

**WIFO**

A-1103 WIEN, POSTFACH 91  
TEL. 798 26 01 • FAX 798 93 86

 **ÖSTERREICHISCHES INSTITUT FÜR  
WIRTSCHAFTSFORSCHUNG**

**Einfluss der Haus- und Wohnungs-  
preise auf Wirtschaftswachstum  
und Inflation**

**Markus Marterbauer, Ewald Walterskirchen**

**August 2005**

# **Einfluss der Haus- und Wohnungspreise auf Wirtschaftswachstum und Inflation**

**Markus Marterbauer, Ewald Walterskirchen**

Studie des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung  
im Auftrag der Oesterreichischen Nationalbank

Begutachtung: Franz R. Hahn

Wissenschaftliche Assistenz: Michael Gort, Martha Steiner

August 2005

# Einfluss der Haus- und Wohnungspreise auf Wirtschaftswachstum und Inflation

Markus Marterbauer, Ewald Walterskirchen

## Inhaltsverzeichnis

<b>1.</b>	<b>Wachstumsunterschiede innerhalb der EU 15</b>	<b>1</b>
1.1	<i>Angelsächsisch-nordeuropäische und mitteleuropäische Ländergruppe</i>	1
1.2	<i>Entwicklung der Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage</i>	2
<b>2.</b>	<b>Theoretische Überlegungen und Regressionsgleichungen</b>	<b>4</b>
<b>3.</b>	<b>Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise</b>	<b>7</b>
<b>4.</b>	<b>Der Zusammenhang zwischen Hauspreisen und Wohnbauinvestitionen</b>	<b>12</b>
<b>5.</b>	<b>Der Einfluss der Haus- und Wohnungspreise auf den privaten Konsum</b>	<b>14</b>
5.1	<i>Übertragungskanäle von Vermögenseffekten</i>	15
5.2	<i>Ergebnisse empirischer Untersuchungen</i>	17
5.3	<i>Haus- und Wohnungspreise und Konsum</i>	18
<b>6.</b>	<b>Die Struktur der Finanzmärkte als ein wichtiger Bestimmungsgrund der Unterschiede zwischen nord- und mitteleuropäischen Ländern</b>	<b>19</b>
<b>7.</b>	<b>Haus- und Wohnungspreise und Inflation</b>	<b>25</b>
<b>8.</b>	<b>Risiken der Volatilität der Immobilienmärkte für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung</b>	<b>26</b>
8.1	<i>Versuche zur Stabilisierung der Immobilienmärkte in Großbritannien</i>	27
8.2	<i>Hohe gesamtwirtschaftliche Kosten des Platzens der Immobilienblase in Schweden</i>	30
8.3	<i>Platzen der Immobilienblase und Deflationsproblem in Japan</i>	31
<b>9.</b>	<b>Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen</b>	<b>32</b>
<b>10.</b>	<b>Zusammenfassung</b>	<b>34</b>
	<b>Literaturhinweise</b>	<b>37</b>
	<b>Anhang</b>	<b>38</b>

## 1. Wachstumsunterschiede innerhalb der EU 15

Im Einleitungskapitel stellen wir die Stylized Facts dar: die Konjunktur- und Wachstumsunterschiede zwischen den EU-Staaten. Seit 1995 wächst die Wirtschaft der angelsächsisch-nord-europäischen Ländergruppe deutlich rascher als jene Mitteleuropas. Wohnbau und Konsum sind nachfrageseitig primär dafür verantwortlich. Danach präsentieren wir unsere theoretische Erklärung dafür: die Unterschiede in der Entwicklung der Häuser- und Wohnungspreise sowie des Wohnbauzyklus.

Wir bringen empirische Belege für unsere These zur Erklärung der Unterschiede an Hand der Entwicklung der Häuserpreise und ihrer Auswirkungen auf Konsum und Wohnbau. Darüber hinaus zeigen wir den Einfluss der Immobilienpreise in einer Wachstumsgleichung (Querschnittsregression).

### 1.1 Angelsächsisch-nordeuropäische und mitteleuropäische Ländergruppe

In den letzten zehn Jahren haben sich merkliche Unterschiede im Wirtschaftswachstum zwischen den europäischen Industrieländern ergeben. Besonders erfolgreich waren die angelsächsisch-nordeuropäische Ländergruppe (Skandinavien, Großbritannien, Irland, Niederlande) sowie einige im wirtschaftlichen Aufholprozess befindliche Länder Südeuropas (insbesondere Spanien). Das Wirtschaftswachstum reichte in diesen Ländern im Zeitraum 1995/2003 von durchschnittlich 2% pro Jahr in Dänemark bis 8% in Irland. Im Durchschnitt wies diese Ländergruppe ein Wirtschaftswachstum von etwa 3% pro Jahr auf.

Dies ist deutlich mehr als in Mitteleuropa. Das durchschnittliche Wirtschaftswachstum lag in Deutschland, Italien, Frankreich, Schweiz und Österreich in den Jahren 1995 bis 2003 nur etwa halb so hoch: bei real 1½% pro Jahr. Es reichte von 1¼% in Deutschland bis 2% in Frankreich.

Kumuliert bedeuten diese unterschiedlichen Wachstumsraten erhebliche Differenzen in der Entwicklung des Wohlstands, und sie bringen auch merkliche gesamtwirtschaftliche Konsequenzen mit sich:

- Der Wohlstand entwickelte sich innerhalb der EU sehr unterschiedlich. Das BIP pro Kopf zu Preisen und Kaufkraftparitäten von 2000 stieg in der Periode von 1995 bis 2003 in Relation zum Durchschnitt der OECD: in Großbritannien um 5 Prozentpunkte, in Spanien um 6 und in Irland sogar um 34 Prozentpunkte. Demgegenüber sank es in Deutschland (-6 Prozentpunkte), Italien (-4 Prozentpunkte) und Frankreich (-1 Prozentpunkte).
- Die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt hängt primär vom Wirtschaftswachstum ab. Je mehr Güter und Dienstleistungen produziert werden, umso stärker erhöht sich die Zahl der Beschäftigten. Während die Beschäftigung im Jahr 2003 in Irland um 37%, in Spanien um 24% und Großbritannien um 11% über dem Niveau von 1995 lag, betrug der Zuwachs in Deutschland nur 4%. Die Kausalrichtung vom Wirtschaftswachstum zur Beschäftigung ist

eindeutig, der Arbeitsmarkt reagiert erst mit einer Verzögerung von etwa einem Jahr auf die Wirtschaftsentwicklung.

- Das Wirtschaftswachstum determiniert über die Wirkungen der automatischen Stabilisatoren auch in erheblichem Ausmaß die Entwicklung der öffentlichen Haushalte. Das Finanzierungsdefizit des Staates lag in den schwach wachsenden Ländern des Euro-Raums in den letzten Jahren oft nahe oder über dem Referenzwert von 3% des BIP. Demgegenüber konnten viele stark wachsende Länder Budgetüberschüsse erzielen oder zumindest trotz stark steigender Staatsausgaben die Nachhaltigkeit in der Finanzierungsposition der öffentlichen Finanzen sicherstellen. In Großbritannien konnte deshalb in der europäischen Wirtschaftskrise der letzten Jahre eine ausgeprägte antizyklische Wirtschaftspolitik verfolgt werden.

## **1.2 Entwicklung der Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage**

Wir können vereinfacht sagen, dass von den vier wichtigsten Nachfrageaggregaten Exporte und Ausrüstungsinvestitionen primär mit Wettbewerbsfähigkeit, Bau und Konsum dagegen primär mit Inlandsnachfrage in Verbindung stehen. Exporte und Marktanteile am Weltmarkt sind die klassischen Indikatoren der internationalen Wettbewerbsfähigkeit eines Landes. Wir ziehen die Exporte als Indikator dem realen Außenbeitrag vor, da letzterer stark vom Einfluss der Inlandsnachfrage auf die Importe abhängt. In den letzten Jahrzehnten sind die Ausrüstungsinvestitionen immer stärker zu einem Standortfaktor geworden. Die Investitionstätigkeit wird deshalb zunehmend von der preislichen und strukturellen Wettbewerbsfähigkeit eines Landes beeinflusst. Multinational tätige Unternehmen können seit der Liberalisierung der Finanz- und Kapitalmärkte relativ leicht auf Kostenunterschiede und Wechselkursentwicklungen mit den Zulieferungen intermediärer Güter sowie der Verlagerung von Produktionsstandorten reagieren. Soweit die Unternehmen Betriebsstätten in vielen Ländern haben, können sie ihre Produktionsausweitung an den aktuellen Standortvorteilen orientieren. Bei Lohnverhandlungen ist deshalb die Abwanderung von Arbeitsplätzen ins billigere Ausland eine ständige Drohung. Allerdings machen die "Netto-Direktinvestitionen" – die Differenz der Direktinvestitionen österreichischer Firmen im Ausland und ausländischer Firmen in Österreich – auch heute noch einen geringen Prozentsatz der Gesamtinvestitionen aus. Wesentlich wichtiger sind Zulieferungen aus Niedriglohnländern.

Paul Krugman hat davor gewarnt, die Bedeutung der Wettbewerbsfähigkeit für die wirtschaftliche Entwicklung der einzelnen Staaten zu überschätzen (Krugman 1994). Es gibt keinen Kampf der Nationen. Eine wichtige Rolle für das Wirtschaftswachstum spielen auch Konsum und Bauinvestitionen. Diese beiden typischen Komponenten der Inlandsnachfrage können zwar von der Export- und Investitionsentwicklung beeinflusst sein, sie können sich aber auch autonom entwickeln. Für die Bauwirtschaft ist seit langem bekannt, dass sie ihren eigenen Zyklus hat, der manchmal, aber nicht immer der Industriekonjunktur nachhinkt. Während der investitionsbestimmte Zyklus in der Regel eine Dauer von 7 bis 10 Jahren aufweist ("Juglar-

Zyklus"), dauert der Immobilien-Zyklus meist doppelt so lang (15 bis 20 Jahre). Das theoretische Axiom, dass das Wirtschaftswachstum mittelfristig rein angebotsbestimmt ist und die Nachfrage nur kurzfristige Schwankungen verursacht wird dadurch in Zweifel gezogen. Die "kurzfristigen" Schwankungen bei Wohnimmobilien dauern bis zu 20 Jahre. Scheinbare Wachstumsunterschiede können sich deshalb als konjunkturelle Abweichungen entpuppen. Im letzten Jahrzehnt zeigte sich weiters, dass sich auch der private Konsum von der Industriekonjunktur abkoppeln kann. Steigende Immobilienpreise und Aktienkurse erhöhen die Konsumneigung, insbesondere in Ländern mit liquiden Vermögenmärkten und vermögensorientiertem Kreditrahmen. Der starke Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte in den USA, Großbritannien und Skandinavien während der neunziger Jahre macht dies deutlich. Die Sparquote reagiert aber auch auf einen Verfall der Immobilienpreise bzw. Aktienkurse und macht den privaten Konsum damit volatiler.

*Übersicht 1: Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage*

Ø 1995/2003

	BIP	Privater Konsum	Ausrüstungs- investitionen	Bau- investitionen Insgesamt	Wohnbau	Exporte
	Jährliche Veränderung in %, real					
Irland	+ 8,1	+ 6,1	+ 8,6	+ 10,0	+ 10,9	+ 11,6
Finnland	+ 3,6	+ 3,2	+ 1,9	+ 5,0	+ 5,9	+ 7,3
Spanien	+ 3,4	+ 3,4	+ 4,9	+ 4,7	+ 6,3	+ 7,3
USA	+ 3,3	+ 3,9	+ 6,7	+ 3,0	+ 4,7	+ 3,6
Großbritannien	+ 2,8	+ 3,6	+ 4,3	+ 5,4	+ 2,8	+ 4,5
Schweden	+ 2,6	+ 2,5	+ 3,6	+ 0,5	+ 3,7	+ 6,4
Niederlande	+ 2,5	+ 2,7	+ 2,9	+ 1,6	+ 0,9	+ 4,9
Frankreich	+ 2,1	+ 2,2	+ 4,7	+ 1,0	+ 2,3	+ 5,1
Dänemark	+ 2,1	+ 1,1	+ 6,8	+ 3,0	+ 4,0	+ 5,8
Österreich	+ 2,0	+ 2,1	+ 3,6	+ 0,5	- 3,0	+ 7,6
Italien	+ 1,5	+ 1,9	+ 3,3	+ 2,2	+ 1,3	+ 1,7
Schweiz	+ 1,4	+ 1,5	+ 2,9	- 1,3	- 3,4	+ 4,6
Deutschland	+ 1,2	+ 1,3	+ 1,9	- 2,6	- 2,0	+ 6,7
Japan	+ 1,2	+ 1,0	+ 1,2	- 1,7	- 3,8	+ 5,0

Q: Eurostat, OECD, WIFO-Berechnungen. – Gereiht nach BIP.

Wenn wir die gesamtwirtschaftlichen Nachfragekomponenten seit 1995 betrachten, sehen wir besonders große Unterschiede zwischen den Ländern bezüglich der Wohnbauentwicklung. Insgesamt ergibt sich folgendes Bild: Die Entwicklung der Ausfuhren war für die Unterschiede im BIP-Wachstum nicht entscheidend. Auch in einigen Ländern, die wirtschaftliche Nachzügler waren, stiegen die Ausfuhren kräftig. Wahrscheinlich trug hier auch die schwache Inlandsnachfrage zur verstärkten Exportorientierung bei. Die Exporte stiegen 1995/2003 in Irland, Spanien, Österreich, Deutschland und den skandinavischen Ländern besonders stark. Hier spielten offenbar die Folgewirkungen der Währungsabwertungen (Finnland, Schweden), der Ostöffnung (Österreich, Deutschland, Finnland) und der Aufstieg der Informations- und Kommunikationstechnologien (Irland, Skandinavien) eine besondere Rolle. Außerordentlich

schwach entwickelte sich der Export Italiens seit 1995. (Es wäre noch zu prüfen, inwieweit dies mit einem hohen Lira-Kurs beim Eintritt in die Währungsunion zu tun haben könnte.)

Die Unterschiede in der Investitionstätigkeit spielten – wie von der Theorie her zu erwarten – eine wichtige Rolle bei der Erklärung der Wachstumsunterschiede. Die Ausrüstungsinvestitionen expandierten in Irland, Dänemark, USA und Spanien besonders rasch. Nachzügler waren hier Deutschland und Japan, aber überraschenderweise auch Finnland. Abgesehen von Zufälligkeiten der Periodenabgrenzung könnte es hier auch statistische Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen Investitionen und Konsum (z. B. bei Software) geben.

Die Übersicht 1 zeigt deutlich, dass es bei der Entwicklung der Wohnbauinvestitionen die größten Unterschiede zwischen den Ländern gab. In Deutschland, Japan, Österreich und der Schweiz drückten die Wohnbauinvestitionen das Wirtschaftswachstum deutlich, in Irland, Spanien, USA und den skandinavischen Ländern beschleunigten sie es. Die Unterschiede in den gesamten Bauinvestitionen wurden von der Wohnbautätigkeit dominiert. Der Wohnungsneubau sollte nicht einfach als Folge der BIP- und Einkommensentwicklung gesehen werden, hier herrschen eigene Gesetze. Bevölkerungsentwicklung, Immobilienpreise, Zinssätze und Förderungsprogramme beeinflussen die Wohnbauzyklen entscheidend.

Auch die Entwicklung des privaten Konsums wies große Unterschiede zwischen den Ländern auf. In der angelsächsisch-nordeuropäischen Ländergruppe wuchs der private Konsum seit 1995 weit rascher als in der mitteleuropäischen. Da der private Konsum meist 60% des BIP ausmacht, gehen die länderspezifischen Differenzen der Konsum- und BIP-Entwicklung weitgehend parallel. Eine hohe Konsumsteigerung kann die Folge dynamischer Investitionen und Exporte sein, sie kann aber auch durch Aktienkurse, Immobilienpreise, Wohnbauzyklen oder eine weitgehend autonome Zunahme der Konsumkredite bewirkt werden. Versuche einer Erklärung der Wachstumsunterschiede zwischen den EU-Staaten sollten deshalb die Bestimmungsgründe der Inlandsnachfrage nicht vernachlässigen.

## **2. Theoretische Überlegungen und Regressionsgleichungen**

Für die Erklärung der markanten Wachstumsunterschiede wurden zahlreiche Ansätze diskutiert. Neoklassisch orientierte Ökonomen haben die Strukturreformen, den Abbau des Sozialstaats, die Deregulierung, die Lohnzurückhaltung und die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes besonders betont. Keynesianisch orientierte Ökonomen stellten die expansive Orientierung der Makropolitik in rasch wachsenden Ländern in den Mittelpunkt. Industrie- und Wachstumsökonomien konzentrierten sich auf die positiven Auswirkungen höherer Ausgaben für Forschung und Bildung. Ein Faktor wurde in der Diskussion der Wachstumsdifferenzen bisher wenig diskutiert: der Einfluss der Immobilienpreise auf Konsum und Wohnbau. Gerade dieser Einflussfaktor scheint jedoch in den letzten zehn Jahren eine erhebliche Rolle gespielt zu haben.

Nach unserer Auffassung spielen der Einsatz von Informationstechnologien, Forschung und Entwicklung sowie Bildung für die langfristigen Wachstumsunterschiede hoch entwickelter Industrieländer eine entscheidende Rolle. Die Bereitschaft zu ausgeprägter antizyklischer Politik – in USA und Großbritannien im Gegensatz zur EU – erklärt die unterschiedliche Dauer der Rezessionsphasen. Für die mittelfristigen Unterschiede in der BIP-Entwicklung der EU-Staaten über einen Zeitraum von 5 bis 10 Jahren spielen jedoch auch die Volatilität der Immobilienpreise und die damit verbundenen Wohnbau- und Konsumzyklen eine wichtige Rolle.

Da sich die günstige bzw. ungünstige wirtschaftliche Entwicklung der Länder weitgehend geographischen Großregionen zuordnen lässt, könnten Systemunterschiede (etwa im Finanz- und Bankenwesen) bedeutsam sein. Es kann aber auch angebots- und nachfrageseitige Spillovers von einem Land zum anderen geben.

Wir versuchen hier, den Einfluss der Hauspreise auf die Wachstumsunterschiede zu testen. Das Wirtschaftswachstum wird meist als eine Funktion der Investitionstätigkeit, des BIP pro Kopf und verschiedener anderer Faktoren (z. B. F&E, IKT) gesehen. Wir führen in einer internationalen Querschnittsregression (13 Länder<sup>1)</sup>) für die Periode 1995/2003 neben der Investitionsentwicklung die Steigerung der Hauspreise ein. In anderen Varianten wird auch der Einfluss von Investitionen und Hauspreisen isoliert betrachtet. Weiters werden die Hauspreise auch verzögert, um dem Argument zu begegnen, dass die Kausalität in die andere Richtung verlaufe – d. h. etwa dass eine Rezession gleichzeitig ein Fallen der Hauspreise bewirke.

