



Auszug aus dem Jahresgutachten 2006/07

**Zur Gefahr von Immobilienpreisblasen**  
(Ziffern 261 bis 274)

### Aktuelle Entwicklungen auf dem europäischen Immobilienmarkt

**262.** Im Euro-Raum verzeichneten die Immobilienpreise im Jahr 2005 zum sechsten Mal in Folge einen kräftigen Anstieg: In nominaler Rechnung nahmen die Preise gegenüber dem Vorjahr um 7,7 vH zu; real – das heißt mit dem HVPI deflationiert – erhöhten sich die Immobilienpreise um 5,5 vH. Zwar fiel der Preisanstieg sowohl in nominaler als auch in realer Rechnung im Vergleich zur früheren Boomphase Ende der achtziger Jahre schwächer aus; insbesondere die reale Preissteigerungsrate nähert sich aber langsam dem damals erreichten Höchststand an. Bemerkenswert sind zudem die im Vergleich mit früheren Boomphasen recht lange Dauer des derzeitigen Preisanstiegs sowie ein stärkerer Gleichlauf der Entwicklung in einzelnen Ländern. Dies gilt nicht nur für den Euro-Raum, sondern darüber hinaus auch für die OECD-Länder insgesamt (OECD, 2006a).

**263.** Zwischen den Ländern des Euro-Raums bestehen jedoch auch weiterhin erhebliche Unterschiede: Während die Immobilienpreise in Spanien, Irland, Luxemburg und Frankreich in den letzten drei Jahren durchweg zweistellige Jahreszuwachsraten verzeichneten, waren Finnland, Portugal, Österreich und Deutschland durch eine unterdurchschnittliche Entwicklung der Wohnimmobilienpreise gekennzeichnet (Tabelle 23). Deutschland wies als einziges Land seit dem Jahr 2002 eine negative jährliche Preisänderungsrate auf. Charakteristisch für die Entwicklung in denjenigen Ländern, in denen die Immobilienpreise zuletzt vergleichsweise stark angestiegen sind, sind aber

Tabelle 23

Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Raum						
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH						
	1999 bis 2005 (kumuliert)	2001	2002	2003	2004	2005
Belgien <sup>1)</sup> .....	64,2	6,7	7,7	6,1	10,7	17,2
Deutschland <sup>2)</sup> .....	- 4,3	0,2	- 1,2	- 1,3	- 1,5	- 1,6
Finnland .....	41,5	0,7	6,1	6,3	7,3	6,1
Frankreich <sup>3)</sup> .....	74,3	7,9	8,3	11,7	15,2	15,3
Griechenland <sup>2)</sup> .....	55,3	14,5	13,0	5,7	2,6	...
Irland <sup>2)</sup> .....	93,0	8,1	10,1	15,2	11,4	11,5
Italien <sup>2)</sup> .....	59,9	8,4	9,8	10,2	10,3	8,1
Luxemburg <sup>1)</sup> .....	64,3	13,8	11,7	12,9	10,0	...
Niederlande <sup>3)</sup> .....	66,4	11,2	8,5	5,0	4,2	4,8
Österreich <sup>2)4)</sup> .....	2,6	2,1	0,2	0,3	- 2,1	5,2
Portugal <sup>2)</sup> .....	21,1	3,6	1,1	1,6	0,4	...
Spanien <sup>2)</sup> .....	90,8	9,9	15,7	17,6	17,4	13,9
<b>Euro-Raum</b> .....	<b>44,7</b>	<b>5,8</b>	<b>6,8</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>7,7</b>

1) Neue und bestehende Häuser. - 2) Wohnungen insgesamt (neue und bestehende Häuser und Wohnungen). - 3) Wohnungsbestand (Häuser und Wohnungen). - 4) Bis zum Jahr 2000 nur für Wien.

Quelle: EZB

weniger die in den jährlichen Veränderungsrate zum Ausdruck kommende Stärke des Preisanstiegs, sondern die außergewöhnlich hohen kumulierten Preissteigerungsraten.

**264.** Deutschland fällt auch bei einer längerfristigen Betrachtung im internationalen Vergleich durch eine äußerst gedämpfte Immobilienpreisentwicklung auf: So erhöhten sich die realen Häuserpreise in Deutschland in den Jahren 1970 bis 2005 deutlich langsamer als in den meisten der betrachteten 18 OECD-Ländern (OECD, 2006a). Selbst die Phase steigender Wohnungspreise nach der Wiedervereinigung, die insbesondere auf eine erhöhte Wohnraumnachfrage in Westdeutschland zurückzuführen war, hebt sich nicht durch auffallend hohe Wachstumsraten von der Entwicklung anderer Länder ab (Kasten 15).

