von 0,4 grundsätzlich kritikwürdig ist.

Die EZB konstatiert für das Eurowährungsgebiet als Einheit betrachtet eine dynamische Entwicklung der Preise für Wohneigentum, die jedoch begleitet ist von sehr unterschiedlichen Entwicklungen in den einzelnen Volkswirtschaften des Währungsgebietes (vgl. EZB 2006a, 55 bzw. EZB 2003a, 20 f.). Dieses Ergebnis wird auch von anderen Autoren, beispielsweise Osborne (2005, 87), gestützt, die im Vergleich zur genannten Analyse des IWF ihre Untersuchungen allein auf die Volkswirtschaften des Euroraumes beschränken. Auch wenn im Vergleich zu Zeiträumen vor 1999 die Heterogenität an den Wohnimmobilienmärkten der Länder der Eurozone in ihrer absoluten Höhe abgenommen hat, ist das Währungsgebiet weit entfernt von einer Einheitlichkeit. Dies liegt einerseits begründet in den weiterbestehenden strukturellen bzw. institutionellen Unterschieden der Immobilienmärkte, andererseits führen Inflationsdifferenzen trotz einheitlicher Zinssteuerung und somit unterschiedlichen Realzinsen nicht zum gewünschten Konvergenzimpuls. Langfristig bietet insbesondere eine Vertiefung der Binnenmarktstrukturen im Bereich der Finanzmärkte die Grundlage für eine einsetzende Konvergenz (vgl. HM Treasury 2003, 75 ff.).

In Tabelle 1 bzw. Abbildung 1 sind die jährlichen Veränderungsrate der Preise für Wohnimmobilien bezogen auf die

<sup>2</sup> Auf diesen Punkt weist u.a. Polleit (2006) hin: »Das ungehemmte Ausweiten der globalen Liquidität ... hat sich nämlich bislang in nur relativ geringem Maß in den Konsumentenpreisen niedergeschlagen. Inflationiert haben vielmehr die Vermögenspreise, wie etwa die der Aktien, Renten und Immobilien«. Vgl. auch BIZ (2006, 63).

<sup>3</sup> Zur Frage, in welcher Verbindung Wohn- und Gewerbeimmobilien stehen, sei auf DeKaBank (2005, 16 ff.) verwiesen: Hierbei konnten nur bedingt empirische Gleichläufe festgestellt werden, die zudem national stark unterschiedlich sind.

**Tab. 1**  
Indizes bezogen auf Wohnimmobilienmärkte (Veränderungsrate gegenüber dem Vorjahr, für die Volkswirtschaften der Eurozone)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
AT	- 1,9	- 1,2	2,2	0,3	0,3	- 2,2	5,1	4,1
BE	8,7	7,1	6,7	7,7	6,1	10,7	18,5	11,2
DE	0,8	0,2	0,2	- 1,3	- 1,3	- 1,6	- 1,6	0,3
ES	7,7	8,6	9,9	15,7	17,6	17,4	13,9	10,4
FI	8,9	6,0	- 0,5	7,4	6,3	7,3	6,1	7,4
FR	7,1	8,8	7,9	8,3	11,7	15,2	15,3	12,1
GR	[8,9]	[10,6]	[14,4]	13,9	5,4	2,3	10,9	
IE	21,0	15,7	8,1	10,1	15,2	11,4	11,5	12,8
IT	5,3	7,9	8,4	9,8	10,2	10,3	8,1	
LU	6,4	7,3	11,4	10,8	11,5	14,0	11,7	
NL	16,2	16,4	11,2	8,4	4,9	4,1	4,8	4,6
PT	9,0	7,7	5,4	0,6	1,1	0,6	2,3	2,1
Eurozone	4,6	5,8	5,6	7,2	7,0	7,4	7,9	6,5
Maximum (Land)	21,0	16,4	11,4	15,7	17,6	17,4	18,5	12,8
	IE	NL	LU	ES	ES	ES	ES	IE
Minimum (Land)	- 1,9	- 1,2	- 0,5	- 1,3	- 1,3	- 2,2	- 1,6	0,3
	AT	AT	FI	DE	DE	AT	DE	DE
Spread	22,9	17,6	11,9	17,0	18,9	19,6	20,1	12,5
Mittelwert	8,1	7,7	6,4	7,6	7,4	7,5	8,9	7,2
Standard-abw.	6,3	5,3	4,2	5,3	5,9	6,7	5,8	4,6

Quelle: EZB.

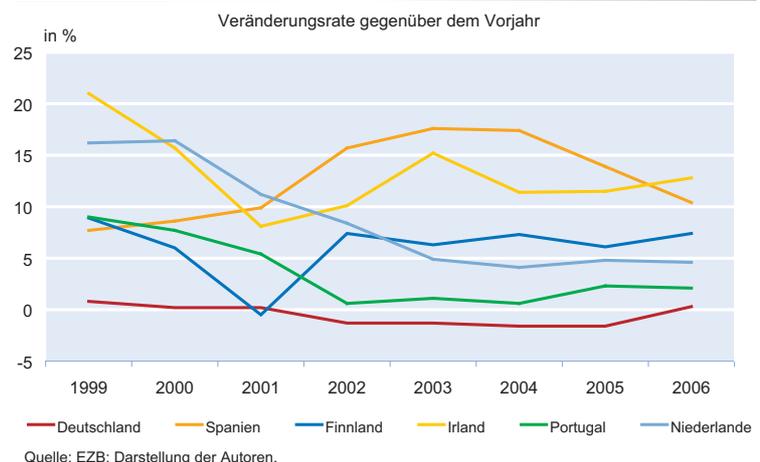
einzelnen Volkswirtschaften der Eurozone sowie der Eurozone als Aggregat aufgeführt. Die jüngere Vergangenheit betreffend, können grundsätzlich drei Gruppen von Volkswirtschaften, differenziert nach Stärke der Preisdynamik auf den Immobilienmärkten, ausgemacht werden (vgl. auch RICS<sup>4</sup> 2005, RICS 2007 und Sachverständigenrat 2006, TZ263). Zu der Gruppe der Länder mit sehr hohen, z.T. zweistelligen Preissteigerungsraten sind Frankreich (FR), Irland (IE), Luxemburg (LU) und Spanien (ES) zu zählen. Jedoch ist ab Mitte 2006 in Irland verstärkt eine »Abkühlung« der Preisentwicklung zu beobachten, und auch Frankreich zeigt seit 2006 eine Verlangsamung der Preisentwicklung bei Wohnimmobilien; in Spanien stagniert der private Wohnungsmarkt seit Anfang 2007 zunehmend. Relativ starke Steigerungsraten, die jedoch unter denen der erstgenannten Gruppe liegen, weisen Belgien (BE), Finnland (FI), Italien (IT) sowie Griechenland (GR) auf. Zur Gruppe der niedrig inflationierenden bzw. stagnierenden Volkswirtschaften bezogen auf

die Immobilienmärkte gehören Deutschland (DE), Österreich (AT), Portugal (PT) sowie zeitweise die Niederlande (NL). Während die Niederlande nach starken Zuwächsen bis Ende 2001 einen Abwärtstrend verzeichneten, waren die Preisentwicklungen in Deutschland sowie Österreich dauerhaft flach. Beachtenswert ist ferner die Entwicklung in Portugal, wo im Gegensatz zum Nachbarland Spanien niedrigere, z.T. stagnierende Preistendenzen zu beobachten sind.

Nicht unerwähnt bleiben soll die besonders auffällige Entwicklung in Großbritannien, wenngleich das Land nicht zur Eurozone gehört: Der lang anhaltende Boom schien 2005 zum Stillstand gekommen zu sein, was hauptsächlich auf eine Reihe von Zinserhöhungen, die in dem Hypothekensystem mit variablen Zinssätzen relativ rasch auf die Finanzierungskosten durchschlugen, zurückzuführen war (vgl. RICS 2005, 4). Ferner taten öffentliche Warnungen internationaler und nationaler Wirtschaftsorganisationen ihr Übriges (vgl. RICS 2005, 13). Allerdings zog die Hauspreis-inflation im Verlauf des Jahres 2006 wieder an, ohne jedoch historische Höchststände zu erreichen. Die Sorge um eine Blasenbildung am britischen Immobilienmarkt bekam neuen Auftrieb. Im Gefolge der weltweiten Verwerfungen an den (Kredit-)Verbriefungs- und Interbankenmärkten seit Sommer 2007 scheint die Wohnimmobilienpreisentwicklung jedoch erneut an Schwung zu verlieren.

Die gewisse Sonderentwicklung, die am deutschen Wohnimmobilienmarkt im Vergleich zu anderen europäischen Staaten

**Abb. 1**  
Preisentwicklung auf Wohnimmobilienmärkte für ausgewählte Volkswirtschaften der Eurozone



<sup>4</sup> Die Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) ist nach eigenen Angaben der weltweit größte und älteste Immobilienfachverband.

zu Tage trat, begründet sich durch spezifische angebots- und nachfrageseitige Faktoren sowie durch allgemeine, die Hypothekennmärkte betreffende Rahmenbedingungen (vgl. Sachverständigenrat 2006, Kasten 15). Zum einen reagiert das Immobilienangebot in Deutschland relativ preiselastisch und verhindert zusammen mit der ausgeprägten staatlichen Wohnbauförderung eine breitflächige Angebotsknappheit (vgl. Sachverständigenrat 2006). Zum anderen zeigte die Wohnimmobiliennachfrage konstante bzw. abnehmende Größenordnungen. Dazu haben die moderate Einkommensentwicklung und demographische Faktoren beigetragen; insbesondere sanken mit dem Übergang zur Gemeinsamen Geldpolitik die Realzinsen in Deutschland nicht in dem Maße wie in anderen europäischen Volkswirtschaften (vgl. Sachverständigenrat 2006). Ferner dienen Wohnimmobilien in Deutschland kaum als (kurzfristiges) Anlagemedium, was besonders auf die steuerliche Behandlung von Veräußerungsgewinnen aus Immobiliengeschäften sowie auf regulatorische Vorschriften (bspw. die Ausklammerung bei Real Estate Investment Trusts) zurückzuführen ist (vgl. Sachverständigenrat 2006).

Bedingt durch ein deutliches Ansteigen der Preise für Wohnbauten und Wohnungen stehen besonders Irland, Spanien, Frankreich und (zeitweise) die Niederlande im Blickpunkt der Betrachtung. Wie bereits einleitend erwähnt, gilt als Hauptantriebskraft für die aufwärts gerichtete Preisentwicklung zahlreicher europäischer Immobilienmärkte gemeinhin die hohe Liquidität im Euroraum als Folge der Niedrigzinspolitik des EZB-Rates.<sup>5</sup> Niedrige Zinssätze senken die Kosten der Immobilienfinanzierung und lassen somit die Preise für diese Güter ansteigen: »Low interest rates also encourage tenants to cease paying rents and buy houses instead ... in addition, [cheaper borrowing] induces many new buyers to look for more expensive homes than they would otherwise have done ... [and] more private investors are willing to contemplate housing as a high-leveraged asset class« (RICS 2005, 8). Darüber hinaus kann als Antriebskraft ausgemacht werden, dass »... following the dotcom bubble, and less attracted to bonds given their low yields, the housing market has become attractive« (Osborne 2005, 89).