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse sind in der Übersicht 2 dargestellt: In einer Einfachregression ist der Einfluss der Hauspreise auf die Wachstumsunterschiede hoch signifikant. Jener der Ausrüstungsinvestitionen liegt etwas unter der Signifikanzgrenze. Die Hauspreise allein "erklären" gut die Hälfte der Wachstumsunterschiede ( $r^2 = 0,6$ ). Wenn beide Variablen zur Erklärung der Wachstumsunterschiede verwendet werden, bleibt der Einfluss der Hauspreise hoch signifikant, jener der Investitionen fällt deutlich unter die Signifikanzgrenze. Ein Anstieg der realen Hauspreise um 1% gegenüber dem Durchschnitt geht mit einem überdurchschnittlichen Wirtschaftswachstum im Ausmaß von etwa 0,15% einher. Rückwirkungen vom (konsum- und wohnbaugetragenen) Wirtschaftswachstum auf die Hauspreise sind nicht auszuschließen.

---

<sup>1)</sup> Irland wurde aus der Querschnittsregression ausgenommen, da es durch seine Extremposition die Ergebnisse verzerrt hätte.



## Übersicht 2: Ergebnisse der internationalen Querschnittsanalyse

### Wirtschaftswachstum

#### Ø 1995/2003

- |     |                                      |              |
|-----|--------------------------------------|--------------|
| (1) | $g_t = 1,82 + 0,16 hp_t$             | $R^2 = 0,55$ |
|     | (3,8)                                |              |
| (2) | $g_t = 1,54 + 0,20 ai_t$             | $R^2 = 0,17$ |
|     | (1,5)                                |              |
| (3) | $g_t = 3,95 - 0,01 BIP/K_t$          | $R^2 = 0,35$ |
|     | (-2,4)                               |              |
| (4) | $g_t = 1,67 + 0,05 ai_t + 0,15 hp_t$ | $R^2 = 0,56$ |
|     | (0,4) (3,1)                          |              |

#### Ø 1980/2003

- |     |                                      |              |
|-----|--------------------------------------|--------------|
| (1) | $g_t = 1,89 + 0,20 hp_t$             | $R^2 = 0,39$ |
|     | (2,5)                                |              |
| (2) | $g_t = 1,49 + 0,14 ai_t + 0,19 hp_t$ | $R^2 = 0,52$ |
|     | (1,6) (2,5)                          |              |

#### Ø 1970/2003

- |     |                          |              |
|-----|--------------------------|--------------|
| (1) | $g_t = 2,11 + 0,17 hp_t$ | $R^2 = 0,16$ |
|     | (1,4)                    |              |

### Haus- und Wohnungspreise

#### Ø 1995/2003

- |     |                            |              |
|-----|----------------------------|--------------|
| (1) | $hp_t = 1,68 + 0,85 wbi_t$ | $R^2 = 0,65$ |
|     | (4,5)                      |              |
| (2) | $hp_t = -4,7 + 3,36 g_t$   | $R^2 = 0,55$ |
|     | (3,7)                      |              |
| (3) | $hp_t = -3,20 + 2,64 c_t$  | $R^2 = 0,47$ |
|     | (3,1)                      |              |
| (4) | $hp_t = -0,54 + 0,94 ai_t$ | $R^2 = 0,18$ |
|     | (1,6)                      |              |

Q: Ameco, Bank for International Settlement, Eurostat, OECD, WIFO-Berechnungen.

Ø 1980/2003, Ø 1970/2003: ohne Österreich.

$g$  . . . BIP, real, Veränderung gegen das Vorjahr in %,  $ai$  . . . Ausüstungsinvestitionen, real, Veränderung gegen das Vorjahr in %,  $hp$  . . . Haus- und Wohnungspreise, real, Veränderung gegen das Vorjahr in %,  $BIP/K$  . . . BIP pro Kopf zu laufenden Preisen und Wechselkursen von 1995,  $c$  . . . Privater Konsum, real, Veränderung gegen das Vorjahr in %,  $x$  . . . Exporte gesamt, real, Veränderung gegen das Vorjahr in %,  $wbi$  . . . Wohnbauinvestitionen, real, Veränderung gegen das Vorjahr in %, Zahlen in Klammern . . .  $t$ -Statistik.

Werden die Hauspreise um 1 Jahr verzögert, ändert sich wenig am Ergebnis: Die Hauspreise bleiben signifikant, der Beitrag der Investitionen fällt unter die Signifikanzgrenze. Ein Versuch, die Exporte als einzige oder zusätzliche Variable in die Wachstumsgleichung einzubeziehen, führte zu insignifikanten Ergebnissen. Das BIP pro Kopf zum Ausgangszeitpunkt beeinflusst das Wirtschaftswachstum signifikant negativ (Seidel, 1995). Der Konvergenzhypothese entsprechend wachsen Länder mit niedrigem BIP pro Kopf rascher, Länder mit hohem Pro-Kopf-Einkommen langsamer. Zwischen Finanzsystem (gemessen am Levine-Index<sup>2)</sup>) und Immobilienpreisen gibt es im internationalen Querschnitt keinen signifikanten Zusammenhang. Die Charakteristika der Hypothekarmärkte spielen aber eine Rolle für die Übertragung von Immobilienpreisänderungen auf Wohnbau und Konsum.

Wenn man die Gleichungen für einen langen Zeitraum (einschließlich der Perioden mit starkem Verfall der Hauspreise) rechnet, zeigt sich kein signifikanter Einfluss der Hauspreise auf das Wirtschaftswachstum. In einer einfachen Querschnittsregression für die Jahre 1970/2003 sind die Hauspreise ebenso insignifikant. Für die Periode 1980/2003 erklären sie die Wachstumsunterschiede in weit geringerem Ausmaß als im Zeitraum 1995/2003. Das bestätigt die theoretische Erwartung, dass die Hauspreise langfristig keinen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum haben. Die negativen Effekte des Einbruchs der Hauspreise gleichen die positiven Effekte des Anstiegs aus. Es gibt keinen theoretischen Grund anzunehmen, dass sich langfristig ständig steigende Hauspreise positiv auf das Wirtschaftswachstum auswirken könnten. Der kurzfristige angebotsseitige Anreiz, wegen der hohen Preise neue Häuser zu errichten, kommt langfristig zum Erliegen, da die hohen Preise die Nachfrage nach Häusern dämpfen und die Wohnungen leerstehen.

Es wurden auch Einfachregressionen zwischen den Hauspreisen und den einzelnen Nachfragekomponenten gerechnet. Es besteht ein hoher signifikanter Zusammenhang zwischen Hauspreisen und Wohnbau bzw. privatem Konsum, kein signifikanter Zusammenhang zwischen Hauspreisen und Exporten.

### **3. Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise**

Die realen Preise für Wohnimmobilien sind in den letzten drei Jahrzehnten in den Industrieländern um 1¼% pro Jahr gestiegen. Die Zunahme war damit etwa so hoch wie jene des realen Pro-Kopf-Outputs. Die Immobilienpreise wiesen jedoch starke Schwankungen auf, wobei der derzeitige Boom an Dauer und Amplitude die bisherigen Erfahrungen übertrifft.

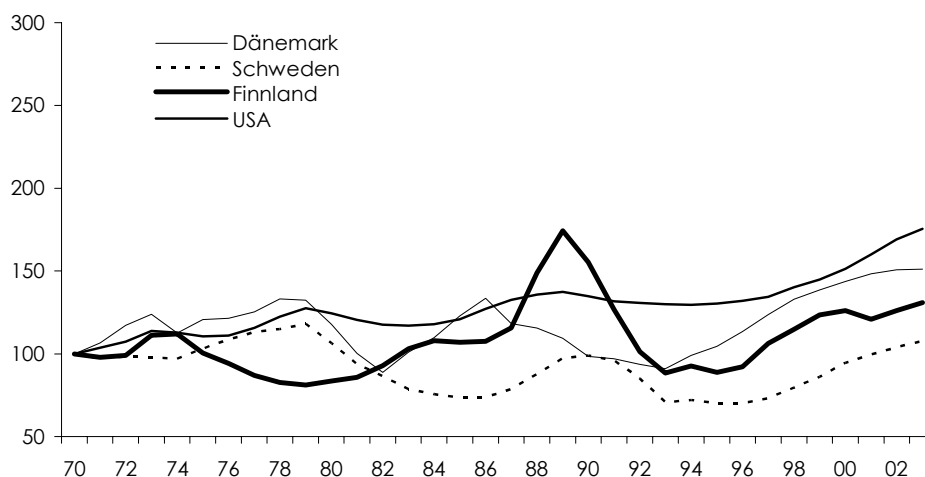
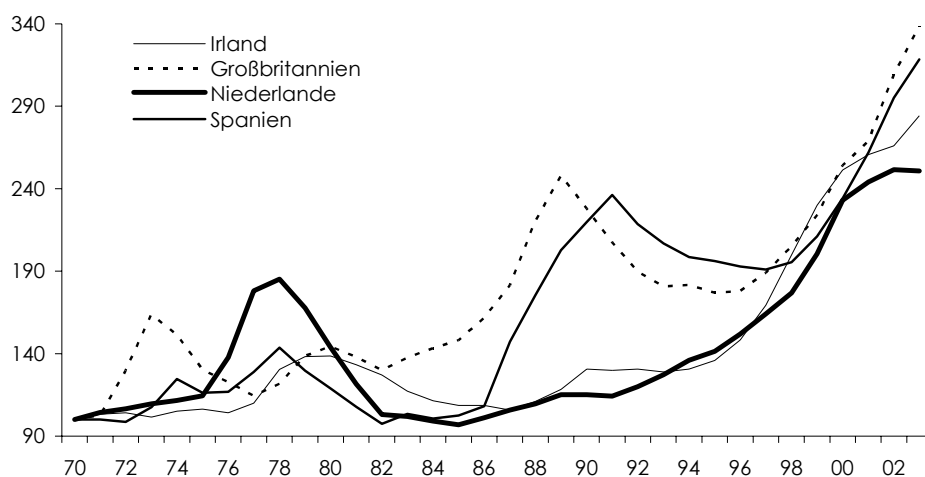
Die Entwicklung der Immobilienpreise zeigt besonders markante Unterschiede zwischen der angelsächsischen und mitteleuropäischen Ländergruppe. Letztere weist eine relativ schwache Dynamik bei den Wertsteigerungen von Wohnimmobilien auf. Die realen Preise lagen in

---

<sup>2)</sup> Dieser Index misst allerdings die Liquidität der Aktienmärkte und nicht jene der Immobilienmärkte (siehe Abbildung 3).

Deutschland im Jahr 2003 um 10%, in der Schweiz um 5% und in Österreich<sup>3)</sup> um 19% unter dem Niveau des Jahres 1995. In Italien betrug der Anstieg der Preise 18%. Einzig in Frankreich ist in den letzten Jahren ein merklicher Anstieg festzustellen (+30%), der auf diskretionäre Maßnahmen zur Belebung des Wohnbaus zurückgeht.

Abbildung 1: Entwicklung der realen Immobilienpreise seit 1970  
1970 = 100



Q: BIS, nationale Quellen und WIFO-Berechnungen.

<sup>3)</sup> Immobilienpreise der BIS für Österreich sind nur eingeschränkt international vergleichbar. Die Datenreihe bezieht sich nur auf Haus- und Wohnungspreise in Wien.

Demgegenüber stiegen die realen Immobilienpreise in der angelsächsischen Ländergruppe markant an. In Irland lag der Index der Immobilienpreise 2003 um 110% höher als 1995, in Großbritannien um 90%, den Niederlanden um +80%. Auch in Spanien, Schweden, Finnland und Dänemark waren Preissteigerungen um rund 50% zu beobachten. Auch in einigen außereuropäischen Ländern war der Anstieg der Immobilienpreise in den letzten Jahren relativ stark, darunter etwa in den USA (1995/2003 +35%). In den USA und Skandinavien stellte der rapide Anstieg einen Ausgleich für die vorangehende schwache Preisentwicklung dar. In Großbritannien, Spanien, Irland und den Niederlanden haben die realen Hauspreise dagegen langfristig (seit 1970) stark zugenommen (Abbildung 1).

Übersicht 3: Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise seit 1970

	Ø 1970/2003			Ø 1995/2003		
	Nominell In %	Real In %	Real STABW	Nominell In %	Real In %	Real STABW
Irland	11,0	3,2	6,58	13,2	9,7	5,62
Großbritannien	11,2	3,8	10,18	11,1	8,5	4,53
Niederlande	6,9	2,8	9,07	10,2	7,4	5,35
Spanien	12,8	3,7	10,15	9,3	6,2	5,73
Dänemark	6,9	1,3	7,68	7,1	4,7	3,25
Schweden	6,3	0,2	6,97	6,9	5,5	3,32
Finnland	6,9	0,8	10,04	6,6	5,0	5,57
USA	6,6	1,7	2,85	6,2	3,8	1,63
Frankreich	6,9	1,3	4,37	4,7	3,2	4,27
Italien	10,3	1,8	10,61	4,0	1,4	5,81
Schweiz	3,3	0,1	6,01	0,1	- 0,7	3,37
Deutschland	3,2	0,0	2,63	0,0	- 1,3	1,96
Japan	4,4	0,8	6,37	- 2,6	- 2,5	0,86

Q: Bank for International Settlements, WIFO-Berechnungen. – Gereiht nach Ø 1995/2003, nominell.  
STABW . . . Standardabweichung.

Die angelsächsische Ländergruppe ist nicht nur durch den Immobilienpreisboom in den letzten zehn Jahren gekennzeichnet, sondern auch durch hohe Volatilität des Preisniveaus in längerfristiger Hinsicht. Auf Phasen stark steigender Preise auf den Immobilienmärkten – wie etwa in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre – folgten drastische Rückgänge der Immobilienwerte zu Beginn der neunziger Jahre, die in einigen Ländern (z. B. Schweden) zu einer echten Finanzkrise führten. Eine ähnliche, noch extremere Entwicklung verzeichnete Japan.

In Großbritannien stiegen die realen Immobilienpreise von 1983 bis 1989 um 80% und fielen bis 1993 um 27%. In Schweden betrug der Anstieg innerhalb von vier Jahren bis 1990 35%, der Rückgang bis 1993 war fast ebenso hoch (-30%). In Finnland erhöhten sich die Preise von 1987 bis 1989 um 50% und sanken bis 1993 gleichen Ausmaß. In Spanien erhöhten sich die Immobilienpreise innerhalb von fünf Jahren bis 1991 um 90%, sie gingen in den folgenden fünf Jahren um 20% zurück. Die Standardabweichung der langfristigen Entwicklung der Immobilienpreise liegt zwischen 6,6 in Irland und über 10 in Großbritannien und Spanien. Die meisten Länder,

die in den letzten eineinhalb Jahrzehnten hohe Hauspreissteigerungen aufwiesen, waren in den eineinhalb Jahrzehnten davor Nachzügler.

Demgegenüber zeigt die mitteleuropäische Ländergruppe eine relativ stabile Preisentwicklung. Dies gilt besonders für Deutschland und die Schweiz, bis vor einigen Jahren auch für Frankreich (siehe Anhang). In Deutschland und Japan sind die realen Hauspreise in den letzten zehn Jahren zurückgegangen. Das hängt mit der exzessiven Angebotssteigerung nach der deutschen Wiedervereinigung und dem Platzen der Spekulationsblase in Japan in den frühen neunziger Jahren zusammen. Auch die nahezu stagnierenden Realeinkommen in Deutschland und Japan spielten dabei eine Rolle. Die skandinavischen Länder haben sich nach dem Platzen der Spekulationsblase in den frühen neunziger Jahren durch eine massive Abwertung der Währung (in Schweden und Finnland) aus der mehrere Jahre dauernden Wirtschafts- und Finanzkrise erholt<sup>4)</sup>). In Japan blieb dagegen der Yen-Kurs hoch, es dauerte etwa ein Jahrzehnt, bis Japan die Krise überwand.

Die Hauptursache für Immobilienpreissteigerungen liegt in einer aktuellen oder erwarteten Knappheit an Häusern und Wohnungen, die aus der Einkommens-, Zins- und Bevölkerungsentwicklung resultiert. Nach einer IMF-Studie (2004) führt

- eine Einkommenssteigerung um 1% zu einem Anstieg der realen Hauspreise um 1,1%,
- eine Verringerung der Zinssätze um 1% zu einer Erhöhung der realen Hauspreise um 1%,
- eine Beschleunigung des Bevölkerungswachstums um ¼% zu einem Anstieg der realen Hauspreise um 1%.

In Großbritannien und den USA trugen die Zinssatzsenkungen in den letzten Jahren entscheidend zur Erhöhung der Hauspreise bei. Zwischen 1997 und 2003 sanken die kurzfristigen Zinssätze in Großbritannien um 320 Basispunkte, in den USA um 450 Basispunkte. Auch in Irland und Spanien kann der Anstieg der Hauspreise zu einem großen Teil auf den Rückgang der realen Zinssätze zurückgeführt werden, der mit dem Beitritt zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion einherging. Die nominellen Zinssätze konvergierten in der Europäischen Währungsunion, die Inflationsraten blieben jedoch in diesen Ländern relativ hoch. Die meisten Ökonomen befürchteten, dass die Länder mit hoher Inflation in der Wirtschafts- und Währungsunion große Wettbewerbsprobleme haben würden und deshalb ihre Arbeitsmarktinstitutionen rasch flexibilisieren müssten. Jetzt zeigt sich, dass einige dieser Länder mit hohen Preis- und Lohnsteigerungen (Irland, Spanien, etc.) Vorteile hatten, weil die niedrigen Realzinssätze ihre Bautätigkeit, ihre Häuserpreise und schließlich auch ihren privaten Konsum beflügelten. Wachstumseinbußen erlitten dagegen seit 1995 Niedrig-Inflationsländer wie Deutschland, Frankreich, Schweiz und Österreich.

---

<sup>4)</sup> In Dänemark wurde die Währung nicht abgewertet, das durchschnittliche Wirtschaftswachstum blieb trotz Stimulierung durch die Nachbarländer seit 1995 hinter jenem in Finnland und Schweden zurück. Die finnische Wirtschaft wurde durch den spektakulären Erfolg von Nokia und die Ostöffnung besonders vorangetrieben.

In den letzten 5 Jahren gingen die Hauspreissteigerungen in vielen Ländern weit über jene Werte hinaus, die auf Grund ökonomischer "fundamentals" zu erwarten waren. Die Schwankungen der Immobilienpreise beeinflussten den Konjunkturzyklus und das mittelfristige Wirtschaftswachstum. Die Ausweitung der Wohnbaukredite wurde nicht nur durch Zinssenkungen, sondern auch durch eine Verlängerung der Dauer von Hypothekendarlehen erreicht (z. B. in Dänemark). Die typische Dauer der Hypothekendarlehen ist in den marktbasieren angelsächsisch-skandinavischen Ländern höher als in Mitteleuropa (Übersicht 6).