#### Kasten 15

### Die Sonderentwicklung am deutschen Wohnimmobilienmarkt

Mit rund 40 Mio Wohnungen – davon rund 32 Mio in den alten und knapp 8 Mio in den neuen Bundesländern – verfügt Deutschland über den mit Abstand größten Wohnungsmarkt in Europa. Rund drei Viertel dieses Wohnungsbestands befindet sich im Besitz von privaten Vermietern und Selbstnutzern; die restlichen rund 10 Mio Wohnungen entfallen auf professionelle Anbieter wie kommunale, privatwirtschaftliche und öffentliche Wohnungsunternehmen. Das Nettoanlagevermögen in Wohnungen beläuft sich auf schätzungsweise 3,3 Billionen Euro; dies entspricht rund der Hälfte des gesamten Nettoanlagevermögens in Deutschland (Schaubild 61, Seite 202). Zugleich stellen Wohnimmobilien mit rund 40 vH die wichtigste Komponente des Bruttovermögens der privaten Haushalte dar.

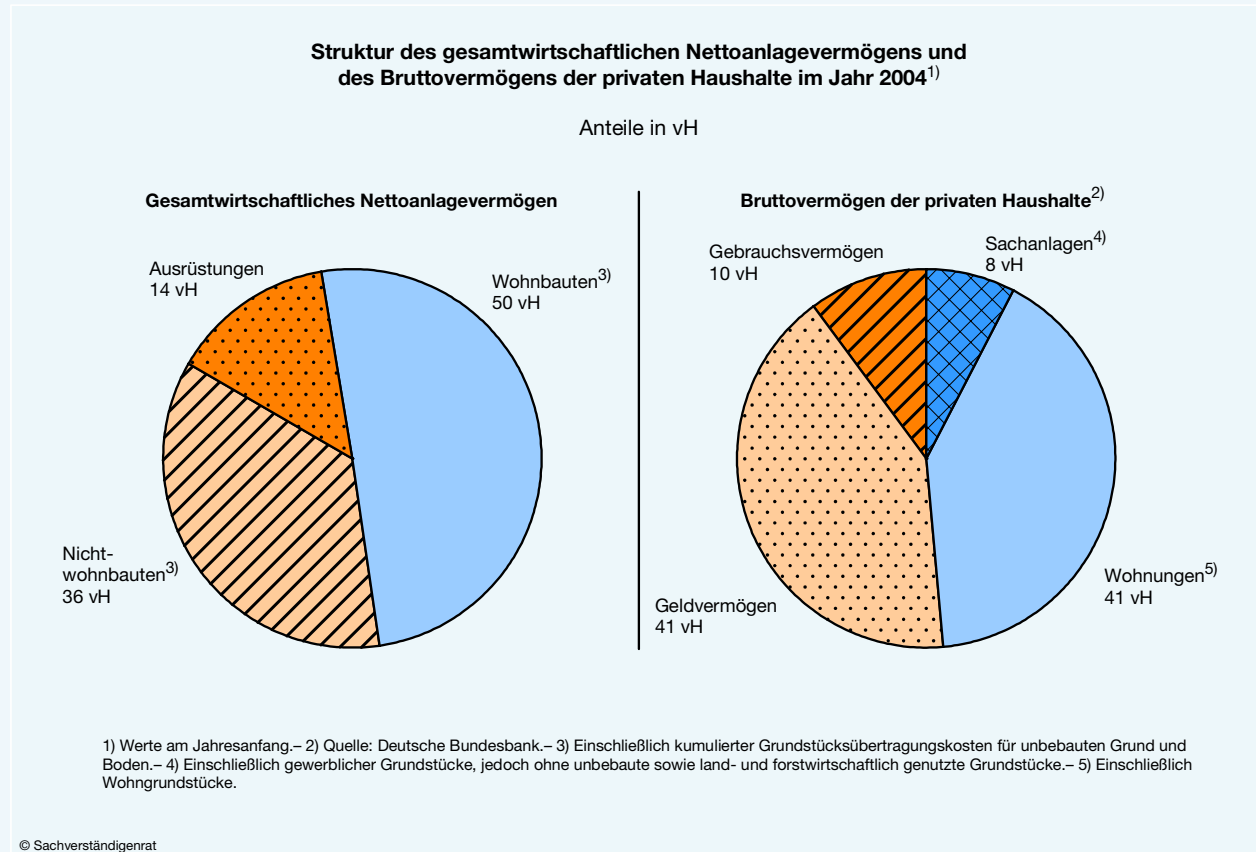
Im Gegensatz zu den meisten anderen europäischen Ländern zeichnet sich der Immobilienmarkt in Deutschland seit vielen Jahren durch eine sehr moderate Preisentwicklung aus, die nicht nur in den Preisen für Wohneigentum, sondern auch in den Wohnungsmieten zum Ausdruck kommt. In den letzten 30 Jahren stiegen die durchschnittlichen Neubaumieten jährlich um 2,5 vH, die Bestandsmieten um 3,5 vH an. Allerdings waren seit dem Jahr 1996 sinkende Neubaumieten zu beobachten. Insgesamt erhöhten sich die Mieten zuletzt deutlich langsamer als die Verbraucherpreise. Die moderate Mietentwicklung dürfte mit dazu beigetragen haben, dass die Nachfrage nach selbstgenutztem Wohneigentum in Deutschland relativ gering blieb. Die Wohneigentumsquote – der Anteil der Haushalte, die im Eigenheim leben, an der Gesamtzahl der Haushalte – betrug im Jahr 2006 in Deutschland 42 vH gegenüber rund 80 vH in Irland, Spanien und Griechenland.