Die genannten können jedoch nicht die alleinigen Gründe sein, denn eine ähnliche Entwicklung der Immobilienprei-

se ist u.a. für Deutschland, Österreich und Portugal nicht festzustellen. Diese Volkswirtschaften unterlagen jedoch auch der expansiv ausgerichteten Geldpolitik. Daher sind neben dieser, die Immobilienmärkte grundsätzlich begünstigenden Konstellation, weitere – länderspezifische – Ursachen zu suchen.

Diesbezüglich ist als wichtiger Einflussfaktor das Wirtschaftswachstum bzw. die Einkommensentwicklung zu nennen. Ein solcher Zusammenhang wird speziell für Irland gesehen (Central Bank of Ireland 2000, 7). Umgekehrt »... the worst performing housing markets tended to be those with the weakest economies« (RICS 2005, 4). Im Rahmen der Untersuchungen von 18 Industrieländern, darunter acht aus dem Eurogebiet (Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Niederlande, Spanien), kommen Ahearne et al. (2005, 9) für Zeitreihen ab 1970 zu dem Ergebnis, dass sich die realen Hauspreise stark prozyklisch entsprechend dem realen BIP bzw. der Outputlücke bewegen: »... real house prices are pro-cyclical and tend to reach a maximum near business cycle peaks ...« (Ahearne et al. 2005, 2). Jedoch ist die Kausalität nicht trivial, insbesondere wegen Interaktionen zwischen realwirtschaftlicher Aktivität, Geldpolitik und Hauspreisentwicklung. Osborne (2005, 88) findet zudem, dass »... the lag between house prices and the business cycle differs across countries and also differs between cycles ... the lags have lengthened ... in the US, UK, Australia, Ireland and Spain«. Auch die OECD (2005, 123 ff.) weist darauf hin, dass im Vergleich zu historischen Zyklen von Wohnimmobilienpreisen der jüngste Anstieg sowohl in seinem Ausmaß als auch in seiner Dauer beispiellos ist und sich vom allgemeinen Konjunkturzyklus losgelöst hat.

Eine entscheidende Rolle spielte in Spanien und Irland die Anpassung des allgemeinen Zinssatzes auf ein niedriges Niveau im Zuge des Übergangs der geldpolitischen Kompetenzen auf die europäische Ebene (vgl. EZB 2006a, 61). Honohan und Lane (2003, 378 ff.) argumentieren in ihren Untersuchungen zu den Inflationsdifferenzen im Euroraum mit spezieller Ausrichtung auf Irland, dass für den Immobilienboom in der irischen Volkswirtschaft neben demographischen Entwicklungen, d.h. starke Immigrationsströme seit Anfang der neunziger Jahre, verbunden mit steuerlichen Anreizen und Realeinkommenszuwächsen im Zuge des relativ starken Wirtschaftswachstums, v.a. die niedrigen Realzinsen verantwortlich waren. Diese ergaben sich einerseits aus den sinkenden Nominalzinsen nach dem Beitritt zur Währungsunion, die gestützt waren durch einen geringen Risikoaufschlag wegen einer bezogen auf den gesamten Währungsraum sinkenden Inflationserwartung sowie eines nun entfallenden Aufschlags für bisher zu berücksichtigende Wechselkursrisiken. Andererseits erzeugte eine dann einsetzende überdurchschnittliche Inflation noch niedrigere Realzinsen. Verstärkend kam hinzu, dass die erwartete abnehmende Volatilität der nominalen (Kredit-)Zinsen den Anreiz

<sup>5</sup> Iacoviello (2002) liefert eine empirische Analyse zum grundsätzlichen Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Veränderung der realen Hauspreise. Mittels eines VAR-Ansatzes wird der Einfluss verschiedener exogener Schocks auf die Entwicklung der Hauspreise für Frankreich, Deutschland, Italien, Spanien, Schweden und Großbritannien (bezogen auf einen Zeitraum von 1978 bis 1997) untersucht. Hierbei wird festgestellt, dass »... monetary policy shocks can have serious effects on house prices ... tight money leads to a fall in real house prices« (Iacoviello 2002, 20, 1). Gleichwohl wird angemerkt, dass »... each major variation in house prices [across different countries] appears to have been driven by a combination of factors pushing in the same direction« (Iacoviello 2002, 17). Auch Ahearne et al. (2005) zeigen für lange Zeitreihen eine deutliche Einflussnahme der Geldpolitik auf die Entwicklung der Hauspreise. Greiber und Setzer (2007) finden für den Euroraum eine positive Wirkungsbeziehung zwischen Geldmenge und Immobilienvermögen.

für einen kreditfinanzierten Immobilienerwerb stützten (vgl. Bergin, Gerald und McCoy 2004, 5, 10). Bei Spanien ist ferner zu berücksichtigen, dass traditionell eher gekauft als gemietet wird, was eine grundsätzlich stärkere Dynamik in den Wohnimmobilienmarkt bringt.

Untersuchungen von Osborne (2005, 93 ff.) zufolge spielen national unterschiedliche institutionelle Gegebenheiten auf den Kreditmärkten sowie nationale Unterschiede in der steuerlichen Behandlung von Immobilien eine entscheidende Rolle in der Erklärung der abweichenden Preisentwicklungen auf den Wohnimmobilienmärkten.<sup>6</sup> Auch wird angeführt, dass eine unterschiedlich starke Liberalisierung der Finanzmärkte, und damit die zur Verfügung stehende Palette an Hypothekenkreditprodukten, sowohl die Immobiliennachfrage an sich als auch die Rückwirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verschieden stark beeinflusst.<sup>7</sup>

Während in den bisherigen Abhandlungen stets die Nachfrageseite betrachtet und nach Ursachen gesucht wurde, die zu national unterschiedlich starken Nachfrageintensitäten bzw. -veränderungen führten, ist die Angebotsseite nicht gänzlich vernachlässigbar. Die Elastizität der Angebotsseite spielt eine entscheidende Rolle dabei, ob ein infolge eines positiven Nachfrageschocks einsetzender Preisanstieg mittel- bis langfristig wieder zurückgeführt wird. Ferner ist theoretisch ebenfalls denkbar, dass Druck auf die Immobilienpreise von der Erzeugerseite her resultiert. Diesbezüglich ist die Existenz eines in der Literatur als Balassa-Samuelson-Theorem bekannten Zusammenhangs vorstellbar. Infolge eines relativen Produktivitätsfortschritts im Sektor der handelbaren Güter kann eine breitflächige Lohnsteigerung in der Ökonomie ausgelöst werden. Die Folge sind u.a. steigende Erzeugerpreise im Sektor der nichthandelbaren Güter. Hierzu zählen sowohl der Bausektor als auch die immobiliennahen Dienstleistungen.<sup>8</sup>

Die EZB (2006a, 70) kommt in ihren Untersuchungen zur Entwicklung der Wohnimmobilienpreise im Euroraum zu dem Ergebnis, »... that the dynamism of residential property prices may be attributable to a combination of strong housing demand... and a gradual response on the supply side«. Dabei wird in der Analyse von Angebots- und Nachfrageseite auf die Faktoren demographische Entwicklung, verfügbares

Einkommen der Privathaushalte, Breite der Finanzierungsmöglichkeiten und -kosten für den Kauf von Wohneigentum, steuerliche Anreize, Transaktionskosten, Verfügbarkeit an Bauland, Baukosten, Anteil des selbst genutzten Wohneigentums zurückgegriffen. Auch Osborne (2005, 91 ff.) kommt bei der Betrachtung von Angebots- und Nachfrageverhalten auf den europäischen Immobilienmärkten zu dem Schluss, dass »[t]he responsiveness of supply is also an important factor that varies substantially across countries«. Zhu (2005) findet, dass die geringe Elastizität der Angebotsseite in den Niederlanden, Großbritannien und den skandinavischen Ländern die dortige sprunghafte Preisentwicklung stark gefördert hat.

Sowohl in zahlreichen finanzwirtschaftlichen Analysen makroökonomischer Ausrichtung als auch in verschiedenen Studien geldpolitischer Orientierung wird die Frage thematisiert, ob im Eurowährungsraum Überbewertungstendenzen auf den Märkten für Wohnimmobilien vorliegen. Damit verbunden ist die Diskussion um mögliche gesamtwirtschaftliche Gefahren. Bei der Beurteilung von etwaigen Überbewertungen ist jedoch grundsätzlich zu berücksichtigen, dass infolge der in diesem spezifischen Fall vorliegenden geringen Angebotselastizität die kurzfristige Preisentwicklung stets ihr längerfristiges Niveau über- bzw. unterschreitet wird. Starke (kurzfristige) Preisfluktuationen müssen folglich nicht notwendigerweise »bubbles« oder »frenzies« widerspiegeln (vgl. EZB 2003a, 5).

Seitens der EZB (2006a, 68 f.) wird ein Asset-Pricing-Ansatz vorgestellt, bei welchem die Immobilienrendite, gemessen als Verhältnis der Miete zum Kaufpreis, auf die Rendite alternativer Anlageformen mit vergleichbarem Risiko (zehnjährige Staatsanleihen) regressiert werden. Aus der Bewertungsdifferenz, d.h. dem unerklärten Teil der Regression, wird in dieser Studie geschlussfolgert, dass »... the levels reached by these valuation measures might be seen as a tentative sign of increasing risks of »overvaluation« in the euro area housing markets in recent years« (EZB 2006a, 69), wobei Überbewertungen für Spanien sowie für Frankreich, in geringem Umfang auch für Italien und mit abnehmender Tendenz für die Niederlande konstatiert werden.

Zur Beurteilung etwaiger Überbewertungen können alternativ die Relationen von Wohnimmobilienpreisen zu verfügbarem Einkommen bzw. zu Mietkosten herangezogen werden. Die Idee hinter dem sog. price-to-income ratio ist, dass Werte über dem langfristigen historischen Mittel anzeigen, dass ein Immobilienerwerb für einen durchschnittlichen Haushalt zunehmend »unbezahlfähig« wird, was tendenziell auf die Nachfrage und damit auf die Marktpreise drückt, woraus eine aktuell vorliegende Überbewertung abgeleitet wird. Ähnlich verhält es sich beim price-to-rent ratio, nur liegt hierbei die Abwägung zwischen Kauf oder Miete bzw. die zur Beurteilung eines jeden Vermögensge-

<sup>6</sup> Bezüglich eines etwaigen Zusammenhangs zwischen nationalen Unterschieden in der steuerlichen Behandlung von Wohneigentum und der divergierende Preisentwicklung auf diesen Märkten sei auf van den Noord (2005) verwiesen. Bei EZB (2003a, 35 ff.) findet sich eine Darstellung der steuerlichen Vorzugsbehandlung von Wohnimmobilien sowohl im Vergleich der europäischen Länder als auch in deren zeitlicher Entwicklung seit 1990; siehe auch Maclennan, Muellbauer und Stephens (2001, 47).