Die Wohnungsmärkte unterscheiden sich signifikant zwischen den einzelnen Staaten. Price-Waterhouse kam zu dem Ergebnis, dass es in den vergangenen drei Jahrzehnten keine synchrone Entwicklung der Preise für Häuser und Wohnungen in den verschiedenen Ländern gab. Eine IMF-Analyse (2004) weist jedoch darauf hin, dass in den letzten Jahren 40% der Schwankungen der Haus- und Wohnungspreise auf globale Faktoren – Zinssätze, makroökonomische Variablen etc. – zurückging<sup>5)</sup>. Es ist deshalb zu befürchten, dass auch der Abschwung der Immobilienpreise international synchron vor sich gehen wird. Mit der zunehmenden Liberalisierung und Integration der Finanzmärkte hat die Angleichung der langfristigen Zinssätze, Aktienkurse und Immobilienpreise zugenommen. Die Haus- und Wohnungspreise der einzelnen Länder bewegten sich in den letzten Jahren trotz einiger Ausnahmen in die gleiche Richtung. Internationale Querschnittskorrelationen ergaben einen Koeffizienten von 0,4 (IMF, 2004, Chapter II, S. 10). Häuser und Wohnungen gelten zwar als der Inbegriff der "non-tradeable assets", aber mehrgeschossige innerstädtische Immobilien mit Büros und Wohnungen rütteln immer mehr an diesem Image. Immobilienfonds, die auch Wohnhäuser bzw. Büro- und Wohnhäuser enthalten, sind keine Seltenheit.

In den meisten Industrieländern war der Boom der Immobilienpreise in den letzten Jahren ungewöhnlich stark<sup>6)</sup>. Japan, Deutschland, die Schweiz und Österreich bildeten hier eine Ausnahme. Der Zusammenbruch auf den Aktienmärkten und die darauffolgende weltweite Rezession konnten dem Immobilienboom nichts anhaben. Im Gegenteil: Infolge des Aktienkurs-Crash und der niedrigen langfristigen Zinssätze wurden Immobilien zu einer besonders beliebten Finanzanlage.

In der Vergangenheit gingen Veränderungen der Aktienkurse oft jener der Haus- und Wohnungspreise voran, z. B. in Finnland, Japan und Norwegen (IMF, 2004, S. 9). In den letzten Jahren war dies jedoch nicht der Fall. Kurz- bis mittelfristig sind die Realitätenpreise durch Wohnbauförderungsaktionen, Spekulation und Innovationen im Hypothekenbereich beeinflusst, längerfristig sollten sie entscheidend von der Bevölkerungsbewegung, der Einkommensentwicklung und den Realzinssätzen abhängen.

---

<sup>5)</sup> Man muss sich allerdings die Frage stellen, warum 40% eines nichthandelbaren Vermögens auf globale Faktoren zurückgehen kann. Hat dies mit globalen Zinsentwicklungen zu tun oder wird vielleicht ein zunehmender Teil der Wohnungen bzw. Häuser gehandelt?

<sup>6)</sup> IMF (2004).

Gleichzeitig mit dem Immobilienpreisboom ist der Anteil der Haushaltsverschuldung am verfügbaren Einkommen laut BIS-Bericht von 90% im Jahr 1990 auf 115% im Jahr 2003 gestiegen. Diese Verschuldung ist vor dem Hintergrund stark steigenden Haushaltsvermögens und niedriger Zinssätze zu sehen. Die Zinszahlungen, gemessen am verfügbaren Einkommen, sind ökonomisch relevanter als die Schulden – beim Privathaushalt ebenso wie beim Staatshaushalt. Diese "debt service ratio" blieb, gemessen an historischen Standards, relativ niedrig. Hohe Schulden machen die privaten Haushalte jedoch verwundbarer gegenüber Zinssatzerhöhungen. Mit einer Anhebung der Zinssätze im Falle einer Konjunkturbelebung kann der Immobilienpreisboom zusammenbrechen. Die Fed und andere Notenbanken haben jedoch aus den – durch rasche Zinssatzerhöhungen mitbeeinflussten – Finanz- und Immobilienkrisen der Vergangenheit gelernt und heben die Zinssätze derzeit nur vorsichtig in kleinen Schritten an. Selbst ein "soft landing" der Immobilienpreise würde das Wirtschaftswachstum in den USA, Großbritannien, Australien, Irland und Spanien empfindlich bremsen. Sollte das Wirtschaftswachstum in diesen Ländern durch einen Einbruch der Immobilienmärkte zurückfallen (wie etwa Anfang der neunziger Jahre), dann könnten auch die üblichen ökonomischen Erklärungen für das hohe Wachstum dieser Länder (Deregulierung, Strukturreformen, Sozialabbau, Arbeitsmarktflexibilisierung) zusammenbrechen.

#### **4. Der Zusammenhang zwischen Hauspreisen und Wohnbauinvestitionen**

Steigende Immobilienpreise signalisieren meist eine Knappheit an Wohnraum, die zu höheren Wohnbauinvestitionen führt – sofern diese nicht durch einen Mangel an verfügbarem Bauland oder Regulierungen erschwert werden. Die Erwartung weiterer Preissteigerungen und möglicher Gewinne aus einem Wohnungsverkauf treibt den Wohnungsbau weiter an ("overshooting"). Nach einer Phase hoher Wohnbauaktivitäten und Immobilienpreise ist die effektive und spekulative Nachfrage befriedigt; beide Größen gehen dann stark zurück. Der Wohnungsneubau unterliegt also eigenen Gesetzen, die an den "Schweinezyklus" in der Landwirtschaft erinnern.

Die Haus- und Wohnungspreise sind eng mit der wirtschaftlichen Aktivität verbunden. Einerseits hat die Wohnungsnachfrage einen Effekt auf die Haus- und Wohnungspreise. Andererseits wirken sich diese nicht nur auf den Wohnbau, sondern auch auf den privaten Konsum aus, indem sie das Vermögen und damit den Kreditspielraum der Haushalte mitbestimmen können.

Immobilienpreise beeinflussen die Bauaktivitäten auch von der Angebotsseite her, da steigende Haus- und Wohnungspreise die Profitabilität von Wohnbauinvestitionen erhöhen. Wenn die Immobilienpreise die Baukosten übersteigen, entstehen Anreize für den Neubau. Die OECD (*Girouard – Blöndal, 2001*) konstruierte einen Bau-Profitabilitäts-Indikator (Verhältnis von realen Immobilienpreisen zum impliziten Deflator von Wohnbauinvestitionen) und verglich dessen Entwicklung mit den privaten Wohnbauinvestitionen. Für viele Länder ergibt sich zu-

mindest kurzfristig ein enger Zusammenhang zwischen den beiden Variablen, allerdings weisen die schwachen langfristigen Korrelationen darauf hin, dass eine Reihe anderer Einflussfaktoren die Wohnbautätigkeit auf lange Sicht bestimmen. Von wesentlicher Bedeutung können dabei – neben der Einkommens-, Zinssatz- und Bevölkerungsentwicklung – öffentliche Wohnbauprogramme oder öffentliche Förderungen für den Wohnungsbau sein.

In den vergangenen Jahren entwickelten sich die realen Wohnbauinvestitionen nach Ländern sehr unterschiedlich. Besonders starke Steigerungen wiesen Irland, Spanien, Finnland und USA auf. In Dänemark, Schweden und Großbritannien bleiben die Zuwachsraten verhaltener. Das Wachstum der Wohnbauinvestitionen lag in Frankreich und Italien deutlich unter dem Durchschnitt, in Deutschland und Österreich war der Wohnungsneubau sogar rückläufig.

*Übersicht 4: Haus- und Wohnungspreise, Wohnbauinvestitionen und Zinssatz*

Ø 1995/2003

	Haus- und Wohnungspreise, nominell Jährliche Veränderung in %	Wohnbauinvestitionen, real	Langfristiger Zinssatz, real In %
Irland	+ 13,2	+ 10,9	2,0
Großbritannien	+ 11,1	+ 2,8	3,2
Niederlande	+ 10,2	+ 0,9	2,7
Spanien	+ 9,3	+ 6,3	2,4
Dänemark	+ 7,1	+ 4,0	3,1
Schweden	+ 6,9	+ 3,7	4,3
Finnland	+ 6,6	+ 5,9	3,7
USA	+ 6,2	+ 4,7	3,0
Frankreich	+ 4,7	+ 2,3	3,8
Italien	+ 4,0	+ 1,3	2,7
Schweiz	+ 0,1	- 3,4	2,6
Deutschland	± 0,0	- 2,0	3,9
Österreich <sup>1)</sup>	- 1,1	- 3,0	3,7
Japan	- 2,6	- 3,8	1,8

Q: Bank for International Settlements, Eurostat, OECD, WIFO-Berechnungen. – Gereiht nach Haus- und Wohnungspreise. – <sup>1)</sup> Haus- und Wohnungspreise beziehen sich nur auf Wien.

Im Länderquerschnitt besteht ein deutlich positiver Zusammenhang zwischen Immobilienpreis- und Wohnbauentwicklung (Übersicht 4), der Determinationskoeffizient ( $R^2$ ) liegt bei 0,65 (Übersicht 2). In den angelsächsischen und skandinavischen Ländern stiegen Immobilienpreise und Wohnbauinvestitionen stark an, in den mitteleuropäischen Staaten blieben beide gedrückt. Eine Ausnahme bildeten Großbritannien und die Niederlande. Hier scheinen die mangelnden Baumöglichkeiten in Metropollnähe (besonders im Raum London), die sich auch in der hohen Bevölkerungsdichte ausdrücken, den Wohnungsbau zu dämpfen und die Hauspreise gleichzeitig in die Höhe zu treiben.

Die unterschiedlichen Realzinssätze beeinflussen zwar die Wohnbauentwicklung der Länder, aber sie scheinen nicht der entscheidende Faktor zu sein (Übersicht 4). In den Ländern mit der



größten Wohnbauexpansion (Irland, Spanien) sind zwar die Realzinssätze besonders niedrig und in den Ländern mit der ungünstigsten Wohnbauentwicklung (Deutschland, Österreich) sind sie besonders hoch. Im Querschnitt der EU-Länder besteht jedoch kein einfacher negativer Zusammenhang zwischen Wohnbau und Realzinssätzen, die Immobilienpreise sind der wichtigere Einflussfaktor.

Die Abbildungen im Anhang zeigen ferner, dass in den meisten Ländern auch im Zeitverlauf ein positiver Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Immobilienpreise und der Wohnbauinvestitionen besteht. Besonders ausgeprägt ist diese Beziehung in Finnland, Dänemark und Italien. (Die Qualität der Immobilienpreisreihen lässt jedoch zu wünschen übrig.)

Der Wohnbauzyklus weicht oft vom Industriezyklus ab und dauert auch etwa doppelt so lang wie dieser. In Skandinavien war die Wohnbautätigkeit 1995/2003 vor allem deshalb so stark, weil sie Anfang der neunziger Jahre so massiv eingebrochen war. In Deutschland wiederum blieb die Wohnbautätigkeit so schwach, weil sie zuvor im Zuge der Wiedervereinigung so stark expandiert hatte.

In den angelsächsisch-skandinavischen Ländern verstärkt die hohe Volatilität der Immobilienpreise die Wohnbautätigkeit und beeinflusst auch den privaten Konsum nachhaltig – einerseits mit der Chance auf eine Stimulierung der Konjunktur, andererseits aber mit dem Risiko von Finanzkrisen. In der jüngsten Rezession zeigte sich in den USA, Großbritannien und Skandinavien, dass Wohnungsbau und Immobilienpreishausse – verstärkt durch niedrige kurzfristige Zinssätze – einem Export- und Industriekonjunkturtief entscheidend entgegenwirken können. In Mitteleuropa fiel die Rezession viel tiefer und länger aus, weil dieser konjunkturstabilisierende Faktor fehlte und auf das Instrument der aktiven antizyklischen Fiskalpolitik im Sinne der Maastricht-Philosophie bewusst verzichtet wurde. Niedrigere Zinssätze allein bewirken offenbar relativ wenig ("Man kann die Pferde nur zur Tränke führen . . .").

## **5. Der Einfluss der Haus- und Wohnungspreise auf den privaten Konsum**

Die Entwicklung des privaten Konsums wird in erster Linie von jener der verfügbaren Einkommen bestimmt. Der zweitwichtigste Einflussfaktor ist das Vermögen. In einigen Ländern – wie etwa Deutschland und Japan – sind kaum kurzfristige Vermögenseffekte feststellbar, die Einkommensentwicklung ist hier bestimmend für den privaten Konsum. In Ländern mit stärker liberalisierten Finanzmärkten – USA, Großbritannien – spielen die Vermögenseffekte dagegen eine wichtige Rolle für die Konsumententwicklung. Eine Steigerung der Nachfrage nach Wohnungen erhöht also nicht nur die Wohnbauinvestitionen, sondern über steigende Immobilienpreise gleichzeitig auch den privaten Konsum.

Die Wohnungs- bzw. Hypothekarmärkte beeinflussen den privaten Konsum auf zwei Wegen:

- Erstens erhöhen steigende Immobilienpreise die Kreditwürdigkeit und die Kaufneigung (Pigou-Effekt).

- Zweitens schaffen die Wohnbauinvestitionen – ähnlich wie Ausrüstungsinvestitionen – zusätzliche Einkommen und beflügeln damit indirekt den privaten Konsum.

In den neunziger Jahren stimulierten steigende Aktienkurse und Hauspreise den privaten Konsum in vielen Industrieländern. Die Sparquote ging in der angelsächsischen Ländergruppe stark zurück (Abbildung 2): einerseits weil "capital gains" nicht im verfügbaren Einkommen laut VGR enthalten sind, andererseits weil die Kauflust steigt und – bei gleichen Sparzielen – weniger für die Pension zurückgelegt werden muss (Lebenszyklustheorie des Konsums). Das Risiko dabei ist, dass zunächst voller Optimismus weniger gespart wird, dann aber durch einen Aktien- oder Immobilien-Crash das erhoffte Vermögen wieder stark dezimiert wird.

### **5.1 Übertragungskanäle von Vermögensseffekten**

Über den kausalen Zusammenhang zwischen der Preisentwicklung auf den Vermögensmärkten (Aktien und Immobilien) und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bestehen sehr unterschiedliche Sichtweisen.

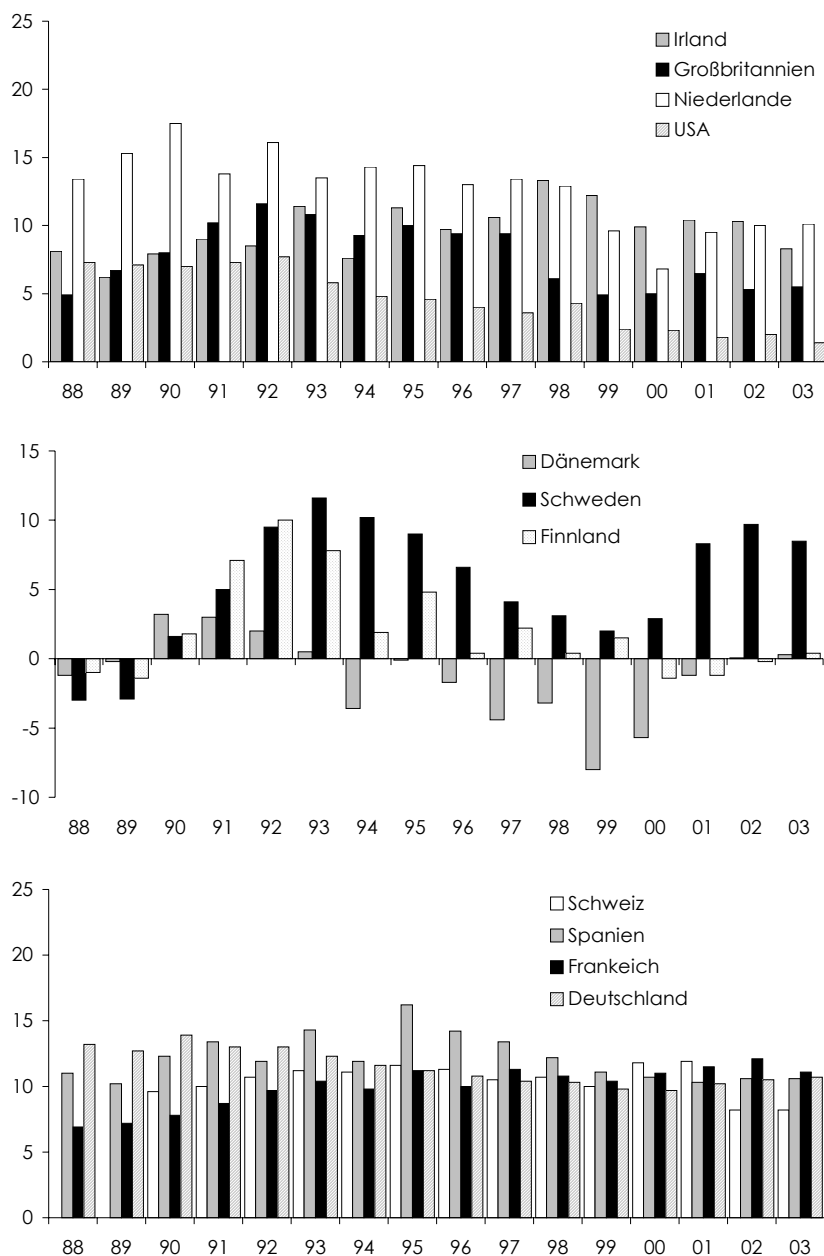
Die marktoptimistische Position betont den vorausschauenden Charakter von Vermögenspreisen. Vor allem Aktienkurse beinhalten Informationen über die künftige gesamtwirtschaftliche Entwicklung (der aktuelle Aktienkurs widerspiegelt nur die diskontierten künftigen Gewinne). Diese Position sieht die Preisentwicklung auf den Vermögensmärkten deshalb als Ergebnis veränderter gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen. Sie basiert auf der Annahme rationaler Erwartungen. Für Immobilienpreise dürfte diese Annahme noch weniger Gültigkeit haben als für Aktienkurse. Immobilienpreise können aber auch aus einem anderen Grund die Folge gesamtwirtschaftlicher Entwicklung sein. Steigendes Wirtschaftswachstum erhöht die Nachfrage nach Immobilien, bei zumindest kurzfristig beschränktem Angebot führt das zu höheren Preisen.

Die traditionelle Position betont den umgekehrten Zusammenhang: Veränderungen in den Preisen auf den Vermögensmärkten bilden den Anstoß für Outputveränderungen. Vermögensseffekte können auf unterschiedliche Weise auftreten:

- Höhere Immobilienpreise führen bei einem Verkauf der Immobilien zu realisierten Bewertungsgewinnen und lösen damit höhere Konsumausgaben aus.
- Unrealisierte Bewertungsgewinne führen dazu, dass sich die Haushalte "reicher" fühlen; dies kann einen Rückgang der Ersparnisse in Relation zum laufenden Einkommen und höhere Konsumausgaben mit sich bringen.
- Höhere Immobilienpreise erweitern bei Bestehen von Kreditbeschränkungen die Verschuldungsmöglichkeiten von Haushalten und führen so zu steigender Nachfrage nach Konsumgütern.
- Steigende Immobilienpreise haben andererseits einen negativen Verteilungseffekt. Sie begünstigen die älteren Haushalte mit Haus- und Wohnungsbesitz gegenüber jungen

Haushalten, die Wohnraum erwerben oder mieten wollen. Dieser Verteilungseffekt kann die Konsumausgaben wegen unterschiedlicher Konsumneigung der sozialen Schichten insgesamt dämpfen.