Die stabile Entwicklung der Immobilienpreise in Deutschland ist sowohl auf spezifische angebots- als auch nachfrageseitige Faktoren zurückzuführen.

Insgesamt ist Deutschland durch ein vergleichsweise preiselastisches **Immobilienangebot** gekennzeichnet. Dies trägt zu einer schnelleren Reaktion auf Nachfrageverschiebungen und somit zu geringeren kurzfristigen Preisschwankungen bei (Catte et al., 2004). Darüber hinaus hat die jahrzehntelang hohe staatliche Wohnbauförderung, die nach der Wiedervereinigung deutlich ausgeweitet wurde, über den sozialen Wohnungsbau und die umfangreichen steuerlichen Vergünstigungen im privaten Mietwohnungsbau, insbesondere Mitte der neunziger Jahre zu erheblichen Über-

kapazitäten geführt, die sich nur allmählich abbauen. Weitere maßgebliche Bestimmungsgröße auf der Angebotsseite sind die Baukosten, die in den vergangenen Jahren deutlich schwächer angestiegen sind als in den anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets.

Schaubild 61



Die **Nachfrageseite** wird in der mittleren und langen Frist überwiegend von der Entwicklung der verfügbaren Einkommen, der langfristigen Zinsen und des Bevölkerungswachstums bestimmt. Unterschiedliche Faktoren haben dazu geführt, dass die Nachfrage nach Wohneigentum in Deutschland – im Gegensatz zur Entwicklung in anderen Ländern – deutlich schwächer ausfiel:

- Wirtschaftswachstum und Einkommensentwicklung waren in Deutschland in den letzten Jahren nur schwach und dämpften die Nachfrage nach Wohneigentum.
- Hinzu kommen die gesunkenen Realzinsen im Zuge der Euro-Einführung in denjenigen Mitgliedsländern, die jahrzehntelang – im Vergleich zu Deutschland – verhältnismäßig hohe Inflationsraten aufwiesen. Positive Einkommensentwicklungen und sinkende Zinsen machten dort – insbesondere in Frankreich, Irland und Spanien – nicht nur eine eigene Immobilie, sondern auch Zweitwohnungen deutlich erschwinglicher.
- Nachfragehemmend wirkt in Deutschland zudem die demografische Entwicklung. Zwar wird der zu beobachtende leichte Bevölkerungsrückgang hierzulande teilweise durch eine weiterhin sinkende Haushaltsgröße kompensiert, doch ist beispielsweise Spanien durch eine deutlich günstigere Entwicklung gekennzeichnet: Sowohl ein stärkeres Bevölkerungswachstum als auch

ein wesentlich ausgeprägter Rückgang in der Haushaltsgröße stimulieren dort die Nachfrage nach Wohneigentum und führen zu Preisanstiegen.

Weitere Einflüsse auf die Immobilienpreisentwicklung gingen zudem von der Liberalisierung der **Finanz- und Hypothekmärkte** in den achtziger und neunziger Jahren aus, die den Zugang zu den Kreditmärkten sowohl für private Haushalte als auch für institutionelle Investoren erleichterte und zu deutlich transparenteren und liquideren Immobilienmärkten geführt hat. Damit öffneten sich die Märkte für die Immobilie als Anlageobjekt, was etwa im Vereinigten Königreich, Spanien, Finnland und Schweden mit zunehmenden Umsätzen, Preissteigerungen aber auch stärkeren Preisschwankungen am Immobilienmarkt einherging. Deutschland hingegen behielt die strengen Anforderungen an den Hypothekensektor bei und zeichnet sich deshalb noch immer durch einen vergleichsweise starren Immobilienmarkt aus. Von privaten Haushalten werden Immobilien in Deutschland überwiegend zur Eigennutzung und als langfristiges Anlageobjekt erworben. Dies ist auch auf steuerliche Regelungen zurückzuführen, die die Attraktivität spekulativer Immobiliengeschäfte begrenzen. So sind Veräußerungsgewinne aus Immobiliengeschäften bis zum Ablauf der zehnjährigen Spekulationsfrist steuerpflichtig. In jüngerer Zeit war ein starkes Interesse von ausländischen Finanzinvestoren an Immobilienanlagen in Deutschland zu beobachten. Dies war zum einen auf Immobilienprivatisierungen der öffentlichen Hand und zum anderen auf die Erwartung ähnlich dynamischer Preisentwicklungen wie in anderen europäischen Ländern zurückzuführen. Darüber hinaus gibt es auch in Deutschland mit der geplanten Einführung von REITs (Real Estate Investment Trusts) Bestrebungen, die auf eine stärkere Mobilisierung des in Unternehmen gebundenen Immobilienbesitzes zielen (JG 2005 Ziffer 692). Nachdem die damit verbundenen steuerlichen Probleme überwunden werden konnten, ist derzeit angedacht, – im Gegensatz zur Praxis in anderen Ländern – Wohnimmobilien von REITs weitgehend auszunehmen.