<sup>7</sup> Einen Vergleich der institutionellen Gegebenheiten auf den europäischen Hypothekenkreditmärkten liefern Maclennan, Muellbauer und Stephens (2001, 46).

<sup>8</sup> Eine (neuere) empirische Evaluation des Balassa-Samuelson-Theorems bezogen auf den Eurowährungsraum findet sich bei Gischer und Weiß (2006).

genstandes gängige Relation zwischen Kosten für Erwerb und Rückflüsse zugrunde.

Vor dem Hintergrund dieser Kennzahlen begründen Stephens und Koster (2005) eine Überbewertung für Irland, Spanien und die Niederlande. Die Kosten des Erwerbs spiegeln nicht mehr die zukünftigen Mieteinnahmen bzw. die eingesparten Mieten wider. Daher wird eine Übertreibung der Märkte geschlussfolgert. Neben dem IWF (2004a) spricht auch die OECD (2005) von einer deutlichen Überbewertung auf den Immobilienmärkten in Irland, Spanien und Großbritannien.

### Die gesamtwirtschaftliche Perspektive

Grundsätzlich sind mehrere Transmissionskanäle denkbar, über welche eine aufwärtsgerichtete Entwicklung der Wohnimmobilienpreise gesamtwirtschaftliche Wirkungen entfalten kann.

Primäre Bedeutung kommt hierbei dem ausgelösten Vermögenseffekt zu.<sup>9</sup> Ein Anstieg der Immobilienpreise erhöht das (Buch-)Vermögen der Haushalte. Daraus können sich positive Effekte auf den privaten Konsum entfalten. Zum einen ist denkbar, dass die Haushalte den Ersparnisanteil bezogen auf ihr laufendes Einkommen reduzieren, da ihr Vermögen gestiegen ist, was abnehmende Sparanstrengungen zulässt, und somit direkt die Konsumausgaben, die aus dem laufenden Einkommen finanziert werden, erhöhen. Ein zweiter Ansatzpunkt liegt begründet im Konzept der Lebenszyklushypothese (LCH) bzw. im Konzept der permanenten Einkommenshypothese (PIH)<sup>10</sup>: Ein breitflächiger Anstieg des Finanzvermögens, resultierend aus steigenden Marktwerten der Immobilien, vergrößert die Lebenszyklusressourcen der Immobilienbesitzerhaushalte, was entsprechend zum Anstieg auch der gegenwärtigen Konsumausgaben führt. Bedingt durch die Tatsache, dass Wohnimmobilien für die meisten Haushalte den größten Vermögensposten bilden, spielt die Bewertung von Wohnimmobilien eine noch wichtigere Rolle für die private konsumtive Nachfrage als die Aktienmarktbeurteilung (vgl. Case, Quigley und Shiller 2005; DekaBank 2005, 2; Osborne 2005, 87; Iacoviello 2002, 2).

Verstärkt, oder erst technisch möglich, werden diese Effekte durch die Rolle der Mortgage Equity Withdrawals<sup>11</sup>, d.h. die Aufnahme zusätzlicher Hypothekenkredite bei steigendem nominalen Wert der Wohnimmobilien. Dies ist eine Art Bilanzeneffekt: Eine Erhöhung der Preise für Immobilien verbessert die »Bilanz« der Hausbesitzer. Infolgedessen liegen mehr Sicherheiten für Kreditaufnahmen vor, was die Erhöhung der Konsumausgaben infolge der gestiegenen Lebenszyklusressourcen erst finanzierbar macht.<sup>12</sup> Solange die Hauspreise steigen, ist das von den Kreditgebern eingegangene Risiko gering, weil bei Zahlungsproblemen notfalls die Immobilie forderungsdeckend veräußert werden kann. Ferner können gestiegene Bewertungen von Wohnimmobilien durch Auszug und Einzug in günstigeren Wohnraum direkt »ausgeschüttet« werden (vgl. HM Treasury 2003, 47). Hierbei sind jedoch Transaktionskosten und mentale Gegebenheiten wesentlich entscheidend.

Inwieweit eine Veränderung der Immobilienpreise tatsächlich die privaten Konsumausgaben beeinflusst und somit relevante gesamtwirtschaftliche Wirkungen entfaltet, hängt jedoch von dem Vorhandensein bzw. Nichtvorhandensein spezifischer Gegebenheiten ab. So führt beispielweise Iacoviello (2002, 15) aus, dass »... countries with low transaction costs, high LTV ratios, a large owner-occupied sector and a large proportion of variable-interest mortgages should experience relatively high house price volatility and a great role for housing in the transmission mechanism«. Zum einen ist also entscheidend, wie hoch der Anteil der Hausbesitzer im Vergleich zu Mietwohnraumnutzer ist, denn dies entscheidet über die Breitflächigkeit des ausgelösten Vermögenseffektes.<sup>13</sup> Ferner ist einerseits bedeutsam, welche Rolle die Vermögenswerte in der Konsumfunktion einnehmen und ob andererseits steigende Vermögenswerte als zusätzliche Sicherheiten von den Kreditinstituten akzeptiert werden. Hierbei ist das Beleihungsverhältnis (Loan to Value [LTV]) neben der Verfügbarkeit von MEW von zentraler Rolle, denn nur bei ausreichend entwickelten institutionellen Gegebenheiten zur Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum ist ein Anstieg der aktuellen Konsumausgaben überhaupt finanzierbar. Der Wettbewerbsintensität im Hypothekenkreditgeschäft fällt demnach eine entscheidende Bedeutung im Transmissionsmechanismus zu. Es kommt auch darauf an, ob Kreditinstitute eingegangene Kreditforderungen an den Kapitalmarkt

<sup>9</sup> Gischer, Herz und Menkhoff (2005, 227 ff.) liefern neben einer allgemeinen Beschreibung des Vermögenseffektes eine Analyse des Zusammenhangs zwischen privater Konsumtätigkeit und Aktienpreisentwicklung am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland.

<sup>10</sup> Vgl. Friedman (1957, 20 ff.) und Modigliani (1986, 299 ff.). Beiden Konzepten ist die Argumentation gemeinsam, dass die (laufenden) Konsumausgaben nicht durch das laufende (verfügbare) Einkommen bestimmt werden. Diese Ansätze widersprechen der keynesianisch geprägten Modellierung der (gesamtwirtschaftlichen) Konsumfunktion. Die Unterschiede zwischen den Konzepten PIH und LCH sind (ökonomisch) mehr oder weniger geringfügig: »... Friedman's PIH ... differs from LCH primarily in that it models rational consumption and saving decisions under the »simplifying« assumption that life is indefinitely long. Accordingly, the notion of life resources is replaced by that of »permanent income« ...« (Modigliani 1986, 299).

<sup>11</sup> Mortgage Equity Withdrawals (MEW) bezeichnen »... any household borrowing that is secured on the housing stock but not invested in it« (EZB 2006a, 65).

<sup>12</sup> Osborne (2005: 102f.) weist darauf hin, dass bei Miethaushalten bzw. bei Erstkäufern von Wohnimmobilien ein negativer Vermögenseffekt einsetzt und somit die Gesamtwirkung unbestimmt ist. Dabei ist jedoch neben der prozentualen Stärke dieser Gruppen zu berücksichtigen, in welchem Umfang steigende Immobilienpreise unmittelbar auf die Mieten umgeschlagen werden. Ferner ist ein negativer Vermögenseffekt bei den Erstkäufern nicht unmittelbar ersichtlich, weil der Kauf einer Wohnimmobilie lediglich eine Umschichtung innerhalb des Vermögensportfolios darstellt.

<sup>13</sup> Während in Deutschland ca. 42% der Haushalte in Eigenheimen wohnen, sind es in Irland, Spanien, Griechenland nahezu 80% (vgl. Sachverständigenrat 2006, Kasten 15).

weitergeben können. Darüber hinaus spielt die Art der Zinsvereinbarung eine wichtige Rolle: Kurzfristig anpassbare Zinssätze oder längerfristig als konstant vereinbarte Zinssätze entscheiden über die Sensitivität der Haushalte bezüglich (Leit-)Zinsänderungen. Dieser Fakt ist vornehmlich bei einem Rückgang der Immobilienpreise und dessen eventuelle Rückwirkungen auf den Konsum von Relevanz, denn steigende variable Zinslasten reduzieren das verfügbare Einkommen entsprechend. Eine fundierte Analyse des Einflusses dieser Faktoren im europäischen Vergleich findet sich u.a. bei HM Treasury (2003)<sup>14</sup>, Osborne (2005) sowie bei Maclennan, Muellbauer und Stephens (2001).

Ein sekundärer Wirkungskanal verläuft über einen durch den Nachfrageanstieg bei Wohnimmobilien ausgelösten Zuwachs der Bauinvestitionen und einem dann einsetzenden gesamtwirtschaftlichen Multiplikatorprozess. Mit zunehmender Produktion in diesem Sektor steigen Nettowertschöpfung und somit tendenziell die ausgeschütteten Einkommen. Über einen Anstieg des verfügbaren Einkommens, unter Umständen begleitet von einer Zunahme der Beschäftigung in diesem Sektor, wird ein weiterer Anstieg der privaten Konsumausgaben ausgelöst.

Bezogen auf die empirische Relevanz der oben erläuterten theoretischen Transmissionskanäle spricht der IWF (2004a, 78) in seinen Untersuchungen zur Entwicklung der Hauspreise in den Industrieländern von »... strong co-movement between these [house] prices and private sector absorption«, was eine nicht unerhebliche gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Hauspreisentwicklung nahelegt. Andere Untersuchungen über den (empirischen) Zusammenhang zwischen der Preisentwicklung von Wohnimmobilien und Konsumausgaben kommen zu dem Ergebnis, dass diese empirisch nachzuweisen sind, jedoch in ihrer Stärke zwischen einzelnen Volkswirtschaften variieren.<sup>15</sup> So zeigen sich in einer Untersuchung der DekaBank (2005, 4) insbesondere für Großbritannien, Schweden, Spanien und die USA deutliche Korrelationen zwischen Hauspreisanstieg und realem Konsumzuwachs; für Dänemark, Deutschland und die Niederlande konnten hingegen keine Korrelationen statistisch nachgewiesen werden. Analysen der

Europäischen Kommission (2005) offenbaren eine starke Korrelation für alle Länder der Eurozone mit Ausnahme von Belgien, Deutschland und Italien. Dagegen finden Catte, Girouard sowie Price und André (2004) bezogen auf die Volkswirtschaften der EU-15 einen solchen Zusammenhang nur für Großbritannien und die Niederlande; während die Rückwirkungen der Wohnimmobilienpreisentwicklung für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien begrenzt sind. Bezogen auf den gesamten Eurowährungsraum spricht Osborne (2005, 108) von einer nur geringfügigen Unterstützung des privaten Konsums durch die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise.<sup>16</sup>

Was den Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Wohnimmobilienpreise und dem Umfang der Hypothekenkredite, also einen Teilaspekt in der obigen Wirkungskette, anbelangt, konstatiert die EZB (2003a, 7) einerseits deutliche MEW-Entwicklungen für Dänemark, Portugal, Großbritannien sowie für die Niederlande, argumentiert allerdings auch: »However, it remains difficult to determine the extent to which credit growth is a passive reflection of house price developments, as opposed to itself contributing to fueling housing market dynamics« (EZB 2006a, 63 f.). Auch der Sachverständigenrat (2006, TZ223) weist mit Blick auf Belgien, Spanien, Frankreich sowie Irland auf einen für 2006 deutlich erkennbaren Gleichlauf von überdurchschnittlich hohem Kreditwachstum und einem starken Anstieg der Immobilienpreise hin. Unter Verwendung von Impuls-Antwort-Funktionen finden auch Greiber und Setzer (2007, 19 ff.) eine solche Interaktion zwischen Immobilienpreisen und Kreditvolumen bzw. Geldmengenentwicklung für den gesamten Euroraum.