Abbildung 2: Sparquote  
In % des verfügbaren persönlichen Einkommens



Q: OECD.

## 5.2 Ergebnisse empirischer Untersuchungen

Die Ergebnisse verschiedener empirischer Studien zu den Vermögenseffekten in Konsumfunktionen unterscheiden sich erheblich. Allerdings kommen alle Untersuchungen zum Schluss, dass Veränderungen in den realen Aktienkursen und Immobilienpreisen signifikante Auswirkungen auf den privaten Konsum in fast allen Industrieländern haben. Schätzungen über das Ausmaß der Effekte ergeben erhebliche Unterschiede

- zwischen den untersuchten Ländern,
- zwischen unterschiedlichen Finanzsystemen und
- zwischen den beiden Vermögensformen.

Eine Untersuchung des IMF (*Ludwig – Slok, 2002*) für 16 OECD-Länder stellt signifikante Vermögenseffekte auf den Konsum der privaten Haushalte fest. Diese nehmen im Zeitablauf zu. Der langfristige Koeffizient von Aktienkursen in der Konsumfunktion ist in der Periode 1985-2000 für marktbasierende Länder etwa doppelt so hoch wie für bankbasierte Länder. (In letzteren laufen die Finanztransaktionen nicht primär über die Börse, sondern über die Banken ab.) Auch die Vermögenseffekte von Immobilienpreisen sind in marktbasierenden Ländern höher als in bankbasierten Ländern. Sie sind generell aber laut IMF nur halb so hoch wie die Aktienvermögenseffekte. Die langfristigen Koeffizienten der Immobilienpreise in der Konsumfunktion betragen 0,015 in bankbasierten Ländern und 0,040 in marktbasierenden Ländern. Die schwächeren Vermögenseffekte, die von Immobilienpreisen in Relation zu Aktienkursen ausgehen, werden begründet mit dem Charakteristikum von Immobilien als langfristiger Anlage, mit dem geringeren Informationsgrad über Immobilienpreisentwicklung und der geringeren Liquidität des Immobilienvermögens.

Die OECD (*Catte – Girouard – Price – Andre, 2004*) berechnet kurzfristige und langfristige marginale Konsumneigungen aus finanziellem und Immobilienvermögen. Die Untersuchungsperiode ist je nach Datenverfügbarkeit zwischen den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich, deckt generell aber den Zeitraum 1975-2002 ab. Die langfristigen Effekte von Immobilienvermögen sind in den meisten Ländern höher als jene von Finanzvermögen. Die entsprechenden Grenzneigungen zum Konsum liegen bei 0,08 in den Niederlanden, 0,07 in Großbritannien und 0,05 in den USA. Hohe Effekte werden vor allem für jene Länder festgestellt, in denen Finanzmärkte leichten Zugang zu Hypothekendarfinanzierung und zu Refinanzierungen ermöglichen, in denen hohe Eigentumsquoten existieren und in denen die Transaktionskosten beim Immobilienerwerb niedrig sind. Für stärkere Reaktionen von Immobilienvermögen gegenüber Finanzvermögen sprechen die hohe Bedeutung als Besicherung von Krediten und die geringere Volatilität der Preise.

*Case – Quigley – Shiller (2001)* untersuchen Vermögenseffekte in der Konsumnachfrage in den Bundesstaaten der USA und in 14 Industrieländern. Die Untersuchungsperiode beträgt für die Bundesstaaten der USA 1982-1999 und für den internationalen Vergleich 1975-1999. Die

Studie kommt – im Gegensatz zur IMF-Studie (2002) – zu dem Ergebnis, dass die Vermögens-effekte von Immobilienpreisveränderungen signifikant höher sind als jene von Aktienkurs-schwankungen. In 17 von 18 Spezifikationen der geschätzten Konsummodelle erweist sich der Koeffizient von Hausvermögen höher als jener von Aktienvermögen. Der Koeffizient des Im-mobilienvermögens in der Konsumfunktion liegt für die Industrieländer in den unterschiedli-chen Modellspezifikationen zwischen 0,11 und 0,17, für die Bundesstaaten der USA beträgt er zwischen 0,05 und 0,09. Den Immobilienmärkten kommt demnach in den Industrieländern eine bedeutendere Rolle für die Konsumnachfrage zu als den Aktienmärkten.

Die Untersuchungen zeigen also einen signifikanten Einfluss der Immobilienpreise auf den pri-vaten Konsum. Ob der Effekt höher ist als jener der Aktienkurse, geht aus den verschiedenen Studien nicht zweifelsfrei hervor.

### 5.3 Haus- und Wohnungspreise und Konsum

Ein Vergleich der Veränderung der realen Immobilienpreise und der Entwicklung der Kon-sumnachfrage der privaten Haushalte zeigt eine enge Korrelation. Der private Konsum ist in jenen Ländern überdurchschnittlich gewachsen, die auch steigende Immobilienpreise auf-wiesen. Die Reihung der EU-Länder nach der Dynamik der Immobilienpreise ist nahezu iden-tisch mit jener nach der Konsumsteigerung (einzige Ausnahme Dänemark).

Übersicht 5: Haus- und Wohnungspreise und reale Nachfrage  
Ø 1995/2003

	Haus- und Wohnungspreise, nominell	Privater Konsum, real	BIP, real
	Jährliche Veränderung in %		
Irland	+ 13,2	+ 6,1	+ 8,1
Großbritannien	+ 11,1	+ 3,6	+ 2,8
Niederlande	+ 10,2	+ 2,7	+ 2,5
Spanien	+ 9,3	+ 3,4	+ 3,4
Dänemark	+ 7,1	+ 1,1	+ 2,1
Schweden	+ 6,9	+ 2,5	+ 2,6
Finnland	+ 6,6	+ 3,2	+ 3,6
USA	+ 6,2	+ 3,9	+ 3,3
Frankreich	+ 4,7	+ 2,2	+ 2,1
Italien	+ 4,0	+ 1,9	+ 1,5
Schweiz	+ 0,1	+ 1,5	+ 1,4
Deutschland	± 0,0	+ 1,3	+ 1,2
Österreich <sup>1)</sup>	- 1,1	+ 2,1	+ 2,0
Japan	- 2,6	+ 1,0	+ 1,2

Q: Bank for International Settlements, Eurostat, ILO, OECD, WIFO-Berechnungen. – Gereiht nach Haus- und Woh-nungspreise. – <sup>1)</sup> Haus- und Wohnungspreise beziehen sich nur auf Wien.

Steigendes Immobilienvermögen war eine wesentliche Determinante des Rückgangs der Sparquote in den angelsächsisch-nordeuropäischen Ländern. Einen Auslöser für den starken Anstieg der Immobilienpreise dürfte das niedrige langfristige Realzinsniveau gespielt haben.

Eine WIFO-Befragung von europäischen Konjunkturforschungsinstituten bezüglich der Erfahrungen mit Immobilienvermögenseffekten brachte sehr unterschiedliche Resultate. Am stärksten wird der Effekt in Großbritannien wahrgenommen. Das National Institute for Economic and Social Research gibt signifikante Effekte des Immobilienvermögens auf den privaten Konsum an. Mittelfristig erhöht laut Konsumfunktion des NIESR ein Anstieg des Immobilienvermögens um 1% die Konsumausgaben der privaten Haushalte um 0,136%. Das ESRI berichtet für Irland unter langfristigen Gesichtspunkten von relativ kleinen Vermögenseffekten auf den Konsum, stellt allerdings für die letzten Jahre zunehmende Refinanzierungen von Hauskrediten und in der Folge Vermögenseffekte auf die Konsumnachfrage fest. Das Konjunkturinstitutet in Schweden und Statistics Norway berichten von erheblichen Effekten von Hauspreisschwankungen auf den privaten Konsum.

Deutlich zurückhaltender sind die Stellungnahmen von Konjunkturforschungsinstituten in den kontinentaleuropäischen Ländern. Das OFCE ermittelt für Frankreich einen Immobilienvermögenseffekt auf den privaten Konsum, das Ausmaß ist allerdings sehr gering. Die deutschen Konjunkturinstitute stellen keine relevanten Effekte von Immobilienpreisschwankungen auf den Konsum fest.

Die Immobilienpreise haben also in einer Reihe von Ländern signifikanten Einfluss auf den Wohnbau, den privaten Konsum und somit auch auf das Wirtschaftswachstum. Das zeigen nicht nur die angeführten Regressionsgleichungen, sondern auch die Länderreihung der Immobilienpreise, die relativ gut mit jener des BIP-Wachstums übereinstimmt (Übersicht 5). Die Korrelation ist schwächer als in Bezug auf den Wohnbau. Im Anhang wird die Entwicklung der Immobilienpreise und des privaten Konsums im Zeitverlauf dargestellt; der Zusammenhang der Reihen ist relativ schwach, da der Konsum ja primär durch die Einkommensentwicklung bestimmt wird.

## **6. Die Struktur der Finanzmärkte als ein wichtiger Bestimmungsgrund der Unterschiede zwischen nord- und mitteleuropäischen Ländern**

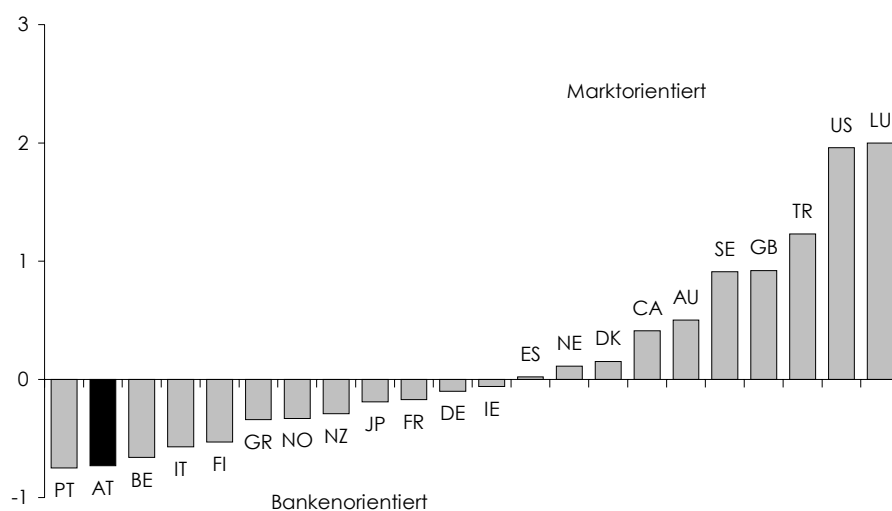
Ein wichtiger Unterschied zwischen den zwei Ländergruppen liegt im Finanz- und Kreditsystem. Die angelsächsisch-skandinavischen Länder können als marktbasierter, die mitteleuropäischen als bankbasierter bezeichnet werden. Liquide und transparente Vermögensmärkte ermöglichen höhere Spezialisierung und mehr Transparenz in der individuellen Risikodiversifikation. Sie verursachen aber auch größere Outputschwankungen durch höhere Schockanfälligkeit. Zwischen Finanz- und Immobilienmärkten besteht in den marktorientierten Ländern ein enger Zusammenhang. Länder mit liquiden Finanzmärkten haben auch liquide und transparente Wohnimmobilien-Vermögensmärkte (USA, Großbritannien). Diese beiden Märkte waren insbe-

sondere während der Aktienbaisse ab 2001 negativ miteinander korreliert. Dies hat in den USA, Großbritannien und Skandinavien wesentlich zur Verstärkung des privaten Konsums beigetragen.

In den angelsächsisch-nordeuropäischen Ländern existieren ausgebauter Vermögenmärkte für Wohnimmobilien mit sehr volatilen Preisen. Überdies spielen Kreditkarten zur Finanzierung des privaten Konsums eine wesentlich größere Rolle als in Kontinentaleuropa. Konsumkredite werden in diesen Ländern durch Kreditkarten begünstigt, deren Kreditrahmen nicht nur vom Einkommen, sondern auch vom Vermögen abhängt. Eine Verdoppelung der Immobilienpreise führt z. B. zu einem wesentlichen höheren Kreditrahmen, der für Konsumkredite genutzt werden kann. In Mitteleuropa sind dagegen die Märkte für Wohnimmobilien wenig ausgebaut. Die Bevölkerung wechselt selten ihren Wohnort, die Preise für Wohnimmobilien schwanken relativ wenig. Der private Konsum wird durch hohe Zinsen für Überziehungskredite bei Girokonten gebremst; die Bankomatkarten (Debit-Karten) und deren Überziehungsrahmen sind nur am Einkommen, nicht am Vermögen orientiert.

Im IMF World Economic Outlook September 2004 wird zwischen "market-based" und "bank-based financial system countries" unterschieden. Als Unterscheidungskriterium wird das Verhältnis der Marktkapitalisierung an heimischen Börsen gehandelter Wertpapiere zu offenen Forderungen von Banken herangezogen. Die mitteleuropäischen Länder weisen bis auf die Schweiz ein Finanzsystem auf, bei dem Finanztransaktionen zum überwiegenden Teil über Banken abgewickelt werden. Hingegen dient bei den angelsächsisch-nordeuropäischen Ländern mit Ausnahme von Finnland die Börse als Finanzintermediär (siehe Abbildung 3).

Abbildung 3: Bankenorientierte versus marktorientierte Finanzsysteme  
Index für Finanzsystementwicklung



Q: Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (Hrsg.), Financial Structure and Economic Growth – A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development, MIT Press, Cambridge, 2001.

Auch die Finanzierung des Wohnbaus unterscheidet sich zwischen diesen Ländergruppen. In den angelsächsischen Ländern wird der Wohnbau in der Regel von Unternehmenskonsortien geplant bzw. ausgeführt und durch Hypothekarkredite mit flexiblen Zinssätzen finanziert. Die Zinssätze haben großen Einfluss auf die "housing starts" in Irland, den Niederlanden und den USA (*IMF*, 2004, Chapter II, S. 8). In Mitteleuropa spielen die Arbeit des Hausbauers und Kredite zu fixen langfristigen Zinssätzen eine besondere Rolle. Der Wohnbau wird hier meist durch staatliche Förderungen bzw. Zuschüsse, nicht durch Steuerabsetzbeträge gefördert.

Die Zinssätze haben in jenen Ländern großen und raschen Einfluss auf den Wohnbau, in denen Hypothekarkredite mit flexiblen Zinssätzen (*adjustable-rate mortgage contracts*) überwiegen. Die privaten Haushalte tragen in diesem Fall das Risiko steigender Rückzahlungen und eines geschmälernten verbleibenden Einkommens. Die Länder mit flexiblen Kontrakten verzeichneten in den letzten Jahren einen höheren Anstieg und eine größere Volatilität der Haus- und Wohnungspreise als Länder mit fixen Rückzahlungen der Hypothekarkredite (*fixed-rate mortgages*). In europäischen Ländern mit stark ausgebauten Finanz- und Kapitalmärkten überwiegen die flexiblen Rückzahlungen, in Ländern mit dominierendem Bankensystem sind fixe Rückzahlungen die Regel. Es gibt aber eine Reihe von Ausnahmen. Wenn die Konsumenten überhaupt die Wahl haben, dann neigen sie dazu, Hypothekarkredite vorzuziehen, welche die niedrigsten Anfangskosten haben (in Österreich z. B. Fremdwährungskredite in Schweizer Franken). Die Konsumenten tendieren dazu, längerfristige Risiken zu unterschätzen, wozu auch das Vertrauen in die Informationen seitens der Banken beiträgt. Niedrige Zinssätze verlagern bei flexiblen Verträgen die Last der Hypothek auf die späteren Jahre und stimulieren damit die "housing starts".

Der Internationale Währungsfonds kommt in seinem jüngsten *World Economic Outlook* zu dem Schluss: "It appears that countries with predominantly fixed mortgages have better behaved housing prices and fewer negative spillover effects on their economies" (*IMF*, 2004, S. 13).

Für die Übertragung von Schwankungen der Immobilienpreise auf die Wohnbautätigkeit und die private Konsumnachfrage spielen die Charakteristika der Hypothekarmärkte und der Hypothekarkredite eine wichtige Rolle. In der angelsächsischen Ländergruppe sind Hypothekarkredite deutlich wichtiger als in der mitteleuropäischen. Die OECD (*Catte – Girouard – Price – Andre*, 2004) weist für einige Länder der ersten Gruppe einen hohen Anteil von Hypothekarverbindlichkeiten am BIP aus: Niederlande 79%, Dänemark 74%, Großbritannien 64%; hingegen ist die Hypothekarverschuldung in Schweden (40% des BIP) und Spanien (32%) relativ niedrig. In den mitteleuropäischen Ländern liegen die Hypothekarverbindlichkeiten merklich niedriger (Frankreich 23%, Italien 11%), nur in Deutschland ist der Anteil hoch (54%). Die OECD weist zudem darauf hin, dass der Anteil der Hypothekarverbindlichkeiten vor allem in jenen Ländern rasch gestiegen ist, in denen die Immobilienpreise stark zunahmen.

Noch wichtiger dürfte die Möglichkeit der Umschuldung von Hypothekarverbindlichkeiten sein. In den angelsächsischen Ländern werden Hypothekarkredite mit sehr langen Laufzeiten



und flexiblem Zinsniveau vergeben bzw. können Möglichkeiten der Umschuldung bei Veränderungen im Zinsniveau relativ leicht in Anspruch genommen werden<sup>7)</sup>). Stark steigende Immobilienpreise erlauben den Hausbesitzern, zusätzliche Kredite aufzunehmen. Dies begünstigt den Erwerb von (langlebigen) Konsumgütern. Senkungen der kurzfristigen Zinssätze schlagen rasch auf die Kreditkosten der Immobilieneigentümer durch.

In den mitteleuropäischen Ländern sind diese Möglichkeiten begrenzt. Kredite mit einem fixen Zinssatz sind die Regel, steigende Immobilienpreise führen kaum zur Ausweitung des Kreditvolumens und zur Erhöhung der Liquidität von Haus- oder Wohnungsbesitzern. Die Belastung durch Kreditkosten orientiert sich eher an den langfristigen Zinssätzen.

Die OECD berechnet einen "mortgage market completeness index", in den Verfügbarkeit verschiedener Hypothekarkreditprodukte, Wahlmöglichkeiten zwischen verschiedenen Zinssatzanpassungen und Rückzahlungsstrukturen, Zugang zu Hypothekarkrediten und ähnliche Variablen eingehen. Großbritannien und die Niederlande weisen die höchsten Indexwerte auf, Deutschland und Italien die niedrigsten. In den angelsächsischen Ländern bieten die Hypothekarkreditmärkte nach dem Urteil der OECD deutlich leichteren Zugang zu Liquidität als in den mitteleuropäischen Ländern.