Allgemein lässt sich zeigen, dass die Immobilienpreisentwicklung auch von der Finanzmarktstruktur und der Ausgestaltung der Hypothekarkredite abhängt. In Ländern mit marktbasierter Finanzsystemen (JG 2005 Ziffern 685 ff.) sind die Immobilienpreise in der Regel durch stärkere Anstiege und eine höhere Volatilität geprägt als in Ländern mit bankdominierten Systemen (Internationaler Währungsfonds, 2004). Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Kreditfinanzierungsmöglichkeiten in marktbasierter Systemen stärker an die Immobilienpreisentwicklung gekoppelt sind. Gleichzeitig tragen die typischerweise verwendeten Hypothekenverträge mit variabler Zinsbindung auch zur höheren Volatilität der Immobilienpreise bei. Demgegenüber kommen MacLennan et al. (1999) zu dem Ergebnis, dass Länder wie Deutschland mit überwiegend festverzinslichen Hypothekarkrediten, langen Kreditlaufzeiten, niedrigen Beleihungsgrenzen, hohen Transaktionskosten und niedrigen Wohneigentumsquoten stabilere Wohnimmobilienpreise aufweisen. Üblicherweise schwanken die Wohnimmobilienpreise derjenigen Länder weniger stark, deren Hypothekemarkt durch eine auf historischen Werten basierende Grundstücksbewertung gekennzeichnet ist (Tsatsaronis und Zhu, 2004). Anders als beispielsweise in Irland, den Niederlanden oder dem Vereinigten Königreich gibt es in diesen Ländern keine Möglichkeit, bei einer Wertsteigerung der Immobilie die Hypothek zu erhöhen und zu liquidisieren (*Mortgage Equity Withdrawal*).

### Preisblase am europäischen Immobilienmarkt?

**265.** Die starken und in einigen Ländern seit vielen Jahren andauernden Preisanstiege nähren die Befürchtung, dass es sich hierbei um spekulative Übertreibungen handeln könnte, die die Gefahr einer plötzlichen Umkehr der Immobilienpreisentwicklung mit möglicherweise schwerwiegenden realwirtschaftlichen Folgen bergen.

Anhaltende Preissteigerungen von Vermögenswerten können unterschiedliche Ursachen haben. So können diese einerseits eine Erhöhung des sogenannten Fundamentalwerts der Vermögensgegenstände – allgemein definiert als der Barwert aller zukünftigen (Netto-)Zuflüsse – widerspiegeln. Andererseits kann der Vermögenspreisanstieg aber auch durch nicht fundamentale Faktoren hervorgerufen werden. Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn eine steigende Anzahl von Marktteilnehmern in Aktien oder Immobilienvermögen investiert, weil sie mit einem anhaltenden Anstieg der Aktienkurse oder Immobilienpreise rechnen. Diese Preissteigerungserwartungen können zwar zunächst durchaus eine erwartete Erhöhung der fundamentalen Erträge widerspiegeln, bei weit verbreiteten optimistischen Erwartungen und durch die steigende Anzahl an Käufern wird der Preisanstieg allerdings beschleunigt, so dass sich die Marktpreise letztlich immer weiter von den fundamentalen Bestimmungsgrößen entfernen; es kommt zur Bildung einer spekulativen **Preisblase**. Im Gegensatz zur früheren Literatur, bei der argumentiert wurde, dass die Aktionen rationaler Wirtschaftssubjekte grundsätzlich preisstabilisierende Wirkungen entfalten (Friedman, 1953), zeigen neuere theoretische Arbeiten, dass eine solche Blasenbildung auch unter Annahme rationaler Erwartungen auftreten kann. Liegt eine spekulative Preisblase vor, wird die Entwicklung der Vermögenspreise zunehmend fragil: Sobald die Wirtschaftssubjekte ihre Fehleinschätzung erkennen oder negative Informationen veröffentlicht werden, kommt es zu panikartigen Verkäufen und starken Preisrückgängen, dem Platzen der Blase.

**266.** Zur Identifikation möglicher Preisblasen können verschiedene Ansätze und Indikatoren herangezogen werden. Mit diesen soll beurteilt werden, ob die aktuellen Wohnimmobilienpreise mit der Entwicklung der als fundamental angesehenen Einflussgrößen im Einklang stehen. Dies wird dadurch erschwert, dass diese Faktoren nicht direkt beobachtbar sind, sondern geschätzt werden müssen. Bei einem ersten Ansatz wird hierzu ein ökonometrisches Modell verwendet, bei dem verschiedene nachfrage- und angebotsseitige Determinanten der Immobilienpreisentwicklung – wie zum Beispiel das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte, Hypothekenzinsen oder auch die Baukosten – als Erklärungsvariablen berücksichtigt werden. Daneben wird der sogenannte Asset-Pricing-Ansatz verfolgt, bei dem Wohnimmobilien in erster Linie als Anlageobjekt betrachtet werden und der darauf beruht, dass sich der (fundamentale) Preis eines Hauses nicht sehr stark vom diskontierten Strom der zukünftigen Mieten unterscheiden sollte. Ferner wird davon ausgegangen, dass die Immobilienrendite, die sich näherungsweise aus dem Verhältnis der Miete zum Preis der Immobilie berechnen lässt, den Erträgen aus alternativen Anlageformen mit gleichem Risiko entsprechen sollte. Neben diesem Rentabilitätskriterium stellen Erschwinglichkeitsindikatoren, wie beispielsweise das Einkommens-Preis-Verhältnis – der Quotient aus dem nominal verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte und den Wohnimmobilienpreisen, teilweise auch bereinigt um die Veränderung der Hypothekenzinsen – ein weiteres Hilfsmittel zur Identifizierung von Preisblasen dar.