In Abbildung 2 ist die Entwicklung der ausstehenden Kreditforderungen (insgesamt und speziell für den Wohnungsbau) gegenüber inländischen Haushalten für den Euroraum aufgezeigt. Dabei wird deutlich, dass Wohnungsbaukredite den Hauptbestandteil der Kreditverbindlichkeiten der privaten Haushalte bilden.

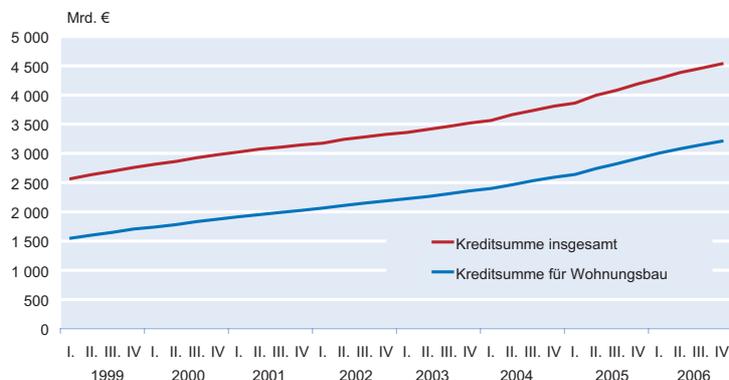
Nachfolgend sollen mit Deutschland und Irland zwei Volkswirtschaften des Euroraumes näher betrachtet werden, die eine sehr unterschiedliche Wohnimmobilienpreisentwicklung vorweisen. Auffällig sind in diesem Zusammenhang die deutlich zweistelligen Zuwachsraten bei der Neukreditvergabe in Irland im Vergleich zu einstelligen und ab 2001 unter 5% liegenden Quoten für Deutschland (vgl. Abb. 3). Im Vergleich zum Euroraum insgesamt liegen somit die Steigerungsraten für Irland deutlich darüber bzw. die Zuwachsraten für

<sup>14</sup> Für das Vereinigte Königreich kann von einem im europäischen Vergleich raschen und deutlichen »Durchschlagen« der Wohnimmobilienbewertung auf den privaten Konsum ausgegangen werden (vgl. HM Treasury 2003, 57 ff.), auch weil einerseits die sog. MEW stark ausgeprägt sind und andererseits geringe Transaktionskosten eines Kaufs bzw. Verkaufs eine direkte Umwandlung des veränderten Vermögenswertes in liquide Positionen ermöglichen (vgl. HM Treasury 2003, 47 ff.). Neben den genannten theoretischen Wirkungsmechanismen wird in dieser Studie vornehmlich die Frage untersucht, ob Großbritannien im Vergleich zu den Volkswirtschaften der Eurozone eine besonders hohe Sensitivität des privaten Konsums auf (Leit-)Zinsänderungen zeigt, was bejaht wird (vgl. HM Treasury 2003, 57 ff.).

<sup>15</sup> Bei dieser Fragestellung ist jedoch deutlich darauf zu achten, dass beide betrachteten Größen, d.h. Wohnimmobilienpreisentwicklung und Höhe der privaten Konsumausgaben, u.U. von dritten Faktoren wie Wirtschaftswachstum oder allgemeines Zinsniveau beeinflusst werden können (vgl. Osborne 2005, 102).

<sup>16</sup> Auch frühere Untersuchungen (Ludwig und Sløk 2002; Boone, Girouard und Wanner 2001; Eschenbach und Schuknecht 2002) zu empirischen Rückwirkungen von Veränderungen der Wohnimmobilienpreise auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kommen grundsätzlich zu einer positiven Interaktionsbeziehung, jedoch mit national unterschiedlichen Stärken. Allerdings handelt es i.W. um Datenmaterial vor der Währungsunion, was die Aussagekraft der Ergebnisse begrenzt.

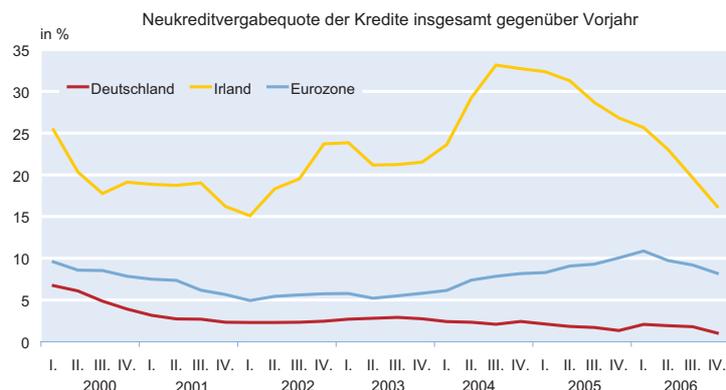
**Abb. 2**  
Kreditsumme an gebietsansässige Haushalte<sup>a)</sup> für den Euroraum



<sup>a)</sup> Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

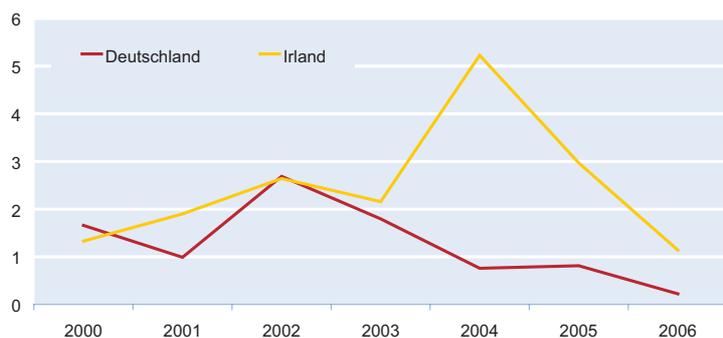
Quelle: EZB; Darstellung der Autoren.

**Abb. 3**  
Neukredite an inländische private Haushalte



Quelle: Central Bank & Financial Services Authority of Ireland; Deutsche Bundesbank; EZB; Darstellung der Autoren.

**Abb. 4**  
Relation von Neukreditvergabequote<sup>a)</sup> zur Veränderungsrate des verfügbaren NNE



<sup>a)</sup> Kredite insgesamt an inländische private Haushalte.

Quelle: Central Bank & Financial Services Authority of Ireland; Deutsche Bundesbank; Eurostat; Darstellung der Autoren.

Deutschland darunter, was eine starke Heterogenität der Neukreditvergabeentwicklung innerhalb des Währungsraumes erkennen lässt. Ab 2004 verzeichnet die Neukreditvergabequote an private Haushalte im gesamten Euroraum einen Aufwärtstrend und liegt Ende 2005 bei 10% (vgl. Abb. 3).

Die Zuwachsrate der Kreditverbindlichkeiten der privaten Haushalte ist in Irland für die betrachteten Jahre stets größer als die Zuwachsrate des verfügbaren NNE; im Jahr 2004 sogar um das Fünffache (vgl. Abb. 4). Letzteres ist begründet in einer hohen Neukreditvergabequote bei gleichzeitig abnehmender Zuwachsrate des zugrunde liegenden Einkommensmaßes im Jahr 2004 für Irland. Dagegen lag die Neukreditvergabequote in 2004, 2005 und 2006 für Deutschland unter der Zuwachsrate des verfügbaren NNE (vgl. Abb. 4). Die Abweichung der betrachteten Relation nach oben für Deutschland im Jahr 2002 ergibt sich aus einer absinkenden Veränderungsrate des verfügbaren NNE in 2002. Insgesamt wird ersichtlich, dass die Kreditverbindlichkeiten in Relation zum verfügbaren gesamtwirtschaftlichen Einkommen in Deutschland ab- und in Irland zugenommen haben. Diese Entwicklungen werden auch in Abbildung 5 ersichtlich. Zwischen dem ersten Halbjahr 1999 und dem zweiten Halbjahr 2006 haben sich die Kreditforderungen gegenüber privaten Haushalten in Relation zum BIP in Irland verdoppelt. Diese häufig als Schuldenquote<sup>17</sup> bezeichnete Größe ist in Deutschland über den betrachteten Zeitraum konstant geblieben.

In einer Konstellation eines rein spekulativen Anstiegs der Preise für Wohnimmobilien, die begünstigt wurde durch die Liquiditätsüberhänge und die temporäre Aversion gegenüber klassischen Anlageobjekten wie Aktien oder Anleihen, ist eine Korrektur der Preisentwicklung über kurz oder lang zu erwarten. Je weiter sich die Marktpreise von ihren fundamentalen Bestimmungsgrößen entfernen, wird deren Entwicklung fragil und vermehrt volatil in Bezug auf neue Nachrichten. Aus-

<sup>17</sup> Es muss darauf hingewiesen werden, dass eine solche Größe methodisch nicht unproblematisch ist. Denn bei dieser Relationsgröße wird eine Bestandsgröße auf eine Stromgröße bezogen. Der absolute Wert einer solchen Relation kann nur mit größter Vorsicht interpretiert werden, denn mit Verkürzung des Zeitstromes steigt die Relation im absoluten Wert, jedoch ohne tiefere ökonomische Bedeutung.



sen. Im Gefolge einer Überschuldung zahlreicher Haushalte ist gar eine Bankenkrise, aber auf jeden Fall eine restriktive Neukreditvergabe, denkbar. Allerdings ist ein solches Szenario strittig: Aherne et al. (2005, 21 ff.) beispielsweise schätzen das Ausfallrisiko von Immobilienkrediten an private Haushalte grundsätzlich als gering ein und argumentieren auch vor dem Hintergrund durchgeführter Auswertungen der Bonitätsbewertungen für ausgewählte Banken, insbesondere großer Hypothekenkreditgeber, dass »... it is unlikely that residential mortgage lending poses a significant threat to banking systems ...« (Aherne et al. 2005, 28). Nach Auffassung der Autoren ist die jüngste Entwicklung in Großbritannien jedoch ein deutlicher Hinweis auf doch vorhandene, den Wohnimmobilienmärkten entspringende, Gefahren für die Stabilität des Finanzsektors.<sup>20</sup>

Im Zuge eines Rückgangs der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und damit sinkender Absatzerwartungen sowie forciert durch eine eventuell zunehmend restriktive Kreditvergabe des Bankensektors gerät die Investitionstätigkeit der Unternehmen ins Stocken. Alle Wirkungskanäle zusammen bedeuten negative realwirtschaftliche Konsequenzen, d.h. eine wirtschaftliche Stagnation.<sup>21</sup>

Unter Umständen besteht die Gefahr, dass die Vermögenspreisdeflation in eine Verbraucherpreisdeflation übergeht, d.h., ein breitflächiger Preisverfall einsetzt (vgl. EZB 2005, 47 f.). Das Platzen einer solchen Immobilienblase spielte eine entscheidende Rolle im japanischen Deflationsprozess zu Beginn der neunziger Jahre. Jedoch muss angemerkt werden, dass eine Preiskorrektur nicht notwendigerweise, wie das Beispiel der Niederlande zeigt, mit realen Verwerfungen einhergehen muss.