Vor allem in den achtziger Jahren haben umfangreiche Reformen auf den Finanzmärkten stattgefunden, die den Immobilienmarkt betrafen. Diese Deregulierungsmaßnahmen haben besonders in Großbritannien und in den skandinavischen Ländern zum starken Auftrieb der Immobilienpreise in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre beigetragen<sup>8)</sup>). Mit der Verwirklichung eines einheitlichen EU-Kapitalmarktes könnten sich mittelfristig die Unterschiede zwischen den Hypothekarkreditmärkten und den Finanzierungsbedingungen der verschiedenen Staaten verringern.

Die EZB (2003) stellt einen Trend von Miete zu Eigentum seit 1980 fest. Diese Entwicklung wird einerseits auf ein reduziertes Angebot von Mietwohnungen infolge einer strengen Mietregulierung, andererseits auf die Liberalisierung der Hypothekarmärkte und Vereinheitlichung der nationalen Kapitalmärkte zurückgeführt. Durch eine erleichterte Kreditaufnahme und niedrigere Transaktionskosten entscheiden sich Haushalte vermehrt zum Kauf ihrer Wohnung bzw. ihres Hauses. Der Rückgang des sozialen Wohnbaus ist als weitere Ursache für die Entwicklung von Miete hin zu Eigentum zu nennen. Die untersuchten Länder weisen sehr unterschiedliche Eigentumsquoten auf<sup>9)</sup>) Betrachtet man den Anteil der Hauseigentümer getrennt für die angelsächsische Ländergruppe und für die mitteleuropäische Ländergruppe, so fällt auf, dass die Eigentumsquote im Durchschnitt bei der ersten Gruppe höher liegt (65% im Gegensatz zu 59%). In Deutschland ist die Eigentumsquote besonders niedrig, aber auch in Österreich ist sie

---

7) Viele österreichische Banken verrechnen dagegen heute 2% Bearbeitungsgebühr für eine Kreditvergabe und erschweren damit eine Umschuldung.

8) *The Economist* (2004).

9) Eigentumsquoten sind international allerdings aufgrund unterschiedlicher Definitionen nicht leicht zu vergleichen.

unterdurchschnittlich. Über die Zeit betrachtet, zeichnet sich seit 1990 vor allem bei den mitteleuropäischen Ländern eine Entwicklung zum Wohnungseigentum ab. Alle Länder außer Dänemark und Finnland weisen 2003 eine höhere Eigentumsquote im Vergleich zu 1990 auf. Die gegenläufige Entwicklung in Dänemark wird mit hoher Wahrscheinlichkeit auf die starke staatliche Intervention auf dem Mietwohnungsmarkt zurückzuführen sein. In Finnland führte eine Aufhebung der meisten Mietregulierungen im Jahre 1990 zu einem Rückgang der Eigentumsquote um 9 Prozentpunkte. Diese Liberalisierung des Mietmarktes brachte gleichzeitig einen relativ starken Anstieg der Mietpreise mit sich<sup>10)</sup>.

*Catte et al.* (2004) führen eine hohe Eigentumsquote als einen bedeutender Faktor für die Übertragung von Vermögenseffekten auf den privaten Konsum an. Vermögenseffekte infolge gestiegener Hauspreise können sich nur auf den Konsum auswirken, wenn sowohl günstige Möglichkeiten zur Umschuldung vorliegen, als auch ein hoher Anteil an Wohnungsbesitzern gegeben ist.

---

<sup>10)</sup> ECB (2003), S. 27.

Übersicht 6: Haus- und Wohnungspreise, Eigentumsquoten und Hypothekarkmarkt

	Haus- und Wohnungspreise Ø 1995/2003 <sup>1)</sup>		Eigentumsquote <sup>2)</sup>		Hypothekarkredit- Typische Laufzeit Verbindlichkeiten von Hypothekarkrediten <sup>3)</sup> 2002 <sup>3)</sup>		Formen der Zinssatzvereinbarung		Marktkform	
	In %	p. a	1990 In %	2003 In %	In % des BIP	In Jahren	BIS <sup>4)</sup>	OECD <sup>5)</sup> In %	IMF <sup>6)</sup>	Levine <sup>7)</sup>
Irland	+ 13,2		79,30	76,92	36,5	20	Variabel	IFPR: 70, VR: 30	Markt	Bank
Großbritannien	+ 11,1		66,00	70,00	64,3	25	Variabel	IFPR: 95, VR: 5	Markt	Markt
Niederlande	+ 10,2		45,00	53,00	78,8	30	Fix	IFPR: 80, VR: 20	Markt	Markt
Spanien	+ 9,0		78,00	82,90	32,2	15	Variabel	IFPR: 50, VR: 50	Bank	Markt
Dänemark	+ 7,1		52,00	51,00	74,3	30	Fix	FR: 78	Bank	Markt
Schweden	+ 6,9		56,00	61,00	40,4	< 30	Variabel	IFPR: 100	Markt	Markt
Finnland	+ 6,6		67,00	58,00	31,8	15-18	Variabel	IFPR: 90	Bank	Bank
Mittelwert	+ 9,2		63,3	64,7	51,2	24	Variabel überwiegend		Markt überwiegend	Markt überwiegend
Frankreich	+ 5,0		55,02	56,22	22,8	15	Fix	FR: 60, VR: 40	Bank	Bank
Italien	+ 4,0		68,00	80,00	11,4	15	Gemischt	IFPR: 50, FR: 50	Bank	Bank
Schweiz	+ 0,1		N/A	N/A	N/A	N/A	Variabel	N/A	Markt	-
Deutschland	± 0,0		39,00	43,60	54,0	25-30	Fix	IFPR: 100	Bank	Bank
Österreich	- 1,3		55,00	56,00	27,0	20-30	Fix	IFPR: 100	Bank	Bank
Mittelwert	+ 1,6		54,3	59,0	28,8	20	Fix überwiegend		Bank überwiegend	Bank überwiegend
Japan	- 2,6		61,00	62,00	36,8	25-30	Gemischt	FR: 36, IFPR: 64	Bank	Bank
USA	+ 6,2		63,95	68,25	58,0	30	Fix	FR: 74, IFPR: 26	Markt	Markt

1) BIS, Eurostat, OECD, WIFO-Berechnungen. Haus- und Wohnungspreise für Österreich beziehen sich nur auf Wien. - 2) IMF (2004), für Dänemark, Schweden und Finnland: 2002; Caffé et al. (2004). - 3) Caffé et al. (2004). - 4) DeBelle (2004). - 5) Girouard - Blöndal (2001), IFPR ... Initial fixed-period rate, VR ... Variable rate, FR ... Fixed rate. - 6) IMF (2004) marktbasiert (Markt), bankbasiert (Bank). - 7) Demirgüç-Kunt - Levine (Hrsg.), Financial Structure and Economic Growth - A Cross-country Comparison of Banks, Markets and Development, MIT Press, Cambridge, 2001.

## 7. Haus- und Wohnungspreise und Inflation

Von den steigenden Immobilienpreisen geht in einer Reihe von Ländern ein gewisser Druck auf die Verbraucherpreise aus. Zwischen Immobilienpreisen und Verbraucherpreisen lässt sich jedoch im internationalen Querschnitt nur ein schwacher Zusammenhang erkennen. Dieser ist primär auf die indirekten Auswirkungen der Immobilienpreise auf das Wirtschaftswachstum und letztlich auf die Inflationsrate zurückzuführen. Der Einfluss höherer Mieten, die aus steigenden Immobilienpreisen resultieren, ist relativ gering. Im internationalen Querschnitt zeigt sich kein sichtbarer Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Mieten und der Immobilienpreise (Übersicht 7). In Österreich stiegen z. B. die Mieten 1995/2003 relativ kräftig, die Immobilienpreise gingen jedoch zurück. In Schweden erhöhten sich die Mieten kaum, die Immobilienpreise dagegen stark.

Übersicht 7: Haus- und Wohnungspreise und Inflation  
Ø 1995/2003

	Haus- und Wohnungspreise	Verbraucherpreisindex <sup>1)</sup> Jährliche Veränderung in %	Mietpreisindex
Irland	+ 13,2	+ 3,2	+ 5,9
Großbritannien	+ 11,1	+ 1,5	+ 3,1
Niederlande	+ 10,2	+ 2,6	+ 3,3
Spanien	+ 9,3	+ 2,8	+ 4,9
Dänemark	+ 7,1	+ 2,1	+ 2,5
Schweden	+ 6,9	+ 1,6	+ 1,8
Finnland	+ 6,6	+ 1,7	+ 3,0
USA	+ 6,2	+ 2,4	+ 3,4
Frankreich	+ 4,7	+ 1,5	+ 1,6
Italien	+ 4,0	+ 2,5	+ 4,1
Schweiz	+ 0,1	+ 0,7	+ 1,0
Deutschland	± 0,0	+ 1,2	+ 1,6
Österreich <sup>2)</sup>	- 1,1	+ 1,4	+ 3,3
Japan	- 2,6	- 0,1	+ 0,5

Q: Bank for International Settlements, Eurostat, OECD, WIFO-Berechnungen. – Gereiht nach Haus- und Wohnungspreise. – <sup>1)</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex ausgenommen Japan, Schweiz, USA. – <sup>2)</sup> Haus- und Wohnungspreise beziehen sich nur auf Wien.

Im Länderquerschnitt haben Irland und Spanien überdurchschnittliche Inflationsraten. Diese dürften jedoch eher mit der allgemeinen Wirtschaftslage als unmittelbar mit den Immobilienpreisen zusammenhängen. Die Verbraucherpreisindizes sind international gerade wegen der Wohnungspreise schwer vergleichbar<sup>11)</sup> – insbesondere wegen der unterschiedlichen Eigentumsstrukturen der Wohnungen. Die Gewichte der Mieten im Verbraucherpreisindex sind höchst unterschiedlich: In Österreich machen sie nur 3½% des Warenkorb aus, in

<sup>11)</sup> Pollan (2004).

Deutschland 11%. Der steigende Zinsaufwand in Ländern mit sehr hoher Eigentumsquote schlägt sich nicht direkt im Verbraucherpreisindex nieder.

Steigende Immobilienpreise können also über höhere Mieten einen gewissen Einfluss auf die Teuerung haben. Umgekehrt kann aber auch die Inflation Auswirkungen auf die Immobilienpreise haben. Die Bank for International Settlements (*Tsatsaronis, 2004*) untersuchte den Einfluss der Inflation und anderer Faktoren auf die realen Immobilienpreise. Das überraschende Ergebnis: Die Inflationsrate ist die wichtigste Determinante der realen (!) Immobilienpreise. Die Erwartung weiter steigender Preise könnte die Nachfrage nach Neubauten und damit die Immobilienpreise in die Höhe treiben. Überdies führt eine hohe Inflationsrate im Euro-Raum zu niedrigen realen Zinssätzen, welche die Wohnbaunachfrage und die Immobilienpreise begünstigen. (Weitere Untersuchungen erscheinen jedoch notwendig, um die Ergebnisse der BIS-Studie als gesichert anzusehen.)

Die Notenbanken der Länder mit stark steigenden Hauspreisen (USA, Großbritannien) stehen vor der schwierigen Aufgabe, einerseits den Preisauftrieb zu bremsen, andererseits aber die Risiken, die von einer Zinssatzerhöhung auf die Immobilienpreise ausgehen, nicht zu unterschätzen. In Großbritannien und den USA wurden die Zinssätze in dieser Situation zweckmäßigerweise relativ früh, aber behutsam angehoben. Es gibt Indizien, dass in der Vergangenheit ein zu rasches Anziehen der geldpolitischen Zügel zum plötzlichen Platzen der Immobilienblase in Japan, Schweden und anderen Ländern beitrug.

## **8. Risiken der Volatilität der Immobilienmärkte für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung**

Aktuelle Analysen der Hauspreisentwicklung in verschiedenen Ländern deuten darauf hin, dass in den letzten Jahren überproportionale Steigerungen von Haus- und Wohnungspreisen aufgetreten sind. *PriceWaterhouseCoopers (2004)* sehen die Preise für Häuser und Wohnungen in Großbritannien, den Niederlanden, Irland und Spanien als überhöht an. In Irland ist der Hauspreisboom in den neunziger Jahren durch einen starken Anstieg der Einkommen und niedrige Realzinsen seit dem Beitritt zur Europäischen Währungsunion untermauert. Die Analysten von *PriceWaterhouseCoopers* rechnen deshalb eher mit einem "soft landing" des Immobilienmarktes. Zahlreiche Indikatoren deuten darauf hin, dass bereits eine Abschwächung des Preisauftriebs erfolgt. Für Großbritannien wird die Gefahr eines "hard landing" als realistisch eingestuft. Die *Deutsche Bank Research (2004)* konstatiert für Großbritannien ein explosionsartiges Wachstum der Hauspreise, das sich von der Entwicklung der fundamentalen Erklärungsvariablen abgekoppelt hat und zu einem deutlich gestiegenen Risiko eines raschen Einbruchs der Preise geführt hat.

Unabhängig davon, ob die "Landung hart oder weich" ausfällt, wird in den betroffenen Ländern in den kommenden Jahren der Wachstumsimpuls, der von den Immobilienpreisen auf Wohnbau und privaten Konsum ausging, verlorengehen. Dies zeigt sich am Beispiel der Nie-

derlande. Der Boom auf den Immobilienmärkten, der in den Jahren 1999 und 2000 zu einer Zunahme der Preise um 15-20% geführt hatte, hat Privatkonsum und Bauinvestitionen belebt. Seit 2001 hat sich der Anstieg der Immobilienpreise merklich eingebremst, 2004 dürfte es sogar zu einem Rückgang gekommen sein. Zusammen mit anderen Faktoren hat die daraus resultierende Dämpfung des privaten Konsums und der Bauinvestitionen zur markanten Abschwächung des Wirtschaftswachstums beigetragen. Nach Schätzungen der niederländischen Zentralbank hat das Ende des Immobilienpreisanstiegs das Wirtschaftswachstum in den letzten Jahren um bis zu 0,7 Prozentpunkte pro Jahr gedämpft (FTD, 14. 2. 2005).

In vielen der Länder, in denen in den letzten Jahren die Immobilienpreise stark angestiegen sind, waren auch in der Vergangenheit starke Schwankungen der Haus- und Wohnungspreise zu beobachten (Abbildung 4). Die Volatilität der Vermögenmärkte hat auch zu erheblichen konjunkturellen Schwankungen geführt.

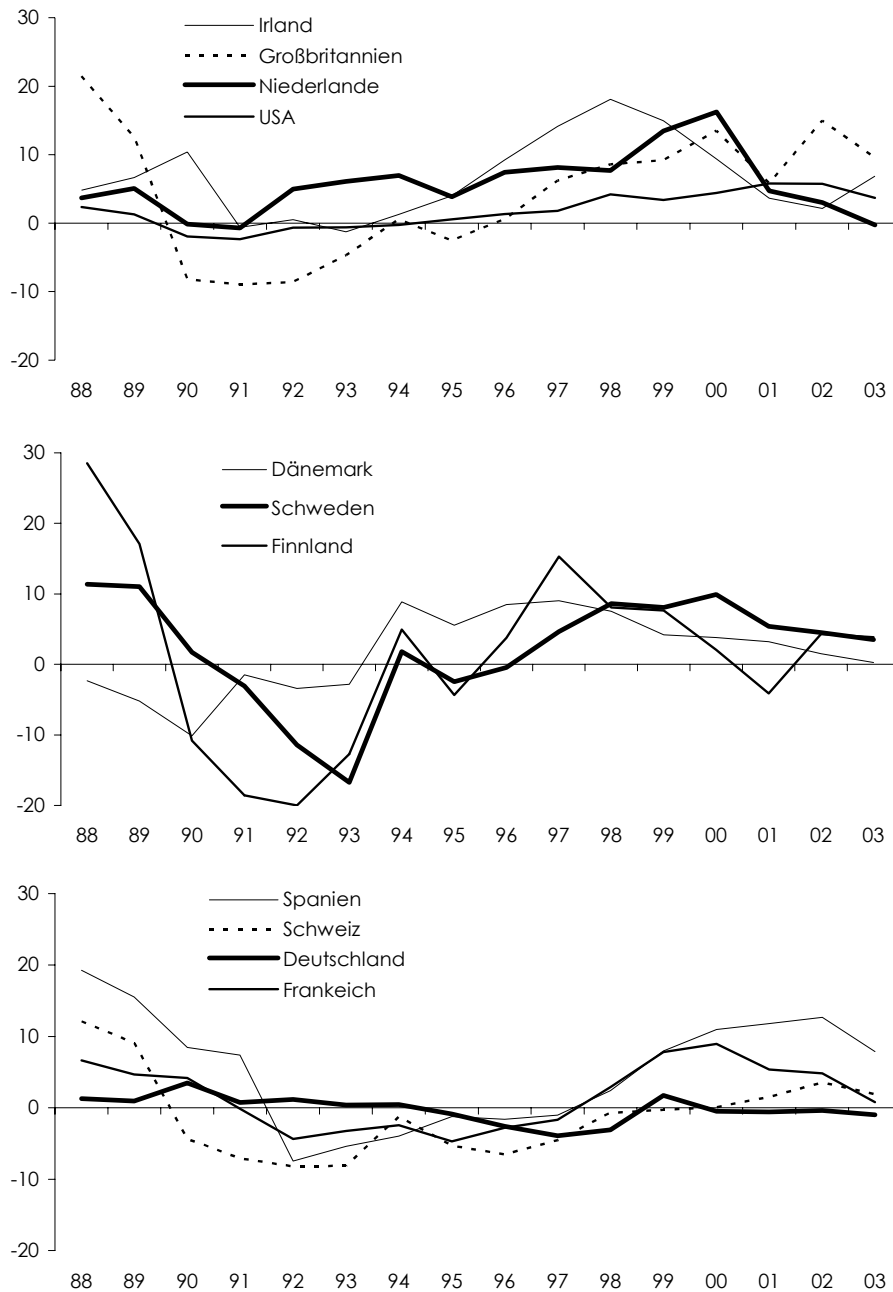
### **8.1 Versuche zur Stabilisierung der Immobilienmärkte in Großbritannien**

Großbritannien weist seit Mitte der neunziger Jahre einen besonders markanten Anstieg der Immobilienpreise auf. Die realen Immobilienpreise lagen im Jahr 2004 mehr als doppelt so hoch wie im Jahr 1995. Diese Hausse der Immobilienwerte ist selbst für britische Verhältnisse außergewöhnlich. Starker Preisaufrtrieb für Häuser und Grundstücke war allerdings auch in der Vergangenheit zu beobachten: In den Perioden 1971-1973, 1978-1980 und besonders ausgeprägt 1985-1989 stiegen die realen Immobilienpreise deutlich rascher als die Einkommen und das reale BIP.