**267.** Die Evidenz für den **Euro-Raum** insgesamt ist uneinheitlich. Neuere Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass der Anstieg der Preise für Wohneigentum überwiegend auf die kräftige Immobiliennachfrage zurückzuführen ist, die wiederum vor allem von den günstigen Finanzierungskosten – den niedrigen Hypothekenzinsen sowie allgemein gelockerten Kreditvergabebedingungen – getragen wird (Europäische Zentralbank, 2006b; OECD, 2006a). Die gegenwärtige Immobilienpreisentwicklung wird von der Europäischen Zentralbank als weitgehend mit den Fundamentaldaten im Einklang stehend beurteilt. Gleichzeitig deuten aber andere Indikatoren auf eine gestiegene Gefahr einer Überbewertung hin: So liegt beispielsweise das Preis-Miet-Verhältnis mittlerweile deutlich – je nach Berechnung um 15 vH bis 25 vH – oberhalb seines historischen Durchschnitts; die positive Bewertungsdifferenz ist dabei bedeutend größer als in der letzten Phase kräftiger Immobilienpreisanstiege, die Ende der achtziger Jahre einsetzte.

Deutlichere Anzeichen einer Überbewertung liegen für einzelne Mitgliedsländer des Euro-Raums vor. So zeigen verschiedene Untersuchungen eine mögliche Überhitzung des Wohnimmobilienmarkts in Spanien an; einige Indikatoren weisen zudem auf entsprechende Risiken in Frankreich und Italien hin. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die Gefahr einer deutlichen Korrektur der Immobilienpreise bei einem Anstieg des Zinsniveaus auch in anderen Ländern zunehmen würde (OECD, 2006b).

### **Makroökonomische Folgen des Platzens von Vermögenspreisblasen**

**268.** Bei einem plötzlichen Preiseinbruch – am Immobilienmarkt oder auch am Aktienmarkt – kann es zu schwerwiegenden makroökonomischen Instabilitäten kommen. Vermögenspreise können den Konsum und die private Investitionsgüternachfrage im Wesentlichen über **vier Kanäle** beeinflussen: die Auswirkungen auf das Vermögen, die Bilanzen, die Kapitalkosten und die Erwartungen der Wirtschaftsakteure. Ein Rückgang der Vermögenspreise schmälert das Vermögen der privaten Haushalte, die daraufhin ihren Konsum einschränken. Zudem verschlechtern sich die Bilanzen der privaten Haushalte und der Unternehmen. Kreditsicherheiten verlieren an Wert, und Schuldner – insbesondere auch private Haushalte mit hohen Hypothekenschulden – geraten in Zahlungsschwierigkeiten. Die Ausfallwahrscheinlichkeit von Krediten steigt, was in Insolvenzfällen auch die Bilanzen der kredit gebenden Finanzinstitute belastet. Neben erhöhten Finanzierungskosten aufgrund verschlechterter Unternehmensbilanzen könnte sich der Zugang zur Bankkreditfinanzierung auch dadurch verschlechtern, dass die Banken in Folge der Verschlechterung ihrer Bilanzen zögern, weitere Risiken einzugehen und stattdessen ihr Kreditangebot einschränken. Beide Effekte führen zu einem Sinken des Investitionsvolumens. Dieser Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage kann wiederum über sinkende finanzwirtschaftliche Überschüsse (*Cash Flows*) und damit der Verschlechterung der internen Finanzierungsmöglichkeiten mit zusätzlichen verstärkenden Rückkoppelungseffekten verbunden sein. Im Fall eines Preisrutsches an den Immobilienmärkten kommt ein weiterer Kanal hinzu; hierbei wird die konjunkturelle Entwicklung zudem durch die abnehmende Bautätigkeit und den dadurch ausgelösten Rückgang der Investitionen belastet.

Insbesondere bei einem Rückgang der Aktienkurse können darüber hinaus auch Erwartungs- oder Vertrauenseffekte eine Rolle spielen. Aktienkurse spiegeln die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Unternehmensgewinne und Dividenden wider, so dass sie somit auch

Aufschluss über die zukünftige Wirtschafts- und Beschäftigungsentwicklung geben. Entsprechend revidierte Erwartungen könnten somit ebenfalls zu einem Rückgang der privaten Konsum- und Investitionsausgaben beitragen. Die schwächere Nachfrage wird sich darüber hinaus auch in den Verbraucherpreisen niederschlagen; dann besteht die Gefahr, dass eine Vermögenspreisdeflation in eine Verbraucherpreisdeflation übergeht.