### **Exkurs: Die Zahlungsausfälle im US-Hypothekenkreditgeschäft und die dadurch ausgelösten Finanzmarkturbulenzen**

Der lang anhaltende Hauspreisboom in den USA kam Mitte 2006 zum Stillstand: Im August fielen erstmals die Preise gegenüber dem Vorjahreswert. Einige der erwarteten ne-

gativen Konsequenzen, vorrangig für den Kreditmarkt, traten bald zu Tage.<sup>22</sup>

Bei einer Reihe amerikanischer immobilienfokussierter Kreditinstitute zeigten sich die erwarteten negativen Rückwirkungen auf Gewinn und Bonität. Betroffen waren zunächst hauptsächlich Anbieter nachrangiger Darlehen, also Hypothekenkredite an private Darlehensnehmer mit minderer Bonität (sog. subprime mortgages market). Der Anstieg des Zinsniveaus in den USA, was auf Darlehen mit variabler Verzinsung unmittelbar durchschlug, führte in erster Linie in diesem Kundensegment zu steigenden Ausfällen bei Hausbaukrediten. Gleichzeitig bewirkten die fallenden Wohnimmobilienpreise eine schwindende Besicherung der Kreditforderungen, so dass die Kreditgeber bei Zahlungsausfall ihre Forderungen nicht durch Verkauf der zugrunde liegenden Immobilien einlösen können. Dieses Risiko wurde scheinbar von Seiten der Kreditinstitute falsch eingeschätzt. Im April 2007 gab u.a. die Hypothekengesellschaft American Home Mortgage eine Gewinnwarnung wegen hoher Kreditabschreibungen heraus. Der US-Hypothekenfinanzierer New Century als Anbieter zweitklassiger Darlehen konnte im März 2007 eine vorzeitige Rückzahlung von Verbindlichkeiten nicht erfüllen. Die US-Investmentbank Bear Stearns musste infolge der unerwarteten Probleme im Bereich subprime mortgages einen deutlichen Gewinneinbruch im zweiten Quartal 2007 vermelden. Auch andere namhafte Kreditinstitute, bspw. JPMorgan Chase & Co. oder die britische HSBC, haben im Verlauf des Jahres 2007 ihre Rückstellungen für Kreditausfälle deutlich anheben müssen. Bei der HSBC resultieren die Probleme primär von dem zum Unternehmen gehörenden amerikanischen Hypothekeninstitut Household International, welches vorrangig im Markt für zweitklassige Kreditnehmer tätig ist. Die HSBC kündigte ebenso wie die Citigroup-Hypothekensparte CitiMortgage eine Einschränkung der Kreditvergabe an.

Während zunächst nur Kreditforderungen gegenüber Haushalten minderer Bonität von Ausfällen betroffen waren, vermeldeten im zweiten Quartal 2007 die Hypothekenbanken Countrywide Financial und American Home Mortgage deutliche Gewinneinbrüche und Ausfälle auch im prime standard; American Home Mortgage beantragte Anfang August 2007 Gläubigerschutz. Zwei Hedge-Fonds der US-Bank Bear Stearns, die vorrangig im Segment forderungsbesicherter Wertpapiere tätig waren, mussten Mitte Juni 2007 geschlossen werden und wurden Ende Juli liquidiert. Diese Ausfälle, auch im eher bonitätsstarken Forderungssegmenten, haben allgemein negative Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer hervorgerufen bzw. verstärkt und damit die berüchtigten An-

<sup>20</sup> Ein erstes mögliches Wetterleuchten dafür, dass die hohe Verschuldung der britischen Haushalte das Bankensystem im Vereinigten Königreich in eine gewisse Instabilität bringt, ist der starke Zuwachs der »faulen Kredite« im ersten Halbjahr 2006 bei der Internetbank Egg, der auch an der Versicherungsmutter Prudential nicht spurlos vorbeiging (vgl. o. V. 2006b); Egg wurde 2007 an die Citigroup verkauft. Ferner haben die acht größten Kreditinstitute Großbritanniens im ersten Halbjahr 2006 das Massengeschäft betreffend Rückstellungen in Höhe von 3,3 Mrd. Pfund gebildet.

<sup>21</sup> So sah der IWF (2004b, 2) beispielsweise im Fall von Großbritannien als größte Gefahr für die (kurzfristige) wirtschaftliche Entwicklung einen abrupten Rückgang der Immobilienpreise: »The main risk to this outlook stemmed from the possibility of an abrupt adjustment in house prices and a consolidation of household balance sheets, with possibly protracted effects on consumption«.

<sup>22</sup> Die nachfolgend aufgeführten Fakten und Informationen entstammen verschiedenen Pressemitteilungen sowie Berichten der gängigen Wirtschaftspresse, die im Einzelnen nicht aufgeführt sind; vgl. u.a.: o. V. (2007a-f), Maisch (2007). Die Informationen wurden von den Autoren nach eigenen Vorstellungen strukturiert, zusammengefasst und ergänzt.

steckungseffekte ausgelöst. Die Folgen sind grob umrissen: weltweite Aktienkursrückgänge primär bei Finanzdienstleistern, steigende Risikoaufschläge, eingeschränkte Möglichkeiten der Geschäftsbanken zur Verbriefung von Kreditrisiken.

Bei entwickelten Kapitalmärkten werden Kreditforderungen bzw. -ausfallrisiken oftmals von den ursprünglichen Forderungsinhabern verbrieft an Akteure an den internationalen Kapitalmärkten weitergereicht. Die dazu verwendeten Finanzinstrumente sind grundsätzlich forderungsbesicherte Wertpapiere, die je nach Ausgestaltung als Asset Backed Securities (ABS), Residential Mortgage Backed Securities (RMBS), Collateralized Debt Obligations (CDO) oder ABS-Commercial Papers firmieren. Käufer sind vorrangig Geschäftsbanken und Investmentgesellschaften. Die Streuung der Risiken ist zweifellos ein Vorteil entwickelter internationaler Finanzmärkte, gleichwohl wird somit der Grundstein für die Ausdehnung einer regionalen Kreditkrise gelegt.

Die negativen Entwicklungen haben sich entsprechend zeitverzögert auf andere Bereiche der Finanzmärkte ausgeweitet. Allgemein steigende Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen und deutliche Preisabschläge bei forderungsbesicherten Wertpapieren belasten allseitig die Kursentwicklung am Anleihemarkt. Besonders mit Hypotheken besicherte Anleihen mussten deutliche Kursverluste hinnehmen. Ferner gelingt es den Geschäftsbanken zunehmend schwerer, Kreditrisiken zu verbrieften, was zum einen bei begrenztem Eigenkapital die weitere Neukreditvergabe einschränkt und zum anderen die Refinanzierung für bereits zugesagte Kreditlinien in Frage stellt. Besondere Refinanzierungsschwierigkeiten vermehren Übernahme- und Beteiligungsgesellschaften. Verschiedene auf forderungsbesicherte Wertpapiere ausgerichtete Investmentfonds, die auch in Deutschland gehandelt werden, wurden bereits geschlossen bzw. verzeichnen starke Mittelabflüsse.

Aus deutscher Sicht stehen zum Zuge der weltweiten Turbulenzen an den Kapitalmärkten die in Düsseldorf ansässige IKB Deutsche Industriebank AG sowie die Sachsen LB Landesbank Sachsen Girozentrale im Fokus. In der Nacht zum 30. Juli 2007 gab die IKB eine deutliche und vor allem unbestimmte Gewinnwarnung heraus. Hintergrund sind die eingegangenen Liquiditätsverpflichtungen bei der US-Finanzgesellschaft Rhineland Funding Capital Group sowie potentieller Abschreibungsbedarf auf gehaltene forderungsunterlegte Wertpapiere, begleitet von wegbrechenden Refinanzierungslinien. Durch die KfW Bankengruppe als Großaktionär sowie über die Sicherungseinrichtungen der deutschen Kreditwirtschaft<sup>23</sup> mussten zusätzliche Kreditlinien in Milliardenumfang be-

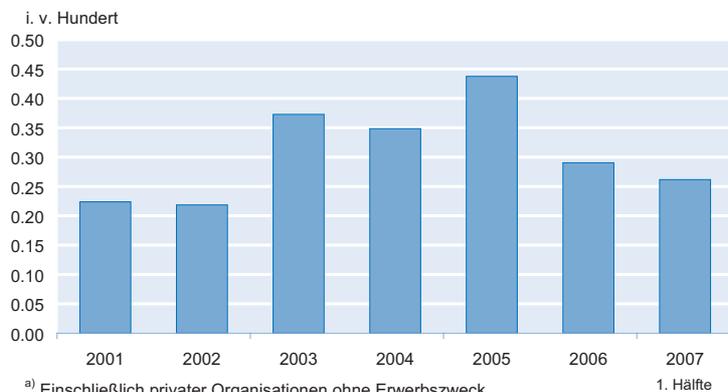
reitgestellt werden. Die Sparkassen-Finanzgruppe räumte Mitte August der Sachsen LB eine Kreditlinie in Höhe von 17,3 Mrd. € ein. Diese war nötig geworden, um die Refinanzierung einer verbundenen Zweckgesellschaft sicherzustellen.

Die starken Mittelabflüsse zahlreicher Investmentfonds, nicht genau kalkulierbare Refinanzierungsmöglichkeiten, aber auch gegenseitiges Misstrauen haben zu einer starken Liquiditätsnachfrage auf Seiten der MFI geführt. Dies war sowohl in den USA als auch im Euroraum begleitet von Ausschlägen des Tagesgeldsatzes am Interbankenmarkt. Zur Stabilisierung des Geldmarktes und um einer eventuellen Paniksituation vorzubeugen, hat die EZB beginnend mit dem 9. August durch mehrere Schnellendergeschäfte dem MFI-Sektor zusätzlich Liquidität bereitgestellt. Die Aktionen waren eingebettet in weltweite Zentralbankinterventionen.

Welche Schieflagen den internationalen Finanzmärkten sowie den weltweit operierenden Geschäftsbanken noch drohen, ist überaus schwer einzuschätzen, zumal die Finanzierungsbeziehungen zwischen Hedge-Fonds und Geschäftsbanken weitgehend unklar sind. Inwieweit die Fehlentwicklungen, die auch durch eine laxe Kreditvergabe sowie riskante Konstruktionen (beispielsweise durch sog. adjustable rate mortgages mit niedrigen Anfangszinssätzen) provoziert worden sind, durch die amerikanische Bankenaufsicht nicht hätten frühzeitig festgestellt und unterbunden werden müssen, wird zu diskutieren sein. Aber auch die deutsche Bankenaufsicht muss in Anbetracht der Ereignisse auf ihre Wirksamkeit hin überprüft werden.