Vor allem in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre war der Immobilienpreisboom begleitet von gesamtwirtschaftlicher Überhitzung. Günstige Finanzierungsbedingungen haben zu einer Ausweitung der Verschuldung der privaten Haushalte geführt, die Privatkredite stiegen auf mehr als 100% der verfügbaren Einkommen, der Sparanteil am verfügbaren Einkommen verringerte sich drastisch. Die Ausgaben für dauerhafte Konsumgüter und Häuser stiegen stark an. Der kräftige Anstieg der Preise für Geschäfts- und Bürobauten hat auch zu einer starken Belebung der Bautätigkeit in diesen Sparten geführt, die Canary Wharf in London bildet ein bekanntes Beispiel.

Auf die spekulativ übertriebene Hausse folgte ein markanter Einbruch der Immobilienpreise, der mit einer ungünstigen Entwicklung des BIP verbunden war. Eine merkliche Tieferbewertung der Immobilien hatte dämpfende Effekte auf den privaten Konsum und führte zu einem markanten Rückgang der Bautätigkeit. Zusammen mit dem Einbruch der Aktienmärkte und der exportdämpfenden Überbewertung des Pfund Sterling im Europäischen Wechselkurssystem hat der Einbruch der Immobilienpreise zur tiefen Rezession 1990-1992 wesentlich beigetragen. Das reale BIP sank kumuliert um 1,2%. Erst das Ausscheiden des Pfund Sterling aus dem Wechselkursmechanismus des EWS, verbunden mit einer massiven Abwertung, erlaubte eine konjunkturelle Erholung. Die Volatilität der Immobilienpreise hat wesentlich zur Instabilität der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Großbritannien beigetragen.

Abbildung 4: Immobilienpreise, real  
Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: BIS, nationale Quellen und WIFO-Berechnungen.

Die Zinspolitik der Bank of England spielt eine wichtige Rolle für die Entwicklung der Immobilienpreise. Zinssenkungen haben wesentlich zur Belebung der Hypothekarmärkte und zu einem Anstieg der Preise beigetragen. Starke Zinserhöhungen, die die Bank of England zur

Bekämpfung der hohen Inflation auf Verbraucherebene vornahm, bildeten in allen drei Perioden der Vergangenheit den Auslöser für das Platzen der Immobilienblase. Zwischen 1972 und 1974 stieg der Hauptrefinanzierungssatz um 8 Prozentpunkte, zwischen 1977 und 1980 um 10 Prozentpunkte und zwischen 1988 und 1990 um 6 Prozentpunkte. Auch im Jahr 2004 wurden die kurzfristigen Zinsen erhöht, allerdings blieb der Anstieg mit 1¼ Prozentpunkten deutlich geringer als in der Vergangenheit. Die Mehrzahl der Analysten erwartet deshalb keinen abrupten Einbruch der Immobilienpreise. Allerdings sind Preisprognosen mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Der *IMF* (2004) rechnet im Herbst 2004 mit einem Anstieg der Immobilienpreise in Großbritannien bis in den Herbst 2005 um 2,5%, wobei das 95%-Konfidenzintervall von –15% bis +20% reicht.

In den letzten Monaten mehren sich die Hinweise darauf, dass der Immobilienpreisboom bald zu einem Ende kommen könnte. Die Hauspreise steigen seit dem Spätsommer 2004 nicht mehr weiter an, einige Preisindizes deuten auf einen Rückgang hin. Dieser lässt sich auch aus anderen Indikatoren wie etwa der rückläufigen Zahl der Genehmigungen von Hypothekarkrediten ableiten. Offen bleibt, wie rasch die Korrektur der überhöhten Immobilienpreise erfolgen wird.

In Großbritannien hat der starke Anstieg der Immobilienpreise seit Mitte der neunziger Jahre vor dem Hintergrund der Erfahrungen der Vergangenheit, die auf einen wesentlichen Beitrag der hohen Volatilität der Immobilienmärkte zur gesamtwirtschaftlichen Instabilität hindeuten, eine Debatte um politische Reformen ausgelöst. Dazu wurden mehrere Regierungskommissionen eingesetzt. Die Miles-Review kam zum Ergebnis, dass der britische Hypothekarmarkt zwar gut entwickelt ist, die Finanzierung von Immobilien aber zu kurzfristig erfolgt (*Miles*, 2004). Verbesserungsvorschläge beziehen sich deshalb vor allem auf die Verfügbarkeit und die Anreize für die Inanspruchnahme von fix verzinsten Hypothekarkrediten mit langen Laufzeiten. Flexible verzinsten Hypothekarkredite können zur makroökonomischen Instabilität beitragen. Auf der einen Seite wollen also Länder, in denen langfristige Wohnbaufinanzierung vorherrscht, diese abbauen, um flexiblere Hypothekarmärkte zu bekommen und vom Auftrieb der Immobilienpreise zu profitieren. Auf der anderen Seite steht Großbritannien. Sein Hypothekarmarkt kommt dem Wunsch der OECD nach "Vollkommenheit" sehr nahe, im OECD Mortgage Market Completeness Index steht Großbritannien von acht Ländern an erster Stelle (*Catte et al.*, 2004, S. 23). Die Miles-Review empfiehlt allerdings, längerfristige Kredite mit stabileren Bedingungen zu begünstigen, um die Stabilität des Immobilienmarktes und der Gesamtwirtschaft zu erhöhen.

Die Barker-Review sieht als eine Ursache für den Preisanstieg das stagnierende Wohnungsangebot an, während die Nachfrage mit Einkommen und Bevölkerung wächst (*Barker*, 2004). Die Zahl der im sozialen Wohnungsbau fertiggestellten Wohnungen hat sich seit Mitte der neunziger Jahre halbiert. Auch im privaten Wohnungsbau gab es kaum Ausweitungen. Die Zahl der pro Jahr fertiggestellten Wohnungen beläuft sich in Großbritannien nur auf 1% des Bestandes, das ist gleich wenig wie in Deutschland mit seiner hohen Rate an leer stehenden



Wohnungen. Als wesentliche Politikmaßnahme wird eine Ausweitung des Wohnungsangebots durch sozialen und privaten Wohnbau und bessere Wohnbauplanung empfohlen.

Die Regierungskommissionen kommen zum Ergebnis, dass stärkere öffentliche Eingriffe in den britischen Wohnungsmarkt wünschenswert sind. Mit einer Verschiebung zugunsten längerfristig fixverzinsten Hypothekarkredite und eines höheren öffentlichen und privaten Wohnungsangebots soll die Stabilität des Immobilienmarktes und damit der Gesamtwirtschaft erhöht werden.

## **8.2 Hohe gesamtwirtschaftliche Kosten des Platzens der Immobilienblase in Schweden**

Ähnlich wie Großbritannien hat Schweden in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre einen Immobilienboom erlebt. Den Auslöser bildete die rasche Deregulierung der Finanzmärkte im Jahr 1985 (vgl. *Marterbauer – Schweighofer – Walterskirchen*, 1992). Die Deregulierung der Kreditmärkte, die mit einer Aufhebung von Kreditrationierungen verbunden war, hat zu einem Boom der Verschuldung bei privaten Haushalten und Unternehmen geführt. Die Sparquote der privaten Haushalte sank bis 1988 auf –5%, die Verschuldung erhöhte sich auf 135% des verfügbaren Einkommens. Verstärkt wurde die Kreditfinanzierung von Konsumausgaben und Wohnungsinvestitionen dadurch, dass Zinsaufwendungen zum Teil von der Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer abgezogen werden konnten. Dadurch war die effektive reale Zinslast von Privatkrediten in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre kaum positiv. Die Finanzmarktderegulierung führte auch dazu, dass Banken, Versicherungen und Pensionsfonds leichter auf Immobilienmärkten investieren konnten.

Die realen Immobilienpreise erhöhten sich in Schweden zwischen 1985 und 1990 um etwa 30%, die Preise für Büroflächen in Stockholm haben sich verdreifacht. Der starke Preisanstieg hat hohe Bauinvestitionen ausgelöst. Zwischen 1987 und 1990 sind die Bauinvestitionen kumuliert um 34% gestiegen. Private Haushalte haben die steigenden Vermögenswerte ihrer Häuser und Wohnungen zu einer Ausweitung der Hypothekarverschuldung genutzt, die Nachfrage nach dauerhaften Konsumgütern erlebte kräftige Zuwächse.

Stark steigende kurzfristige Zinsen, die mit dem Versuch der Reichsbank in Zusammenhang standen, den Wechselkurs der Krone im Europäischen Währungssystem zu verteidigen, lösten zu Beginn der neunziger Jahre einen Zusammenbruch des Immobilienmarktes aus. Die Immobilienpreise sind 1992 und 1993 eingebrochen, bei Büroflächen entstand ein hohes Überangebot. Auch der Wohnungsmarkt brach ein und die Kreditbelastung der privaten Haushalte war plötzlich viel höher als der Verkaufswert des Hauses. Die Konsumnachfrage der privaten Haushalte ging 1992/93 real zurück. Die Wohnbauinvestitionen brachen ein, sie lagen 1996 nur noch halb so hoch wie 1990. Das reale BIP fiel 1991-1993 kumuliert um 5%, die Zahl der Beschäftigten sank um 8%, die Arbeitslosenquote stieg auf 10% der Erwerbspersonen. Die Immobilienkrise führte zu einer tiefen Bankenkrise. Konkurse von Baufirmen und Immobiliengesellschaften und Finanzprobleme bei privaten Haushalten führten zu hohen Kreditausfällen. Nur

hohe öffentliche Finanzspritzen konnten das Überleben der schwedischen Banken Anfang der neunziger Jahre sichern.

Die schwedische Wirtschaftspolitik hat versucht, aus den negativen Erfahrungen von Immobilienbooms und -krise Schlussfolgerungen zu ziehen. Der Übergang zu Rahmenbedingungen einer Ökonomie mit niedriger Inflation und die glaubwürdige Anbindung der schwedischen Krone an den Euro gehören dazu. Vor allem wurde aber die steuerliche Absetzbarkeit von Zinszahlungen bei privaten Haushalten abgeschafft und andere steuerliche Anreize zur Verschuldung merklich verringert. Die Immobilienpreise blieben lange Zeit sehr flach und haben sich erst nach 1997 wieder zu erholen begonnen. Dies ging mit einer Belebung der Wohnbauinvestitionen – allerdings von einem sehr niedrigen Niveau ausgehend – einher.

### **8.3 Platzen der Immobilienblase und Deflationsproblem in Japan**

In Japan kam es in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre ähnlich wie in anderen Industrieländern zu einem rasanten Anstieg der Aktienkurse und Immobilienpreise. Die Aktienkurse haben sich verdreifacht, die Preise für Immobilien verdoppelt. Dahinter standen die Liberalisierung der Finanzmärkte und die unkontrollierte Ausweitung der kreditfinanzierten Anlagen auf Vermögensmärkten. Von Anfang 1989 bis Anfang 1991 verdoppelte die Notenbank das kurzfristige Zinsniveau. Dies bildete den Auslöser für den Zusammenbruch der Spekulationswelle. Der Nikkei-Aktienindex sank von mehr als 35.000 Punkten Anfang 1991 auf nur noch 15.000 Punkte. Nach dem Zusammenbruch der Aktienkurse kam es auch zu einer deutlichen Korrektur der Immobilienpreise, diese ermäßigten sich etwa um ein Drittel.

Die Kreditfinanzierung des Booms auf den Vermögensmärkten führte nach seinem Zusammenbruch dazu, dass die Banken mit einer Vielzahl von notleidenden Krediten konfrontiert waren. Massive öffentliche Subventionen zur Rettung des Bankensystems waren notwendig. Dennoch kam es zu einer rigorosen Kreditverknappung, die zusammen mit der Überschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten zu einem Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führte. Von diesem Einbruch der Nachfrage hat sich die japanische Volkswirtschaft trotz umfangreicher fiskal- und geldpolitischer Gegensteuerung nicht mehr erholt.

Das Fehlen ausreichender gesamtwirtschaftlicher Nachfrage kommt auch in der anhaltenden Deflation zum Ausdruck. Seit 1993 sind die Preise auf Verbraucherebene praktisch nicht mehr gestiegen. Die Produzentenpreise sind durchschnittlich um 1½% pro Jahr zurückgegangen. Rückläufige Preise tragen wesentlich dazu bei, dass die Realzinsen trotz expansiver Zinspolitik nicht ausreichend zurückgehen (*Krugman, 1998*). Der Rückgang der Immobilienpreise hat teils direkt zur Deflation beigetragen. Vor allem hat er aber die Nachfrageschwäche verschärft.

## 9. Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

Die Entwicklung der Immobilienpreise hatte in den letzten zehn Jahren signifikanten Einfluss auf die Wachstumsunterschiede der EU-Staaten. Wie bei allen anderen Erklärungen des Wirtschaftswachstums (Deregulierung, Steuern etc.) wurden daraus politische Forderungen abgeleitet. Die Wirtschaft in Mitteleuropa soll ähnlich wie in den angelsächsischen Ländern über steigende Immobilienpreise angekurbelt werden. Die OECD (*Catte et al., 2004*) empfahl z. B. eine Deregulierung der Hypothekarmärkte, weil es dadurch zu einer Stärkung der Vermögenseffekte auf den Konsum, zu höherer Wirksamkeit der Geldpolitik und zu einer rascheren Erholung der Konjunktur aus der Rezession kommt. Zur Erreichung der gewünschten "Vervollkommnung der Hypothekarmärkte" sollen eine Ausweitung der Hypothekarprodukte und des Kreises der Kreditnehmer, sowie eine Senkung der Transaktionskosten beitragen. Konkrete Vorschläge beziehen sich auf die Erhöhung des Verhältnisses von Kredithöhen zu Immobilienwerten, das breitere Angebot an fix und flexibel verzinsten Krediten, eine Ausweitung der Dauer der Kreditlaufzeiten, mehr Flexibilität in den Rückzahlungsvarianten, die Möglichkeit von zweiten Hypotheken, den leichteren Zugang von jüngeren und älteren Haushalten und solchen mit geringerer Kreditwürdigkeit zu Hypothekarmärkten, die Verringerung von Gebühren bei Immobilientransaktionen, Gerichtskosten, Maklergebühren und der Besteuerung von Wertzuwächsen. Die Deregulierung zur Erreichung einer höheren "Completeness" der Hypothekarmärkte soll es der kontinentaleuropäischen Ländergruppe erleichtern, ähnlich starke Wachstumseffekte in Bezug auf Konsum und Wohnbauinvestitionen zu generieren wie in der angelsächsisch-nordeuropäischen Ländergruppe.

Diese Vorschläge wurden von der Wirtschaftspolitik auch zunehmend aufgegriffen. In Frankreich wurde eine Reihe von Maßnahmen zur Belebung der Hypothekarkreditmärkte gesetzt. Darunter fallen die starke Ausweitung des Anteils an variabel finanzierten Krediten und Steuererleichterungen, die die Nachfrage nach neuen Wohnungen und Häusern stark ansteigen ließen. Der französische Immobilienmarkt, der über Jahrzehnte kaum Dynamik aufwies, zeigt seit 1998 deutliche Zeichen einer Belebung. Dies mag wesentlich zum deutlich höheren Wachstum von privatem Konsum und Bauinvestitionen etwa im Vergleich zu Deutschland beigetragen haben. Ein starker Anstieg der Immobilienpreise belebt die Konsumnachfrage und die Wohnbauinvestitionen und hat somit auf mittlere Sicht positive Effekte auf das Wirtschaftswachstum.

Eine Förderung der Volatilität der Immobilienpreise ist jedoch – ähnlich wie eine solche der Aktienkurse – eine fragwürdige Strategie. Langfristig sollten die Immobilienpreise in einer Beziehung zu den Fundamentals stehen und real ähnlich steigen wie die Einkommen – so wie die Aktienkurse längerfristig in einer gewissen Relation zu den Unternehmensgewinnen stehen sollten. Stark über die Einkommensentwicklung hinausgehende Immobilienpreissteigerungen drohen zu einer Überhitzung und einer Hauspreisblase zu führen. Eine scharfe Korrektur der Immobilienpreise nach unten kann erhebliche negative gesamtwirtschaftliche Wirkungen nach sich ziehen. Die Erfahrungen Großbritanniens, Schwedens oder Japans zu Beginn der

neunziger Jahre zeigen, dass ein Rückgang der Immobilienpreise negative Vermögenseffekte auf privaten Konsum und Wohnbauinvestitionen mit sich bringt. Die Folge sind hohe Wohlfahrtsverluste durch einen Einbruch des BIP und ein starker Anstieg von Arbeitslosigkeit und Budgetdefizit. In allen Fällen dauerte es lange, bis diese Wohlfahrtsverluste wieder aufgeholt werden konnten, vor allem blieb die Arbeitslosigkeit viele Jahre hoch.

Die Regressionsanalysen zeigen, dass die Immobilienpreise das Wirtschaftswachstum nur mittelfristig (1995/2003) positiv beeinflussten. Langfristig besteht kein Zusammenhang zwischen Immobilienpreisen und Wirtschaftswachstum. Je stärker der Anstieg, umso tiefer der Fall. Es ist zwar nicht auszuschließen, dass es in Zukunft zu einem "soft landing" der Immobilienpreise kommt, im Falle der Aktienkurse wurde diese Hoffnung jedoch im Jahr 2000 enttäuscht. Dass immer weiter steigende Immobilienpreise das Wirtschaftswachstum langfristig – im Gegensatz zu 1995/2003 – positiv beeinflussen können, ist höchst unwahrscheinlich. Überhöhte Immobilienpreise können zwar das Wohnungsangebot stimulieren, sie dämpfen jedoch langfristig die Nachfrage nach Wohnungen. Leerstehende Wohnungen verringern schließlich auch das Wohnungsangebot.

Die hohe Volatilität der Immobilienpreise (und Aktienkurse) trägt nicht nur zur Instabilität des Finanzsystems bei, sondern hat auch negative soziale Auswirkungen. Hohe Immobilienpreise machen es für junge und mobile Menschen fast unerschwinglich, eine Wohnung oder ein Haus zu kaufen. Den Gewinnen der Hausbesitzer stehen entsprechend hohe Kosten der Hauskäufer gegenüber, die in der Regel über Hypothekarkredite finanziert werden. Bei einem starken Verfall der überzogenen Immobilienpreise können die Kredite dann höher sein als der Wert der Häuser – mit entsprechenden Konsequenzen für die Banken und die Hauskäufer (siehe Japan und andere Länder).

Die Hypothekarmärkte erscheinen somit als ungeeignetes Instrument zur langfristigen Förderung des Wirtschaftswachstums, "vollkommene" Hypothekarmärkte erhöhen vor allem die Volatilität und Instabilität. Eine antizyklische Wohnbaupolitik (mit neuen Förderprogrammen in schwachen Konjunkturjahren) könnte jedoch zur Verringerung der Konjunkturschwankungen beitragen. Letztlich stellen die Veränderungen der Zinssätze im Konjunkturverlauf einen Teil einer solchen Politik dar.