**269.** Die makroökonomischen Folgen von Einbrüchen bei Vermögenspreisen sind beträchtlich, wobei starke Preisrückgänge bei Wohnimmobilien zwar seltener auftreten als am Aktienmarkt, jedoch mit deutlich stärkeren Vermögenseffekten einhergehen. In einer Untersuchung des Internationalen Währungsfonds (2003), bei der die Folgen von starken Vermögenspreiseinbrüchen in verschiedenen Industrieländern nach dem zweiten Weltkrieg betrachtet wurden, zeigt sich, dass die Verluste – gemessen an der Differenz zwischen dem Niveau des realen **Bruttoinlandsprodukts** drei Jahre nach Platzen der Vermögenspreisblase und dem extrapolierten Niveau unter Fortschreibung der Wachstumsrate vor Einsetzen des Vermögenspreiserückgangs – bei Immobilienpreisblasen mit durchschnittlich **rund 8 vH** doppelt so hoch ausfallen wie bei starken Aktienkursrückgängen. Dieser Befund wird zudem von anderen empirischen Untersuchungen bestätigt (Bandholz et al., 2006; Internationaler Währungsfonds, 2003; Cecchetti, 2006). Zurückgeführt werden diese höheren volkswirtschaftlichen Kosten von Immobilienpreisblasen auf die größere Verbreitung von Immobilienvermögen, die zum einen mit stärkeren negativen Vermögenseffekten auf den privaten Konsum einhergeht. Zum anderen werden Immobilienvermögen in stärkerem Umfang zur Besicherung von Krediten herangezogen; bei starken Immobilienpreiserückgängen ist es daher wahrscheinlicher, dass auch die Bilanzen der Kreditinstitute negativ betroffen sind.

**270.** Neben negativen konjunkturellen Effekten kann von Vermögenspreisblasen somit auch eine Gefährdung der **Finanzstabilität** ausgehen. Starke Rückgänge im Hypothekengeschäft, Bewertungsverluste auf Grund höherer Ausfallrisiken für Kredite, aber auch bei Wertpapieren und Beteiligungen mit Bezug zur Entwicklung am Immobilienmarkt stellen den Bankensektor vor erhebliche Herausforderungen; im Extremfall droht eine Bankenkrise, die wegen eventueller Ansteckungseffekte mit hohen gesamtwirtschaftlichen Kosten verbunden wäre. Aufgrund der internationalen Finanzbeziehungen wäre in diesem Fall auch mit negativen Auswirkungen auf andere Länder zu rechnen. Somit kann im ungünstigen Fall bereits das Platzen einer Immobilienpreisblase in einem oder in einigen wenigen Mitgliedsländern des Euro-Raums zu einer allgemeinen Gefährdung der Finanzstabilität führen.

### **Immobilienpreisblasen – eine Herausforderung für die Geldpolitik**

**271.** Vermögenspreisblasen stellen Zentralbanken vor große Herausforderungen. Zum einen können sowohl in Perioden stark ansteigender Vermögenspreise als auch bei einer plötzlichen Korrektur über die Auswirkungen auf die aggregierte Nachfrage Risiken für die Preisniveaustabilität entstehen. Zum anderen haben Zentralbanken aber auch ein besonderes Interesse an der Sicherung der Finanzstabilität – nicht allein, weil sich hierzu viele Zentralbanken, wie auch die Europäische Zentralbank, neben der Preisniveaustabilität explizit verpflichtet haben, sondern auch, weil die Finanzstabilität direkte Implikationen für die Transmission geldpolitischer Impulse und damit die Wirksamkeit der Geldpolitik hat. So gehen in Zeiten von Finanzkrisen aufgrund steigender Risikoprämien und bei auftretender Kreditrationierung von Zinssenkungen in der Regel nur eingeschränkte

Für eine Beibehaltung der monetären Analyse sprechen zum einen neuere empirische Untersuchungen, die die Prognosefähigkeit monetärer Indikatoren hinsichtlich der zukünftigen Preisniveauentwicklung untermauern. Zum anderen kann die monetäre Analyse aber auch Aufschluss über Risiken für die Stabilität der Finanzmärkte geben, wodurch sie über das Ziel der Preisniveaustabilität hinaus eine wichtige zusätzliche Dimension in den geldpolitischen Entscheidungsprozess einbringt. In dieser Hinsicht weist die Zwei-Säulen-Strategie der Europäischen Zentralbank auch in der Kommunikation Vorteile gegenüber dem Inflation Targeting auf.

Mit der Beibehaltung der monetären Analyse bleiben aber auch die Nachteile in der Kommunikation bestehen, die dann auftreten, wenn die Signale der wirtschaftlichen Analyse und der monetären Analyse nicht gleichgerichtet sind. Diese können nur dann überwunden werden, wenn es der Europäischen Zentralbank noch besser gelingt zu klären, wie die Ergebnisse dieser beiden Säulen gewichtet werden.