Realwirtschaftliche Konsequenzen sind noch nicht abzuschätzen: Während in den USA der private Konsum im Aggregat (noch) keine gedämpfte Tendenz zeigt, befinden sich die privaten Bauinvestitionen bereits in einem deutlichen Abschwung: Im vierten Quartal 2006 sanken die Wohnungsbauinvestitionen um annualisierte 19,8%. Weltweite realwirtschaftliche Verwerfungen drohen vor allem für den Fall einer breitflächigen »Kreditklemme«, d.h. einer restriktiven (Neu-)Kreditvergabe des Geschäftsbankensektors bzw. bei undifferenziert steigenden Risikoaufschlägen. Aber auch eine breitflächige Verunsicherung, verbunden mit negativen Vermögenseffekten bei anhaltendem Preisrückgang von Vermögenspositionen, kann eine Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage oder eine geringere Angebotsplanung hervorrufen. Beides gilt im Moment als unwahrscheinlich. Entsprechend werden die konjunkturellen Aussichten für Deutschland weiterhin als gut eingeschätzt: »An den Finanzmärkten findet derzeit eine Normalisierung der Risikobepreisung statt. Der Umschwung von hoher Risikofreude zu mehr Risikoaversion verlief jedoch abrupt und führte in einigen Marktsegmenten zu Nervosität und Überreaktionen ... Ungeachtet der jüngsten Anspannungen in einigen Finanzmarktsegmenten sind die europäischen und deut-

<sup>23</sup> Beteiligt waren der Bundesverband deutscher Banken, der Bundesverband der Deutschen Volks- und Raiffeisenbanken sowie der Deutsche Sparkassen- und Giroverband.

**Abb. 6****Abschreibungen/Wertberichtigungen von Krediten an inländische private Haushalte<sup>a)</sup> in Relation zum Kreditbestand im Euroraum**

schen Wirtschaftsdaten unverändert positiv. Sie sprechen für eine Fortsetzung des robusten und breit angelegten Wirtschaftsaufschwungs« (Weber 2007, 1).

Innerhalb des Euroraumes richtet sich der Blick vorrangig auf Spanien, wo die abflauende Immobiliennachfrage ebenfalls zu Verwerfungen führen könnte. Für den Euroraum insgesamt sind die Kreditabschreibungen im Jahr 2003 erkennbar angestiegen und verharren seitdem auf einem im Vergleich zu 2001 und 2002 höheren Niveau (vgl. Abb. 6).

### Rolle und Reaktionsmöglichkeiten der Zentralbank

Wie im vorangegangenen Abschnitt deutlich wurde, sind die Entwicklungen an den Immobilienmärkten von beachtlicher gesamtwirtschaftlicher Relevanz. Im Zuge der dynamischen Entwicklungen auf den Wohnimmobilienmärkten der westlichen Volkswirtschaften wurde und wird zunehmend die Frage diskutiert, welche Rückwirkungen eine solche Entwicklung auf die gesamte Ökonomie hat, insbesondere auf die Größen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, auf die Stabilität des Finanzsektors sowie auf die Geldschöpfung im Bankensektor und damit auch auf die (regionale) Inflation. Lösen die Entwicklungen an den europäischen Immobilienmärkten gar unterschiedliche Inflationsimpulse aus, sind Verzerrungen in der relativen Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Volkswirtschaften die Konsequenz. Damit würde die Heterogenität innerhalb des Euroraumes (weiter) zunehmen.

Eine stärkere Berücksichtigung der Immobilienmärkte bzw. der Finanzmärkte im Allgemeinen scheint jedoch auch von einer anderen Seite betrachtet zunehmend geboten: Die alleinige Konzentration auf das Güterpreisniveau vernachlässigt die Tatsache, dass eine übermäßige Liquiditätsver-

mehrung zu Blasenbildung an den Kapitalmärkten führen kann. Allerdings ist eine etwaige konkrete Handlungsempfehlung für die Wirtschaftspolitik strittig.

Der IWF (2004b, 3) fordert im Fall von Finanzmarktblasen ganz klar eine Reaktion makroökonomischer Wirtschaftspolitik: »... macroeconomic policies are needed«. Bezüglich der Geldpolitik wird, insbesondere in Bezug auf die Entwicklung in Großbritannien, »... an »early but gradual« tightening in monetary policy ...« (IWF 2004a, 89) empfohlen. Dies erweist sich jedoch bei regional heterogener Immobilienpreisentwicklung in einer Währungsunion als schwer realisierbar (vgl. Gerald 2006).

Auch wenn die geldpolitischen Gremien des Eurosystems die Entwicklung an den Wohnimmobilienmärkten grundsätzlich berücksichtigen<sup>24</sup>, wird eine geldpolitische Reaktion nicht unmittelbar abgeleitet. So äußerte sich Axel Weber, Bundesbankpräsident und Mitglied des EZB-Rates, in einem Vortrag zu den *Perspektiven europäischer Geldpolitik* eher ablehnend zu der Frage, ob Notenbanken auf spezifische Entwicklungen an den Finanzmärkten reagieren sollten oder überhaupt können. Weber (2006, 4) führt an, dass die Notenbanken zunächst einmal ein Identifikationsproblem haben: Sie verfügen über keine besseren Kenntnisse und Methoden als der Markt, um etwaige »fehlerhafte« Preisentwicklungen erkennen zu können. Abgesehen davon, so Weber, ist die tatsächliche Einflussmöglichkeit der Zentralbanken, bezogen auf die gängigen geldpolitischen Instrumente, beschränkt: Leitzinserhöhungen werden kaum die Preisentwicklung einzelner Klassen von Vermögensgegenständen dämpfen können, solange bei den Finanzmarktteilnehmer eine allgemein steigende Wertentwicklung erwartet wird.<sup>25</sup> Die einzige Aufgabe bzw. Möglichkeit der Zentralbanken sieht Weber darin, auf potentielle Ungleichgewichte hinzuweisen. Dies impliziert allerdings, dass die geldpolitischen Gremien solche Blasen überhaupt erkennen, was Weber jedoch an früherer Stelle skeptisch beurteilte. Demnach zieht sich die europäische geldpolitische Instanz auf eine »ruhige« Position zurück, wenn argumentiert wird, dass geldpolitische Stellen zum einen Marktüberreibungen erst gar nicht erkennen können bzw. zum anderen diesbezüglich handlungsunfähig sind. Das ist insbesondere überdenkenswert, falls Überreibungen der Finanz-

<sup>24</sup> Vgl. bspw. EZB (2004, 48): »Developments in residential property prices are an important factor to be taken into account in the assessment underlying monetary policy decisions aimed at maintaining price stability over the medium term«.

<sup>25</sup> Die gängige Vorstellung ist, dass eine Anhebung des Zinsniveaus ein Halten spekulativer Positionen verteuert und folglich die stark (preis-)überzogenen Vermögenstitel zunehmend veräußert werden, was im Endeffekt den spekulativen Preisauftrieb beendet (vgl. EZB 2005, 57).

märkte Einfluss auf realwirtschaftliche Entwicklungen nehmen bzw. gar Einfluss auf die oberste Aufgabe der europäischen geldpolitischen Instanzen, nämlich der Preisniveaustabilität, haben.

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) sieht die Bekämpfung bzw. Vermeidung von Finanzmarktblasen ebenfalls als wichtige Aufgabe von Notenbanken an. In ihrem Jahresbericht 2006 begrüßt die BIZ zwar die positiven Beschäftigungs- und Nachfragewirkungen der Niedrigzinspolitik, warnt aber gleichzeitig vor, teilweise zu lange, vernachlässigten Risiken für die Preisniveaustabilität (vgl. BIZ 2006, 152). Vor allem mahnt sie an, dass den steigenden Vermögenspreisen nicht frühzeitig genug eine ausreichende Beachtung beigemessen wurde: »It is not hard to find specific factors in each of these markets to support an upbeat view about the future ... Yet the fact that all these long-term asset prices were rising simultaneously also leads naturally to consideration of the possibility of a common cause ... The almost uninterrupted upward trend in all these prices began around the middle of 2003, when policy rates in the main industrial countries reached their lowest level in this cycle« (BIZ 2006, 7). Dementsprechend kritisiert die BIZ die zu langen Niedrigzinsphasen in den drei großen Währungsräumen: »A key concern for these central banks was whether the pace of tightening was appropriate in the light of high energy prices, rising resource utilisation and buoyant housing markets ... it could be that monetary policy should have been tightened more, and earlier« (BIZ 2006, 140). Vehement wird seitens der BIZ auf die Gefahr von *Boom-Bust-Szenarien* hingewiesen, die sich im Gefolge spekulativer Preisentwicklungen und überzogener Kreditaufnahme der privaten Haushalte entwickeln können (vgl. BIZ 2006, 152). Vor diesem (prominenten) Hintergrund ist zu fordern, dass selbst wenn die Notenbanken die grundsätzliche Richtung ihrer Entscheidungen nicht an der Entwicklung der Finanzmärkte ausrichten sollten, so sind doch die dort ablaufenden Entwicklungen in die strategischen Überlegungen einzubeziehen.

Eine ausführliche Auseinandersetzung mit der Frage, inwieweit die geldpolitischen Instanzen auf Entwicklungen an den Finanzmärkten, speziell der Hauspreise, reagierten, findet sich bei Ahearne et al. (2005, 15ff.). Anhand der Auswertungen von Veröffentlichungen bzw. Stellungnahmen geldpolitischer Entscheider konnte für die Vergangenheit, die Auswertung beginnt Ende der achtziger Jahre, keine Reaktion der Geldpolitik auf spezielle Hauspreisentwicklungen gefunden werden. Jedoch scheinen in der aktuellen Debatte die Wohnimmobilienmärkte eine zunehmende Beachtung zu finden, wobei die Debatte insbesondere in Großbritannien ausgiebig geführt wird. Ein einheitlicher Standpunkt unter den Notenbankern ist allerdings kaum erkennbar. Jenseits bestimmter Extrempositionen, wie »... ignoring asset price movements or targeting a particular value of any as-

set«<sup>26</sup>, oder rein appellierender Hinweise, werden Zwischenpositionen geäußert: »Some would argue that central banks should react to asset prices only to the extent that they contain information about output growth and inflation. Others would argue that central banks should »lean against« sustained and abnormally rapid increases in asset prices« (Ahearne et al. 2005, 17 f.). Bei der letztgenannten sog. policy of leaning against the wind würde die Zentralbank »... adopt a somewhat tighter policy stance in the face of an inflating asset market than it would otherwise allow if confronted with a similar macroeconomic outlook under more normal market conditions« (EZB 2005, 58).