Aufgrund der hohen Bedeutung der Immobilienpreise für die Wirtschaftsentwicklung in den Ländern mit marktbasierter Finanzierungsstruktur steht die Geldpolitik in diesen Ländern vor besonderen Herausforderungen. Sie muss auf die Entwicklung der Immobilienmärkte Rücksicht nehmen, um die gesamtwirtschaftliche Stabilität aufrecht zu erhalten. Niedrige Zinssätze waren – gemeinsam mit steuerlicher Absetzbarkeit der Zinsen – oft die Basis für übertriebene Immobilienpreiserhöhungen, abrupte Anhebungen der Zinssätze lösten dann den Zusammenbruch der Preisblase aus.

In der EU stehen also zwei Modelle einander gegenüber, die jeweils spezifische Vor- und Nachteile aufweisen. Das Modell der marktbasierter Finanzierung erlaubt es, einen höheren Teil der Vermögensbestände marktmäßig zu bewerten und damit für Kredite verwertbar zu

machen. Die Verschuldung der privaten Haushalte wird erleichtert. Innovationen in der Wohnbaufinanzierung führen kurz- und mittelfristig zu positiven Auswirkungen auf die Inlandsnachfrage und damit das Wirtschaftswachstum. Längerfristig ist in den marktbasierten Volkswirtschaften allerdings das Risiko von Finanzkrisen aufgrund von Immobilienpreisblasen hoch. Dem gegenüber steht das bankbasierte Modell, das auf die positiven Impulse von steigenden Kreditaufnahmen und Immobilienpreisen verzichtet. Im Mittelpunkt stehen Gläubiger-, nicht Schuldnerinteressen. Wachstumsverlusten aufgrund von relativ schwacher Expansion der Inlandsnachfrage steht langfristig eine relativ stabile gesamtwirtschaftliche Entwicklung gegenüber. Wahrscheinlich ist eine Konvergenz der beiden Systeme zweckmäßig: geringere Instabilität der Finanzmärkte in den marktbasierten Ländern und verstärkte Marktanreize in den bankbasierten Ländern.

## 10. Zusammenfassung

- Die Wachstumsunterschiede zwischen den europäischen Staaten in den Jahren 1995/2003 gehen in hohem Maße auf die Entwicklung der Hauspreise und deren Einfluss auf Wohnbau und Konsum zurück. In einer einfachen Querschnittsregression lässt sich mehr als die Hälfte der Wachstumsunterschiede durch die Immobilienpreise "erklären". Über mehrere Jahrzehnte betrachtet, besteht jedoch kein Zusammenhang zwischen Immobilienpreisen und Wirtschaftswachstum. Ähnlich wie bei den Aktienkursen folgt auf eine Periode des Anstiegs der Immobilienpreise eine Periode des abrupten Verfalls mit entsprechend negativen Konsequenzen. Es gibt auch keinen theoretischen Grund dafür, dass ständig steigende Hauspreise sich langfristig positiv auf das Wirtschaftswachstum auswirken könnten. Das Angebot wird zwar durch die hohen Preise kurzfristig stimuliert, die Nachfrage jedoch langfristig eher gedämpft.
- Die Immobilienpreise stiegen in den angelsächsisch-skandinavischen Ländern 1995/2003 um 9% p. a., in Mitteleuropa nur um 1%. In enger Wechselbeziehung dazu steht der Wohnbau. In den angelsächsisch-skandinavischen Ländern hat die Wohnbautätigkeit seit 1995 stark expandiert, in Mitteleuropa blieb sie dagegen schwach oder ging sogar zurück (Deutschland, Österreich). Dies stellt primär die Gegenbewegung zur vorangegangenen Entwicklung dar. Der Wohnungsneubau unterliegt eigenen Gesetzen. Ähnlich wie die Aktienbörsen sind auch die Hypothekarmärkte durch ein "Überschießen" charakterisiert. Wenn die Wohnungen knapp werden, dann steigen die Immobilienpreise und treiben den Wohnungsneubau an. Dieser Prozess überschießt gewöhnlich, d. h. er dauert so lange, bis ein Überangebot an Wohnungen entsteht und viele Wohnungen leerstehen. Dann geht der Neubau stark zurück, bis nach einigen Jahren wieder eine Knappheit an Wohnungen entsteht und der Zyklus von Neuem beginnt.
- Die Immobilienpreise beeinflussen darüber hinaus in den angelsächsischen und skandinavischen Ländern den privaten Konsum nachhaltig. Dieser stieg seit 1995 in den

angelsächsisch-skandinavischen Ländern weit rascher als in Mitteleuropa (+3¼% gegenüber +1½%). Laut IMF beträgt die langfristige Reaktion des privaten Konsums auf die Haus- und Wohnungspreise 0,040 in marktbasieren Ländern und 0,015 in bankbasierten Ländern. Die kräftige Konsumsteigerung in der ersten Ländergruppe hat einen weiteren Grund: Die Kreditkartenfinanzierung regt den privaten Konsum an, ihr Kreditrahmen ist auch am Vermögen orientiert. In den bankbasierten kontinentaleuropäischen Ländern hängt der Kreditrahmen nur vom Einkommen ab. Der Anstieg der Immobilienpreise (und Aktienkurse) trug in den USA, Großbritannien und Skandinavien entscheidend zum Rückgang der Sparquote in den neunziger Jahre bei. In Mitteleuropa drückten dagegen stagnierende Wohnungspreise sowie Sparmaßnahmen die Kaufbereitschaft.

- Zum Teil hängen die Unterschiede zwischen den Ländergruppen mit dem Finanzsystem zusammen. In den angelsächsisch-nordeuropäischen Ländern ist das Finanzsystem marktbasieren (mit Ausnahme Finnlands), d. h. es gibt liquide Aktien- und Immobilienmärkte mit hoher Volatilität. In Mitteleuropa ist das Finanzsystem dagegen bankbasieren (Ausnahme Schweiz). In den angelsächsischen Ländern wird der Wohnbau überwiegend durch Hypothekarkredite mit flexiblen Zinssätzen finanziert. Die aktuellen Zinssätze haben deshalb großen Einfluss auf den Wohnungsneubau. In diesen Ländern gibt es stark ausgeprägte zyklische Schwankungen der Immobilienpreise und des Wohnbaus, das Eigentum an Häusern und Wohnungen überwiegt. In Mitteleuropa spielen dagegen fixe langfristige Zinssätzen eine besondere Rolle, Miet- und Eigentumswohnungen in mehrgeschossigen Bauten haben hier ein höheres Gewicht als in der ersten Ländergruppe.
- Ein längerfristiger Vergleich zeigt, dass keine Unterschiede im Wirtschaftswachstum, Konsum und Wohnbau zwischen den beiden Ländergruppen bestehen, nur die Volatilität ist in den angelsächsisch-nordeuropäischen Ländern höher als in Mitteleuropa. In der Periode 1995/2003 stiegen Konsum und Wohnbauinvestitionen in der angelsächsischen Ländergruppe (ohne Irland) mit durchschnittlich +3,2% bzw. +3,7% p. a. weit rascher als in Mitteleuropa (+1,6% bzw. –1,0%). Im Zeitraum 1988/2003 – der etwa einen gesamten Wohnbau- und Immobilienpreiszyklus repräsentiert – entwickelten sich Konsum und Wohnbau in beiden Ländergruppen parallel.

Die wirtschaftspolitische Schlussfolgerung daraus ist: Die Hypothekarmärkte sind kein geeignetes Instrument zur langfristigen Förderung des Wirtschaftswachstums. "Vollkommene" Hypothekarmärkte erhöhen vor allem die Volatilität und Instabilität. Eine antizyklische Wohnbaupolitik könnte jedoch ein Instrument zur Verringerung der Konjunkturschwankungen darstellen.

- Immobilienpreise, die sehr viel rascher als die gesamtwirtschaftlichen Einkommen steigen, tragen zwar kurz- bis mittelfristig zu einer wirtschaftlichen Belebung bei, bergen allerdings das Risiko einer Überhitzung mit anschließendem Zusammenbruch der Spekulationsblase in sich. Dies kann schwerwiegende Folgen für Konjunktur, Arbeitsmarkt und öffentliche Haushalte mit sich bringen – wie die Entwicklung in Japan, Skandinavien und Großbritannien.

nien Anfang der neunziger Jahre zeigt. Eine wichtige Rolle spielt dabei die Zinspolitik: Ein plötzlicher starker Zinsanstieg kann einen Zusammenbruch auf dem Immobilienmarkt zur Folge haben, eine vorsichtige Anhebung der Zinssätze dagegen ein "soft landing". In Mitteleuropa bestehen solche Gefahren in den kommenden Jahren nicht. In den angelsächsisch-nordeuropäischen Ländern ist dagegen eine Konsumschwäche infolge sinkender Immobilienpreise zu erwarten.

- Die deutlichen Auswirkungen der Immobilienpreise auf das Wirtschaftswachstum stellen die heute gängige Theorie, dass das Wirtschaftswachstum mittelfristig nur angebotsseitig bestimmt ist und Nachfrageschwankungen bestenfalls kurzfristig relevant sind, in Frage: Die Wohnbauzyklen, die angebots- und nachfrageseitig determiniert sind, dauern typischerweise 15 bis 20 Jahre.

## Literaturhinweise

- Barker, K., Review of Housing Supply. Delivering Stability: Securing our Future Housing Needs, London, 2004.
- Barton, L., European House Prices, in European Economic Outlook, PriceWaterhouseCoopers, Oktober 2004, S. 25-33.
- Case, K., Quigley J., Shiller R., Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market, NBER Working Paper, 2001, (8606).
- Catte, P., Girouard N., Price R., Andre C., Housing Markets, Wealth and the Business Cycle, OECD Working Paper, Juni 2004, (394).
- Debelle, G., Household Debt and the Macroeconomy, BIS Quarterly Review, März 2004.
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (Hrsg.), Financial Structure and Economic Growth – A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development, MIT Press, Cambridge, 2001.
- Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen Nr. 304, Ende der Hauspreis-Rallye in UK in Sicht, 14. Oktober 2004.
- European Central Bank, Structural Factors in the EU Housing Markets, März 2003.
- Girouard, N., Blöndal S., House Prices and Economic Activity, OECD, Economics Department Working Papers, 2001, (279).
- Hahn, F., "The Finance-Growth Nexus Revisited: New Evidence from OECD Countries", WIFO Working Papers, 2002, (176).
- Hahn, F., Aktienmarkt und Konjunkturschwankungen. Gibt es einen Zusammenhang in den OECD-Ländern? WIFO-Monatsberichte, 2003, 76(8).
- Hahn, F., "Finance-Growth Nexus and the P-Bias. Evidence from OECD Countries", WIFO Working Papers, 2004, (223).
- Hahn, F., Walterskirchen E., "Stylized Facts der Konjunkturschwankungen in Österreich, Deutschland und den USA", WIFO Working Papers 1992, (58).
- IMF, The Global House Price Boom, IMF World Economic Outlook, Chapter II, September 2004.
- Krugman, P., "Competitiveness: A Dangerous Obsession", Foreign Affairs, Vol. 73(2), 1994, S. 28-44.
- Krugman, P., It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, Brookings Papers on Economic Activity, 1998 (2).
- Ludwig, A., Slok, T., The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries, IMF Working Paper, 2002, (02/1).
- Marterbauer, M., Schweighofer H., Walterskirchen E., Von der Deregulierung zur Banken- und Wirtschaftskrise in Schweden, Wirtschaft und Gesellschaft, 1992, 18 (4).
- Miles, D., The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View, London, 2004.
- Mooslechner, P., Die Geldvermögensposition privater Haushalte in Österreich, WIFO-Studie im Auftrag der Bank Austria, November 1997.
- OECD, Housing Markets, Wealth and the Business Cycle, OECD Economic Outlook, 2004, 75.
- Pollan, W., "Der Verbraucherpreisindex als Konjunkturindikator?" WIFO Monatsberichte, 2004, 77(12).
- Seidel, H., "Wirtschaftswachstum und Konvergenz", WIFO-Monatsberichte, 1995, 68,(1), S. 48ff.
- Steindl S., "House prices in the European Monetary Union. Regional disparities between euro-area countries", Central Bank of Ireland, Monetary Policy Discussion Paper 2003, (1).
- The Economist, Lifting the Roof, Europe's Housing Market, December 11, 2004.
- Tsatsaronis K., Zhu H., "What drives housing price dynamics: cross country evidence", in International banking and financial market developments, BIS Quarterly Review, März 2004, S. 65ff.



## Anhang

A 1: Sparquote

*In % des verfügbaren persönlichen Einkommens*

A 2: Bruttoinlandsprodukt, real

*Veränderung gegen das Vorjahr in %*

A 3: Privater Konsum, real

*Veränderung gegen das Vorjahr in %*

A 4: Wohnbauinvestitionen, real

*Veränderung gegen das Vorjahr in %*

A 5: Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise und des Bruttoinlandsprodukts seit 1970

*1970 = 100*

A 6: Haus- und Wohnungspreise, nominell und Bruttoinlandsprodukt (1990-2003)

*Veränderung gegen das Vorjahr in %*

A 7: Haus- und Wohnungspreise, nominell und Privater Konsum (1990-2003)

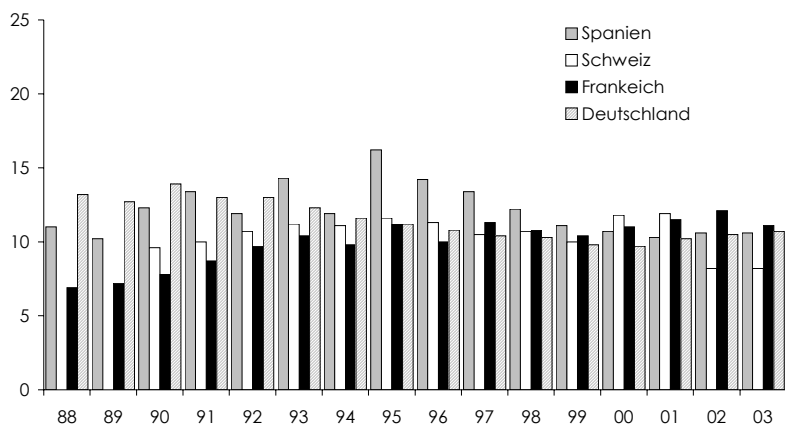
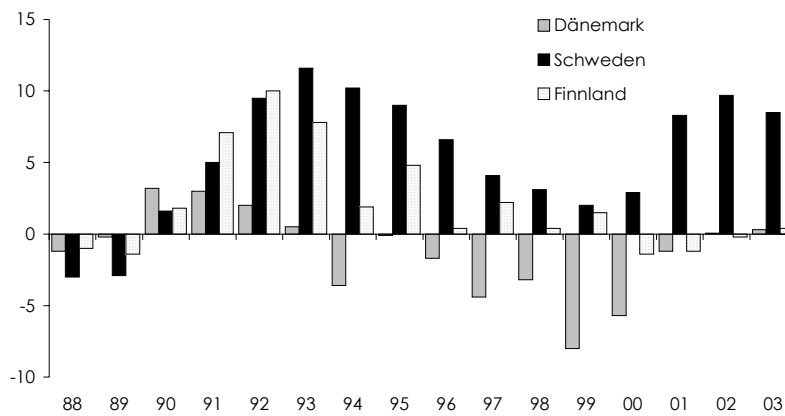
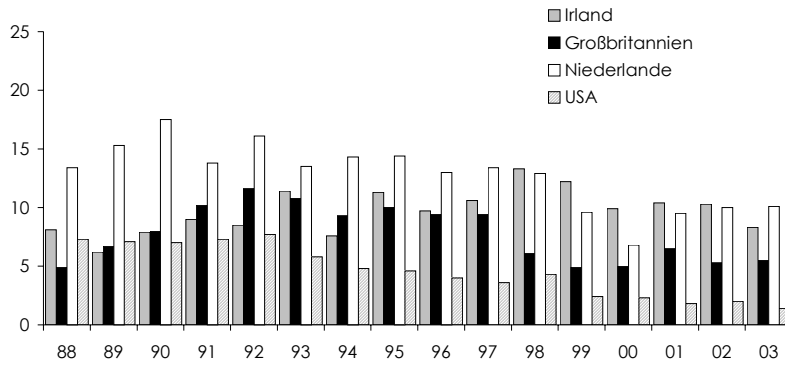
*Veränderung gegen das Vorjahr in %*

A 8: Haus- und Wohnungspreise, nominell und Wohnbauinvestitionen (1990-2003)

*Veränderung gegen das Vorjahr in %*

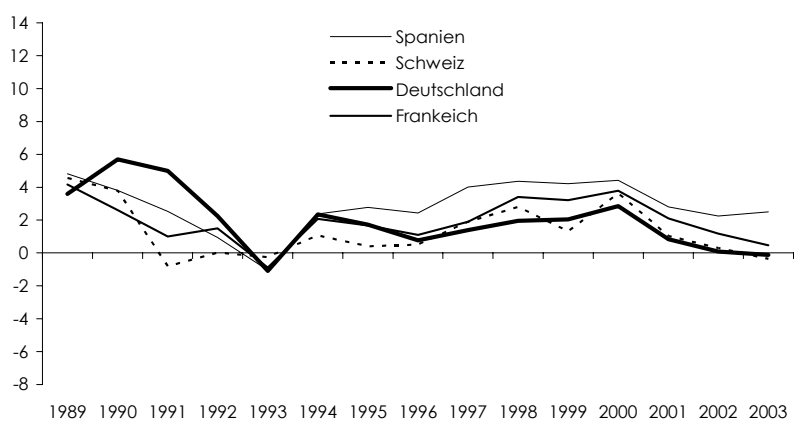
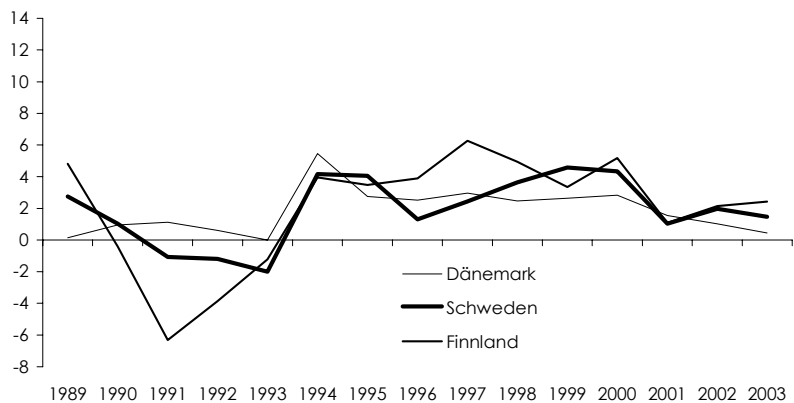
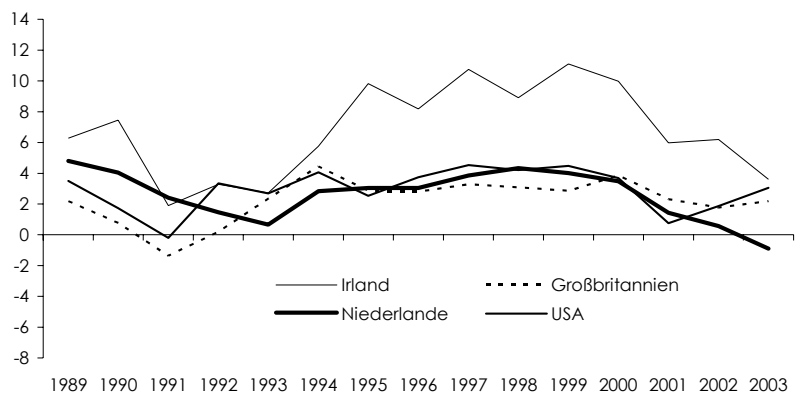
A 1: Sparquote