Zur Verbesserung der Transparenz sollte sich die Europäische Zentralbank grundsätzlich die diesbezüglichen Vorteile des Inflation Targeting noch stärker zu Eigen machen und ihre Kommunikation stärker auf Inflationsprognosen fokussieren; die Transparenz hinsichtlich der Gewichtung der wirtschaftlichen Analyse und der monetären Analyse bei der geldpolitischen Entscheidung könnte hierbei durch eine Gegenüberstellung realwirtschaftlicher und monetärer Inflationsprognosen erhöht werden. Da zudem der Referenzwert die Gefahr birgt, dass die monetäre Analyse zu eng verstanden wird und eine allzu mechanistische Interpretation in der Vergangenheit oftmals zu Missverständnissen geführt hat, sollte in diesem Zusammenhang zusätzlich die Abschaffung des Referenzwerts angestrebt und längerfristig durch eine monetäre Inflationsprognose ersetzt werden. Forderungen nach einer Erhöhung der Transparenz durch eine Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle des EZB-Rats sind hingegen abzulehnen.

---

### **Exkurs: Zur Gefahr von Immobilienpreisblasen**

**261.** Die letzten beiden Jahrzehnte waren geprägt von anhaltenden Anstiegen und starken Rückgängen von Vermögenspreisen, die mit teilweise schwerwiegenden negativen Auswirkungen auf die makroökonomische Entwicklung der betroffenen Länder einhergingen. So waren derartige Preisblasen beispielsweise Ende der achtziger Jahre am Immobilienmarkt in Japan sowie zehn Jahre später im Zuge des New Economy-Booms an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten und Europa zu beobachten. Anhaltend starke Preisanstiege an den Immobilienmärkten gaben zuletzt erneut Anlass zu Befürchtungen, dass es zur Bildung und zum anschließenden Platzen von Immobilienpreisblasen kommen könnte. Außer im Vereinigten Königreich wiesen auch im Euro-Raum einige Indikatoren auf eine wachsende Gefahr einer möglichen Überbewertung hin.

Vermögenspreisblasen stellen insofern eine Gefahr dar, als bei einer plötzlichen Korrektur der Vermögenspreisentwicklung, dem so genannten Platzen einer Vermögenspreisblase, nicht allein eine starke Dämpfung der konjunkturellen Entwicklung droht, sondern zudem die Stabilität des Finanzsystems gefährdet sein kann. Diese Gefahren stellen auch die Geldpolitik vor neue Herausforderungen, die in diesem Exkurs mit besonderem Blick auf den Euro-Raum aufgezeigt werden sollen.

expansive Effekte aus. Zudem kommt im Extremfall erschwerend hinzu, dass es Zentralbanken nicht möglich ist, den Marktzins unter null zu senken.

**272.** Angesichts der hohen volkswirtschaftlichen Kosten ist es naheliegend zu fragen, ob und in welchem Umfang die Geldpolitik Maßnahmen ergreifen sollte, um die Entstehung von Vermögenspreisblasen zu verhindern. Diese Frage ist in der wissenschaftlichen Literatur in den letzten Jahren intensiv diskutiert worden, wobei die Antwort nach wie vor umstritten bleibt. So besteht zwar in mehrerlei Hinsicht Einigkeit, und es wird allgemein für wünschenswert gehalten, derartige Entwicklungen zu verhindern (wobei die Geldpolitik in einem ersten Schritt vermeiden sollte, durch ihre Zinspolitik selbst zur Entstehung von Vermögenspreisblasen beizutragen), angesichts verschiedener Probleme bei der praktischen Umsetzung wird eine präventive Zinspolitik jedoch weiterhin von einigen Ökonomen insgesamt sehr kritisch gesehen. So zeigen verschiedene Modellrechnungen, dass eine wirksame präventive Geldpolitik voraussetzt, dass Vermögenspreisblasen bereits möglichst früh erkannt werden. Darüber hinaus hängt die optimale geldpolitische Reaktion auch von den speziellen stochastischen Eigenschaften der Vermögenspreisblase ab (Gruen et al., 2003). Weitere Probleme können bei der Kommunikation präventiver Zinsschritte auftreten.

Die gegensätzlichen Ansichten basieren im Wesentlichen auf unterschiedlichen Einschätzungen darüber, ob diese Probleme überwunden werden können. Während Kritiker einer **präventiven Politik** zinspolitische Reaktionen auf Vermögenspreisänderungen nur insofern für gerechtfertigt halten, soweit sich diese in den erwarteten Inflations- und Outputgrößen niederschlagen, vertreten Befürworter einer solchen Politik die Ansicht, dass Eingriffe der Zentralbank auch bei günstigen Inflations- und Outputprognosen sinnvoll sein können. Eine frühzeitige präventive Straffung wird hierbei als Absicherung gegen das Risiko späterer schwerwiegender wirtschaftlicher Folgen betrachtet, mit dem Preis, dass die Zinsen bei Durchführung einer derartigen Politik kurzfristig höher sind, als dies sonst der Fall gewesen wäre. Grundsätzlich wird ein solches präventives Vorgehen jedoch nur bei außergewöhnlichen Entwicklungen in Erwägung gezogen; eine generelle Steuerung von Vermögenspreisen wird allgemein abgelehnt. Zudem besteht ebenso Einigkeit darüber, dass Zentralbanken bei einer akuten Gefährdung der Finanzstabilität nach dem Platzen einer Vermögenspreisblase ausreichend Liquidität bereitstellen sollten.