Bei distanzierter Betrachtung der Debatte zwingt sich (bei den Autoren) der Eindruck auf, dass die Immobilienpreisentwicklung zwar selten in den gängigen Kanon der Indikatoren, an denen sich die Geldpolitik orientiert, aufgenommen wird, jedoch eine implizite Berücksichtigung dieser zunehmend erfolgt.<sup>27</sup> Dementsprechend haben die Vermögenspreise als Vorlaufindikator der konjunkturellen Entwicklung Eingang in den wirtschaftlichen Analysezeitraum (sog. 1. Säule) des Eurosystems gefunden (vgl. EZB 2005, 59). Im Rahmen der 2. Säule, d.h. der monetären Analyse, gilt es zudem verstärkt abzuschätzen, welche Auswirkungen (vermehrte) Liquiditätsschöpfung nicht nur auf die (mittelfristige) Entwicklung des Preisniveaus bzw. der Verbraucherpreise hat, sondern auch auf die Preise von Vermögensgegenständen. Die monetäre Analyse kann und sollte verstärkt als Instrument zur rechtzeitigen Identifikation von Preisblasen an den Immobilien- bzw. Wertpapiermärkten genutzt werden.<sup>28</sup> Diese Möglichkeit wird zwar vom EZB-Rat grundsätzlich gesehen<sup>29</sup>, wurde jedoch bisher eher vernachlässigt. Die Beobachtung der Liquiditäts- und Kreditentwicklung gibt den Zentralbanken ein Instrument, um etwaige Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten besser beurteilen zu können, als dies die Marktteilnehmer selbst tun können.

Im Fall des Eurowährungsraumes zeigt sich nunmehr, dass die geldpolitischen Instanzen nur bedingt auf die stark heterogene Preisentwicklung an den Wohnimmobilienmärkten

<sup>26</sup> Der in diesem Zusammenhang geäußerte Vorschlag zielt auf die Einbeziehung von Vermögenspreisen in den für die Zentralbank relevanten Preisindex. Diese Idee geht in anderer Form bereits auf Alchian und Klein (1973) zurück.

<sup>27</sup> Als Analyserahmen für geldpolitische Entscheidungen dient dem EZB-Rat die sog. Zwei-Säulen-Strategie. Demnach werden im Rahmen der 1. Säule (wirtschaftliche Analyse) anhand eines breiten Spektrums (real-)wirtschaftlicher und finanzieller Indikatoren die kurzfristigen Inflationsrisiken abgeschätzt. Die sich aus der Geld- bzw. Kreditentwicklung (quantitäts-theoretisch) ergebenden mittel- bis langfristigen Inflationsprojektionen sind Bestandteil der 2. Säule (monetäre Analyse). Für eine ausführliche Darstellung sei auf Gischer, Herz und Menkoff (2005, 333 ff.) verwiesen.

<sup>28</sup> Darauf weist ebenfalls der Sachverständigenrat in seinem Jahresgutachten 2006/07 (TZ256) hin.

<sup>29</sup> Vgl. bspw. EZB (2000, 46) oder EZB (2003b, 99): »Zudem weisen Geldmengen- und Kreditwachstumsraten, die jene übersteigen, die für ein nachhaltiges nichtinflationäres Wirtschaftswachstum ausreichen, unter bestimmten Bedingungen möglicherweise auf die Entstehung von finanziellen Ungleichgewichten oder spekulativen Blasen hin«.

reagieren können oder wollen. Vor dem Hintergrund, dass etwaige Übertreibungen an den Immobilienmärkten einerseits nicht zu vernachlässigende gesamtwirtschaftliche Risiken mit sich bringen, andererseits die heterogene Entwicklung an diesen Märkten die wirtschaftliche Homogenität innerhalb der Eurozone (weiter) reduziert, muss über national ausgerichtete wirtschaftspolitische Instrumente nachgedacht werden.

Mit dem Verlust einer eigenständigen, national ausgerichteten Geldpolitik bekommt die (nationale) Steuerpolitik<sup>30</sup> eine zunehmend bedeutende Rolle auch in der Steuerung von nationalen bzw. regionalen Vermögenspreisentwicklungen. Bergin, Gerald und McCoy (2004, 11) richten ihre Betrachtungen vorrangig auf Irland und schlagen diesbezüglich vor: »The tax treatment of interest payments on house loans can affect the cost of capital for homeowners[;] ... eliminate interest relief on mortgage interest payments in the income tax code (or even to tax them) ... could raise the local cost of capital for households considering investing in housing, while the Euro interest rates are the same as in other Euro area countries«; gleichwohl ist dieser Ansatz auch für andere Länder anwendbar.

Ferner können durch die nationalen Finanzaufsichtsbehörden, zumindest temporär in einer Situation etwaiger Preisblasenbildung, verschärfte Bedingungen bezogen auf die Kreditvergabe für Immobilienerwerb bzw. für die MEW vorgeschrieben werden. Mit Blick auf die heterogene Immobilienpreisentwicklung im Euroraum plädiert der Sachverständigenrat (2006, TZ273 f.) nicht für ein präventives Handeln der Zentralbank, sondern für entsprechende nationale Maßnahmen im Rahmen der Bankenaufsicht.

## Resümee

Die Preisentwicklung an den Wohnimmobilienmärkten im Eurowährungsgebiet bzw. in der EU-15 kann grundsätzlich als dynamisch bezeichnet werden. Allerdings existieren erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Volkswirtschaften. Als Hauptantriebskraft für die aufwärtsgerichtete Preisentwicklung an den Immobilienmärkten gilt gemeinhin die hohe Liquidität im Euroraum als Folge der Niedrigzinspolitik des EZB-Rates. Weil jedoch alle Volkswirtschaften des Eurowährungsraumes dieser expansiv ausgerichteten Geldpolitik unterlagen, müssen länderspezifische Ursachen in erheblichem Umfang gewirkt haben. So können beispielsweise für die irische Volkswirtschaft als Ursache für den übermäßigen Immobilienboom die starken Immigrationsströme seit Anfang der neunziger Jahre, steuerliche Anreize, Realinkommenszuwächse und insbesondere sehr niedrige Re-

alzinzen genannt werden. Dies gilt abgesehen von der demographischen Komponente auch für Spanien. Zudem ist eine unterschiedlich starke Liberalisierung der Finanzmärkte als Grund für die divergierende Immobilienpreisentwicklung im Euroraum zu nennen. Genauer gesagt ist damit die zur Verfügung stehende Palette an Hypothekenkreditprodukten verschieden, was sowohl die Nachfrage nach Immobilien an sich als auch die Rückwirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage unterschiedlich stark beeinflusst. Markttheoretisch argumentiert, entscheidet die Angebotselastizität darüber, ob die durch einen Nachfrageschock ausgelöste Preisveränderung mittel- bis langfristig wieder erodiert. Bezogen auf die Volkswirtschaften der EU-15 ist die Angebotselastizität bei Wohnraum grundsätzlich als eher gering einzustufen, was die anhaltenden Preisanstiege in einzelnen Volkswirtschaften, ausgelöst durch Nachfrageschocks, mikrotheoretisch erklärt. Zur Frage von Überbewertungstendenzen ist festzuhalten, dass aus verschiedenen ökonometrisch basierten Analysen als auch aus bewertungsorientierten Vermögenspreisansätzen Überbewertungen abgeleitet werden können. Dies gilt in erster Linie für Spanien, Irland und Großbritannien, bedingt auch für Frankreich sowie Italien.

Eine konjunkturelle Relevanz fällt der Immobilienmarktentwicklung vornehmlich über die Beeinflussung der privaten Konsumausgaben zu. Wohnimmobilien sind für die meisten Haushalte der größte (materielle) Vermögensposten und dessen Bewertung fällt demnach eine Schlüsselrolle im Ausgaben- bzw. Sparverhalten zu. Grundsätzlich führt ein Anstieg der Wohnimmobilienpreise zu einem Rückgang der laufenden Sparanstrengungen und erhöht insbesondere auch die Lebenszyklusressourcen. Inwieweit letzterer Mechanismus tatsächlich die Konsumausgaben beeinflusst, hängt nicht unerheblich von institutionellen Gegebenheiten ab: Zu nennen sind hierbei v.a. die Verfügbarkeit von MEW bzw. ob steigende Vermögenswerte als zusätzliche Sicherheiten von den Kreditinstituten akzeptiert werden. Dem Grad der Deregulierung im Hypothekenkreditgeschäft fällt entsprechend eine entscheidende Rolle im Transmissionsmechanismus zu, denn nur bei ausreichend entwickelten institutionellen Gegebenheiten zur Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum ist ein Anstieg der aktuellen Konsumausgaben überhaupt finanzierbar. Untersuchungen über den empirischen Zusammenhang zwischen der Preisentwicklung von Wohnimmobilien und Konsumausgaben kommen zu dem Ergebnis, dass diese empirisch nachzuweisen sind, jedoch in ihrer Stärke zwischen einzelnen Volkswirtschaften variieren: Vor allem für Großbritannien, die Niederlande, Schweden, Spanien und die USA können Wirkungszusammenhänge empirisch untermauert werden. Ein sekundärer Impuls auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erfolgt über eine Veränderung der Aktivitäten in den immobiliennahen Wirtschaftssektoren, hauptsächlich im Baugewerbe.

<sup>30</sup> Ein Überblick über die national unterschiedliche steuerliche Behandlung von Wohneigentum, einschließlich relevanter staatlicher Transferleistungen, ist zu finden bei EZB (2003a, 36 f.).

Bei einem starken Rückgang der Immobilienpreise bzw. beim Platzen einer etwaigen Preisblase sind die gesamtwirtschaftlichen Rückkopplungen entsprechend kontraktiv. Neben einem nun negativen Vermögenseffekt ergibt sich unter Umständen ein negativer Einkommenseffekt, wenn der Bankensektor sich bei fallendem Marktwert der Sicherheiten dazu gezwungen sieht, die Verzinsung anzuheben oder eine (vorzeitige) Tilgung der Darlehen zu forcieren. Ferner sind Kapazitätsanpassungen nach unten in den immobilien-nahen Branchen sehr wahrscheinlich. Auch Rückwirkungen auf den Bankensektor sind nicht auszuschließen. Im Gefolge einer Überschuldung zahlreicher Haushalte ist gar eine Bankenkrise, aber auf jeden Fall eine restriktive Neukreditvergabe, denkbar. Letzteres wird zusammen mit sinkenden Absatzerwartungen der Unternehmen die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit dämpfen. Alle Wirkungskanäle zusammen bedeuten negative realwirtschaftliche Konsequenzen, d.h. eine wirtschaftliche Stagnation. Wie das Beispiel Japans zu Beginn der neunziger Jahre zeigt, besteht unter Umständen gar die Gefahr, dass die Vermögenspreisdeflation in eine Verbraucherpreisdeflation übergeht, d.h. ein breitflächiger Preisverfall einsetzt.