**273.** Unabhängig davon, wie die praktischen Probleme der Umsetzbarkeit und damit die Frage nach der optimalen geldpolitischen Reaktion auf Vermögenspreisblasen letztlich insgesamt beurteilt werden, stellt sich für die **Europäische Zentralbank** mit Blick auf Reaktionen auf mögliche Immobilienpreisblasen im Euro-Raum zusätzlich das Problem, dass die Entwicklung der Immobilienmärkte in den einzelnen Ländern des Euro-Raums sehr heterogen verläuft. Allein aus diesem Grund scheint eine präventive Zinspolitik derzeit nicht angemessen zu sein.

**274.** Wenngleich die Stabilität des Finanzsystems im Euro-Raum auch dann gefährdet sein kann, wenn es lediglich in einem Mitgliedsland oder in wenigen Ländern zu einem Platzen einer Vermögenspreisblase kommt – nämlich dann, wenn Ansteckungseffekte auftreten –, so stellen in diesem Fall aufsichtsrechtliche Schritte geeignete Maßnahmen dar. Diese können darauf zielen, Blasenentwicklung von vornherein zu verhindern. Umso wichtiger für die Finanzstabilität im gesamten Euro-Raum ist aber, mögliche Ansteckungseffekte von vornherein dadurch auszuschließen, dass

die Aufsichtsbehörden im jeweiligen Land frühzeitige Schritte ergreifen, um eine mögliche Bankenkrise zu vermeiden.

Aufsichtsrechtliche Maßnahmen, mit denen die Entwicklung von Vermögenspreisblasen frühzeitig eingedämmt oder verhindert werden soll, zielen insbesondere auf eine Eindämmung der Kreditvergabe in Zeiten ansteigender Vermögenspreise. Dies kann entweder durch variable Kapitalanforderungen, bei denen die Schwellenwerte je nach zyklischer Lage variieren, erreicht werden oder über Verpflichtungen zu einem verstärkten Aufbau von Rückstellungen für Kreditausfälle oder durch die Forderung erhöhter Sicherheiten bei Wohnungsbaukrediten in Zeiten steigender Vermögenspreise. Zur Verhinderung und Vorbeugung möglicher Bankenkrisen sollten zudem vermehrt Stresstest durchgeführt werden, um systemische Risiken früher zu erkennen und stärker ins öffentliche Bewusstsein zu rücken.

---

### Literatur

- Assenmacher-Wesche, K. und S. Gerlach (2006) *Interpreting Euro Area Inflation at High and Low Frequencies*, CEPR Discussion Paper 5632, London, Centre for Economic Policy Research.
- Bandholz, H., O. Hülsewig, G. Illing und T. Wollmershäuser (2006) *Gesamtwirtschaftliche Folgen von Vermögenspreisblasen im internationalen Vergleich*, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung, München.
- Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2006) *76. Jahresbericht*.
- Bean, C. (2003) *Asset prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough?*, in: Hunter, W. C., G. G. Kaufman und M. Pomerleano (Hrsg.) *Asset price bubbles: The implications for monetary, regulatory, and international policies*, Cambridge, 48 - 76.
- Bernanke, B. (2004) *The Great Moderation*, Vortrag anlässlich des Treffens der Eastern Economic Association am 20. Februar 2004 in Washington.
- Blinder, A. S. (1997) *What central bankers can learn from academics – and vice versa*, Journal of Economic Perspectives 11, 2, 3 - 19.
- Bordo, M. und O. Jeanne (2002) *Boom-bust cycles in asset prices, economic instability, and monetary policy*, NBER Working Paper 8966.
- Borio, C. E. V. und P. Lowe (2002) *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS Working Papers 114.
- Borio, C. und P. Lowe (2003) *Imbalances or “bubbles”? Implications for monetary and financial stability*, in: Hunter, W. C., G. G. Kaufman und M. Pomerleano (Hrsg.) *Asset price bubbles: The implications for monetary, regulatory, and international policies*, Cambridge, 247 - 270.
- Borio, C. und P. Lowe (2004) *Securing sustainable price stability: should credit be back from the wilderness?* BIS Working Papers No. 157.
- Brand, C. und N. Cassola (2004) *A money demand system for the euro area M3*, Applied Econometrics 36, 8, 817 - 838.
- Carstensen, K. (2004) *Is money demand still stable?*, Kieler Arbeitspapiere 1179.
- Catte, P., N. Girouard, R. Price und C. André (2004) *Housing markets, wealth and the business cycle*, OECD Economics Department Working Papers, No. 394.
- Cecchetti, S. G. (2006) *Measuring the macroeconomic risks posed by asset price booms*, NBER Working Paper 12542.
- Detken, C. und F. Smets (2004) *Asset price booms and monetary policy*, ECB Working Paper No. 364.
- Dreger, C. und J. Wolters (2006) *Investigating M3 money demand in the euro area. New evidence based on standard models*, DIW Berlin Diskussionspapier 561/2006.
- Europäische Zentralbank (2004) *Die Geldpolitik der EZB*, Frankfurt am Main.