Sowohl der IWF als auch die BIZ sehen die Vermeidung bzw. Bekämpfung von Finanzmarktblasen als wichtige Aufgabe von Notenbanken an, die letztendlich auch der Sicherung von Preisniveaustabilität dient. Seitens des Eurosystems ist die Reaktion jedoch eher verhalten, d.h., eine unmittelbare geldpolitische Reaktion auf spezifische Finanzmarktentwicklungen wird nicht für notwendig erachtet. So wird argumentiert, dass geldpolitische Stellen zum einen Marktüber-treibungen erst gar nicht erkennen können bzw. zum anderen diesbezüglich mehr oder weniger handlungsunfähig sind. Eine solche Position ist jedoch im höchsten Maße kritik-würdig, weil blasenartige Finanzmarktentwicklungen sowohl Einfluss auf die realwirtschaftliche Aktivität als auch auf die Preisniveaustabilität nehmen können. Die Stabilitätspolitik der monetären Instanz sollte nicht nur nach ihren Wirkungen auf die Güterpreise, sondern auch auf die Vermögenspreise beurteilt und daran ausgerichtet werden. Der EZB-Rat sollte daher überdenken, welche Preise er unter das Ziel der Preisniveaustabilität stellt. Vermögenspreise sind zweifelsohne auch Preise einer Ökonomie und deren Vernachlässigung ist nicht ohne Weiteres »straight forward«, zumal eine Interaktion zu den Güterpreisen besteht.

Auch wenn ein einheitlicher Standpunkt unter den Notenbankern in Bezug auf den Umgang mit bestimmten Finanz- bzw. Immobilienmarktentwicklungen nicht erkennbar ist, erweckt die Debatte jedoch den Eindruck, dass eine zunehmende Einbeziehung dieser zumindest implizit erfolgt. So haben die Vermögenspreise als Vorlaufindikator der konjunkturellen Entwicklung Eingang in den wirtschaftlichen Analyse- zweig des Eurosystems gefunden. Im Rahmen der 2. Säule, d.h. der monetären Analyse, gilt es jedoch verstärkt ab-

zuschätzen, welche Auswirkungen (vermehrte) Liquiditätsschöpfung nicht nur auf die (mittelfristige) Entwicklung der Verbraucherpreise hat, sondern auch auf die Preise von Vermögensgegenständen. Die monetäre Analyse kann und sollte verstärkt als Instrument zur rechtzeitigen Identifikation von Preisblasen an den Immobilien- bzw. Wertpapiermärkten genutzt werden. Diese Möglichkeit wurde bisher eher vernachlässigt, gibt aber den Zentralbanken ein Instrument, um etwaige Fehlentwicklungen an den Finanzmärkten besser beurteilen zu können als dies die Marktteilnehmer selbst tun können.

In Bezug auf die Immobilienmarktentwicklung muss aber auch über nationale Instrumente der Wirtschaftspolitik nachgedacht werden. Dies gilt insbesondere für die steuerliche Behandlung von Zinsen für Immobilienkredite. Ferner können durch die nationalen Finanzaufsichtsbehörden, zumindest temporär in einer Situation etwaiger Preisblasenbildung, verschärfte Bedingungen bezogen auf die Kreditvergabe für Immobilienerwerb bzw. für MEW vorgeschrieben werden.

## Literatur

- Ahearne, A.G., J. Ammer, B.M. Doyle, L.S. Kole und R.F. Martin (2005), »Monetary Policy and House Prices: A Cross-Country Study«, *The Federal Reserve Board: International Finance Discussion Papers* No. 841.
- Alchian, A.A. und B. Klein (1973), »On a Correct Measure of Inflation«, *Journal of Money, Credit and Banking* 5, 173–191.
- Alich, H., D. Heilmann, S. Müller und R. Reichel (2006), »In Deutschland ist Wohnen preiswert«, *Handelsblatt* vom 1. September 2006, 3.
- Bergin, A., J.F. Gerald und D. McCoy (2004), *How Has Economic Management Evolved Within EMU?*, The Economic and Social Research Institute Dublin, paper presented at the annual »Kenmare Economic Workshop« in Oktober 2004, [www.esri.ie/pdf/Economic\\_Wkshop\\_Oct04.pdf](http://www.esri.ie/pdf/Economic_Wkshop_Oct04.pdf); Zugriff 21. Juni 2006.
- BIZ (2006), *76th Annual Report*, Basel.
- Boone, L., N. Girouard und I. Wanner (2001), »Financial Market Liberalisation, Wealth and Consumption«, *OECD Economics Department Working Papers* No. 308.
- Case, K.E., J.M. Quigley und R.J. Shiller (2005), »Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market«, *Advances in Macroeconomics* 5(1), 1–32.
- Catte, P., N. Girouard, R. Price und C. André (2004), »The Contribution of Housing Markets to Cyclical Resilience«, *OECD Economic Studies* No. 38 (2004/1), 125–156.
- Central Bank of Ireland (2000), *Quarterly Bulletin*, Winter 2000.
- Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, *Sectoral Distribution of Advances*, Quarterly Bulletins.
- De Nederlandsche Bank (2003), »Financial behaviour of Dutch households«, *Quarterly Bulletin DNB*, September, 39–50.
- DekaBank (2005), »Immobilienresearch auf neuen Fundamenten«, *Konjunktur-Zinsen-Währungen*, 4/2005.
- Deutsche Bundesbank, *Bankenstatistik*, Frankfurt am Main.
- Eschenbach, F. und L. Schuknecht (2002), »Asset Prices and Fiscal Balances«, *ECB Working Paper Series* No. 141.
- Europäische Kommission (2005), »Housing Markets and the Business Cycle in the Euro Area«, *Quarterly Report on the Euro Area* 4(2), 30–39.
- Eurostat, *Euro-Indikatoren Datenbank: VGR*, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>.
- EZB (2000), »The Two Pillars of the ECB's Monetary Policy Strategy«, *Monthly Bulletin*, November, 37–48.
- EZB (2003a), *Structural Factors in the EU Housing Markets*, Frankfurt am Main.
- EZB (2003b), »Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie«, *Monatsbericht*, Juni, 87–102.
- EZB (2004), »Recent Trends in Residential Property Prices in the Euro Area and Across Euro Area Countries«, *Monthly Bulletin*, September, 48–49.

- EZB (2005), »Asset Price Bubbles and Monetary Policy«, *Monthly Bulletin*, April, 47–60.
- EZB (2006a), »Assessing House Price Developments in the Euro Area«, *Monthly Bulletin*, February, 55–70.
- EZB (2006b), »Recent Trends in Residential Property Prices in the Euro Area«, *Monthly Bulletin*, June, 58–59.
- EZB, *Indizes für Preisentwicklung auf Wohnimmobilienmärkte*, unveröffentlicht (Zusendung auf Nachfrage).
- EZB, *Kredite der MFIs*, Monatsberichte.
- EZB, *Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs*, Monatsberichte.
- Friedman, M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton.
- Gerald, J.F. (2006), »The Experience of Monetary Union – Ireland and Spain«, in: Euroframe – European Forecasting Network (Hrsg.), *Economic Assessment of the Euro Area: Forecasts and Policy Analysis*, Spring Report 2006, www.euroframe.org.
- Gischer, H., B. Herz und L. Menkhoff (2005), *Geld, Kredit und Banken – Eine Einführung*, 2. Aufl., Berlin u.a.
- Gischer, H. und M. Weiß (2006), »Inflationsdifferenzen im Euroraum – Zur Rolle des Balassa-Samuelson-Effekts«, *List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik*, Bd. 32, Vol. 1, 16–37.
- Greiber, C. und R. Setzer (2007), »Money and Housing – Evidence for the Euro Area and the US«, *Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies*, No. 12.
- Gros, D. (2006), »Bubbles in real estate?«, *CEPS Working Document*, No. 239 (February 2006).
- HM Treasury (2003), *Housing, consumption and EMU*, London, <http://www.hm-treasury.gov.uk>.
- Honohan, P. und P.R. Lane (2003), »Divergent inflation rates in EMU«, *Economic Policy* 18(37), 357–394.
- Iacoviello, M. (2002), »House Prices and Business Cycles in Europe: a VAR Analysis«, *Boston College Working Papers in Economics* No. 540.
- IWF (2004a), »The Global House Price Boom«, *World Economic Outlook*, September 2004, 71–89 und 118–121.
- IWF (2004b), *IMF Concludes 2003 Article IV Consultation with the United Kingdom*, Public Information Notice (PIN) No. 04/15, Washington.
- Ludwig, A. und T. Sløk (2002), »The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries«, *IMF Working Paper Series* No. 02/1.
- Maclennan, D., J. Muellbauer und M. Stephens (2001), »Asymmetries in Housing and Financial Market Institutions and EMU«, in: K. Boyfield und G. Mather (Hrsg.), *Britain's Unsolved Housing Dilemma*, London, 37–64.
- Maisch, M. (2007), »Fahrt ins Ungewisse«, *Handelsblatt* vom 31. Juli 2007, 2.
- Modigliani, F. (1986), »Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations«, *American Economic Review* 76(3), 297–313.
- OECD (2005), »Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals«, *OECD Economic Outlook* 78 (2), 123–154.
- Osborne, J. (2005), »Housing in the euro area – Twelve markets, one money«, *Quarterly Bulletin*, Central Bank & Financial Services Authority of Ireland, No. 4 (October), 87–114.
- o. V. (2006), »Britische Banken haben Probleme«, *Handelsblatt* vom 31. Juli 2006, 22.
- o. V. (2007a), »HSBC leidet unter faulen US-Krediten«, *Handelsblatt* vom 9./10./11. Februar 2007, 1.
- o. V. (2007b), »Immobilienkrise hinterlässt Spuren«, *Handelsblatt* vom 10. April 2007, 26.
- o. V. (2007c), »Private helfen bei IKB-Rettung«, *Handelsblatt* vom 2. August 2007, 21.
- o. V. (2007d), »US-Hypothekenkrise schockt Märkte«, *Handelsblatt* vom 2. August 2007, 1.
- o. V. (2007e), »Fonds-Anleger zittern«, *Handelsblatt* vom 8. August 2007, 28.
- o. V. (2007f), »Sparkassen retten SachsenLB«, *Handelsblatt* vom 20. August 2007, 1.
- Polleit, T. (2006), »Entzug von der Liquiditätsdroge«, *Handelsblatt* vom 1. August 2006, 8.
- RICS (2005), *RICS European Housing Review: Executive Summary 2005*, London.
- RICS (2007), *RICS Europäischer Wohnungsbericht 2007*, London.
- Sachverständigenrat (2006), *Geldpolitik: Kurs halten, Jahresgutachten 2006/07 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*, Deutscher Bundestag 16. Wahlperiode Drucksache 16/3450, 164–209 bzw. TZ216-TZ274.
- Stephansen, K. und M. Koster (2005), »Housing valuations: no bubble apparent«, *BIS Papers: Real Estate Indicators and Financial Stability* No. 21, 112–123.
- van den Noord, P. (2005), »Tax Incentives and House Price Volatility in the Euro Area: Theory and Evidence«, *Économie Internationale* 101, 29–45.
- Weber, A.A. (2006), »Perspektiven europäischer Geldpolitik (Rede bei der Württembergischen Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie, in Stuttgart, am 20. Februar 2006)«, *Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 9, 3–6.
- Weber, A.A. (2007), »Stellungnahme von Bundesbankpräsident Prof. Dr. Axel A. Weber zu den jüngsten Anspannungen an den Finanzmärkten«, *Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 35, 1.
- Zhu, H. (2005), »The Importance of Property Markets for Monetary Policy and Financial Stability«, *BIS Papers: Real Estate Indicators and Financial Stability* No. 21, 9–29.