In % des verfügbaren persönlichen Einkommens



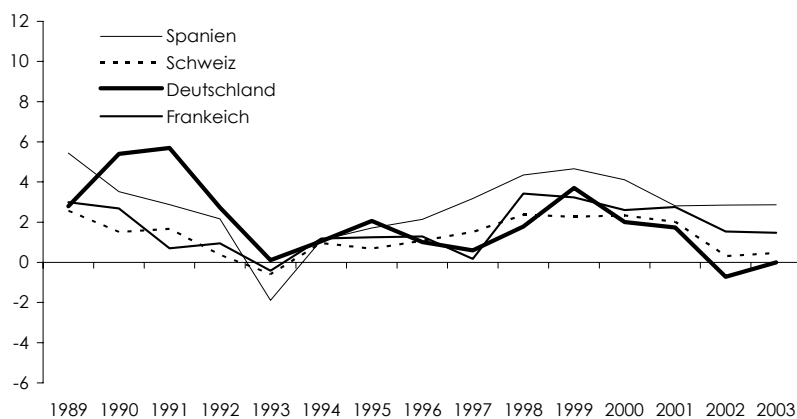
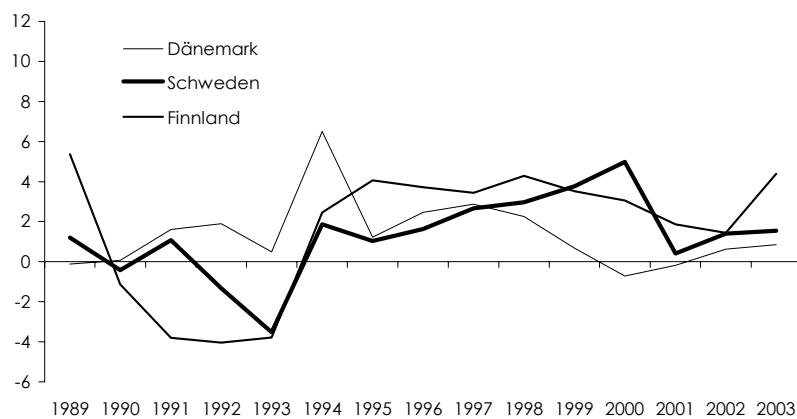
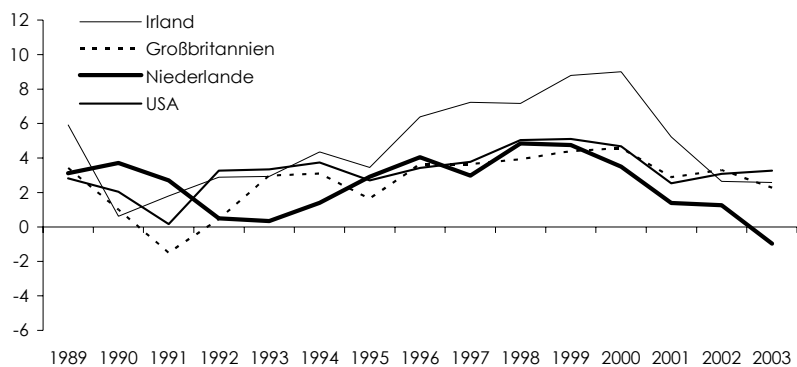
Q: OECD.

A 2: Bruttoinlandsprodukt, real  
Veränderung gegen das Vorjahr in %



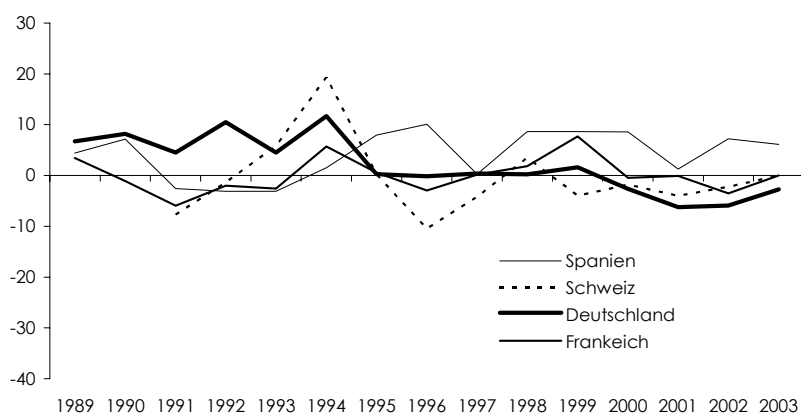
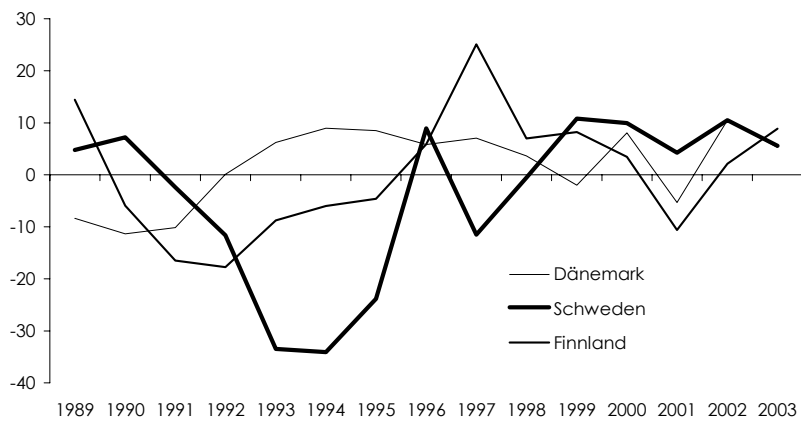
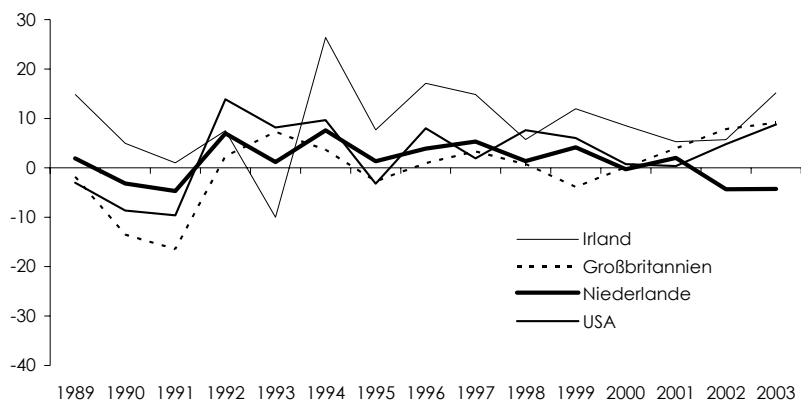
Q: Eurostat, OECD.

A 3: Privater Konsum, real  
Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: Eurostat, OECD.

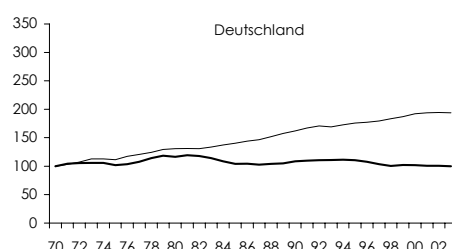
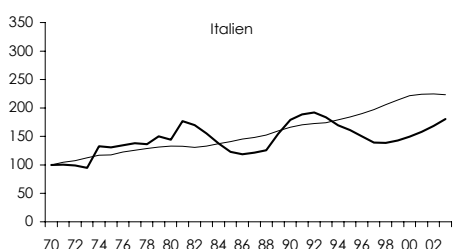
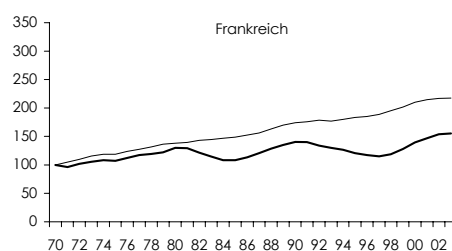
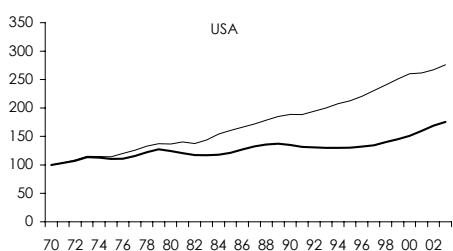
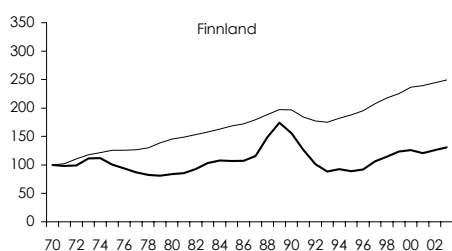
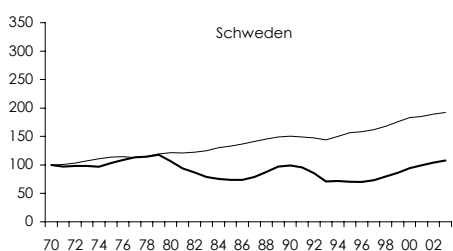
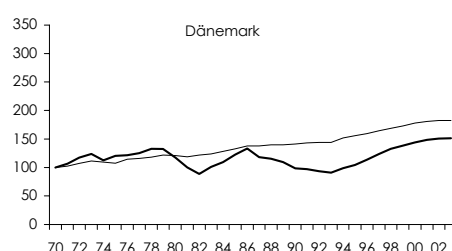
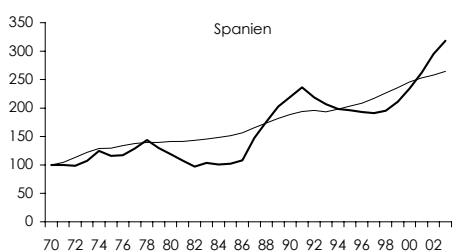
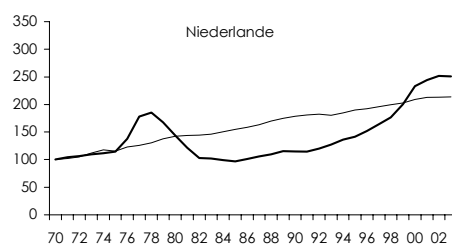
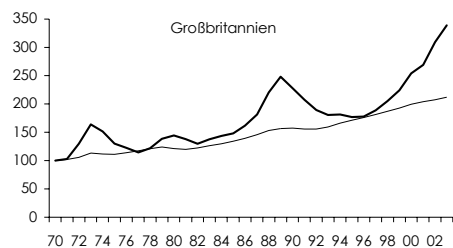
A 4: Wohnbauinvestitionen, real  
Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: Eurostat, OECD.

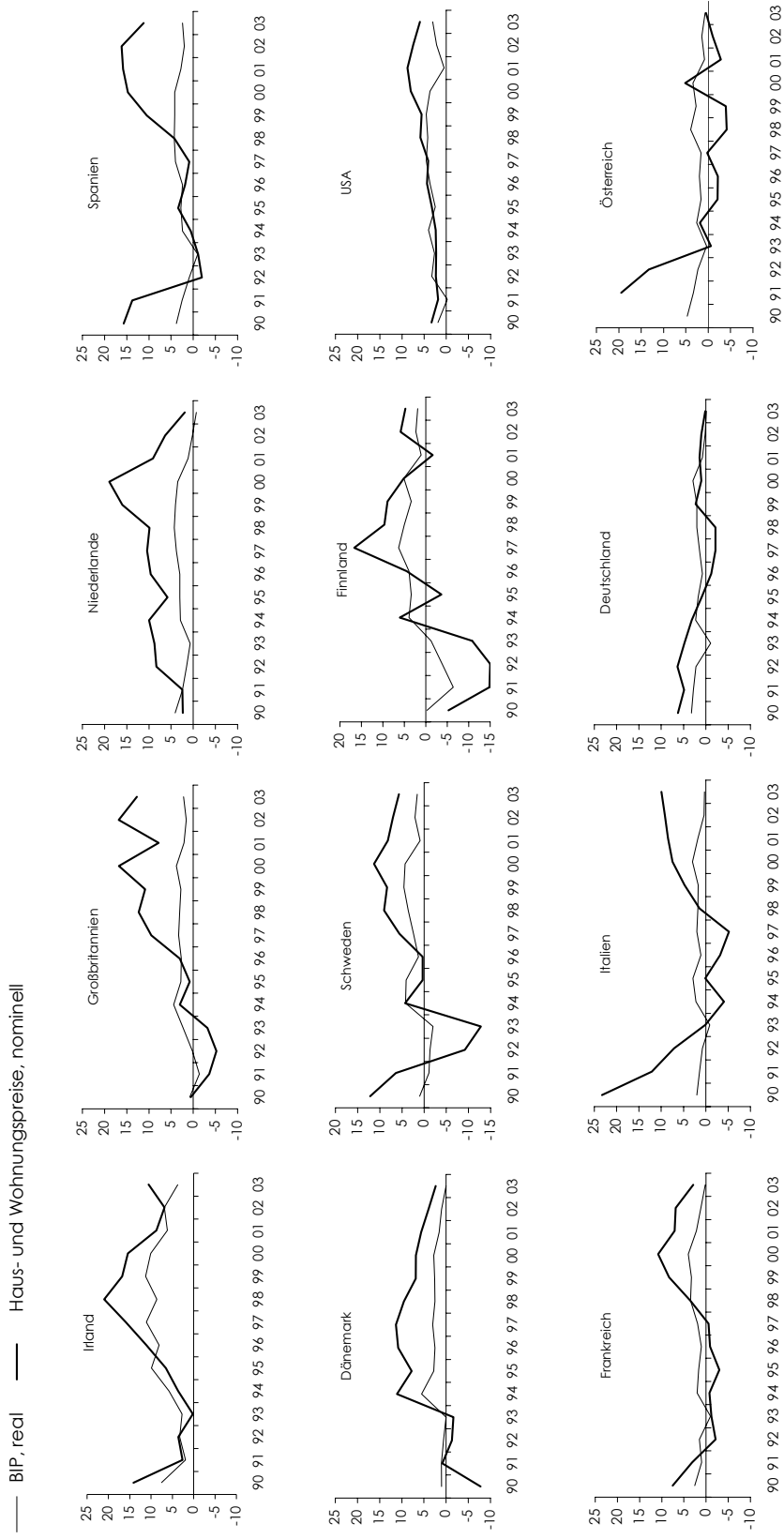
A 5: Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise und des Bruttoinlandsprodukts seit 1970  
1970 = 100

— BIP, real — Haus- und Wohnungspreise, real



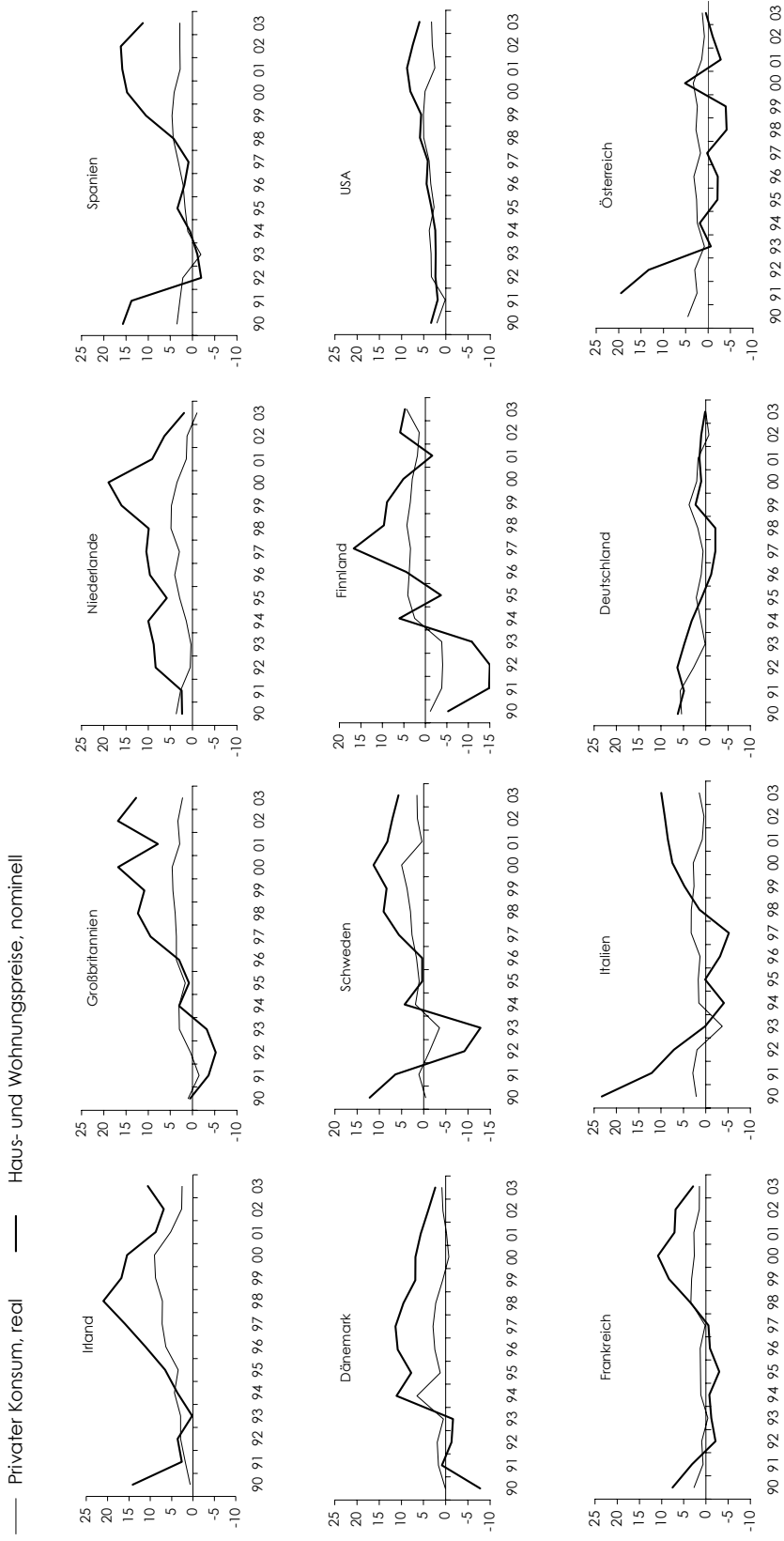
Q: BIS (Berechnungen auf Basis nationaler Daten), OECD.

A 6: Haus- und Wohnungspreise, nominell und Bruttoinlandsprodukt (1990-2003)  
Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: BIS (Berechnungen auf Basis nationaler Daten), Eurostat, OECD.

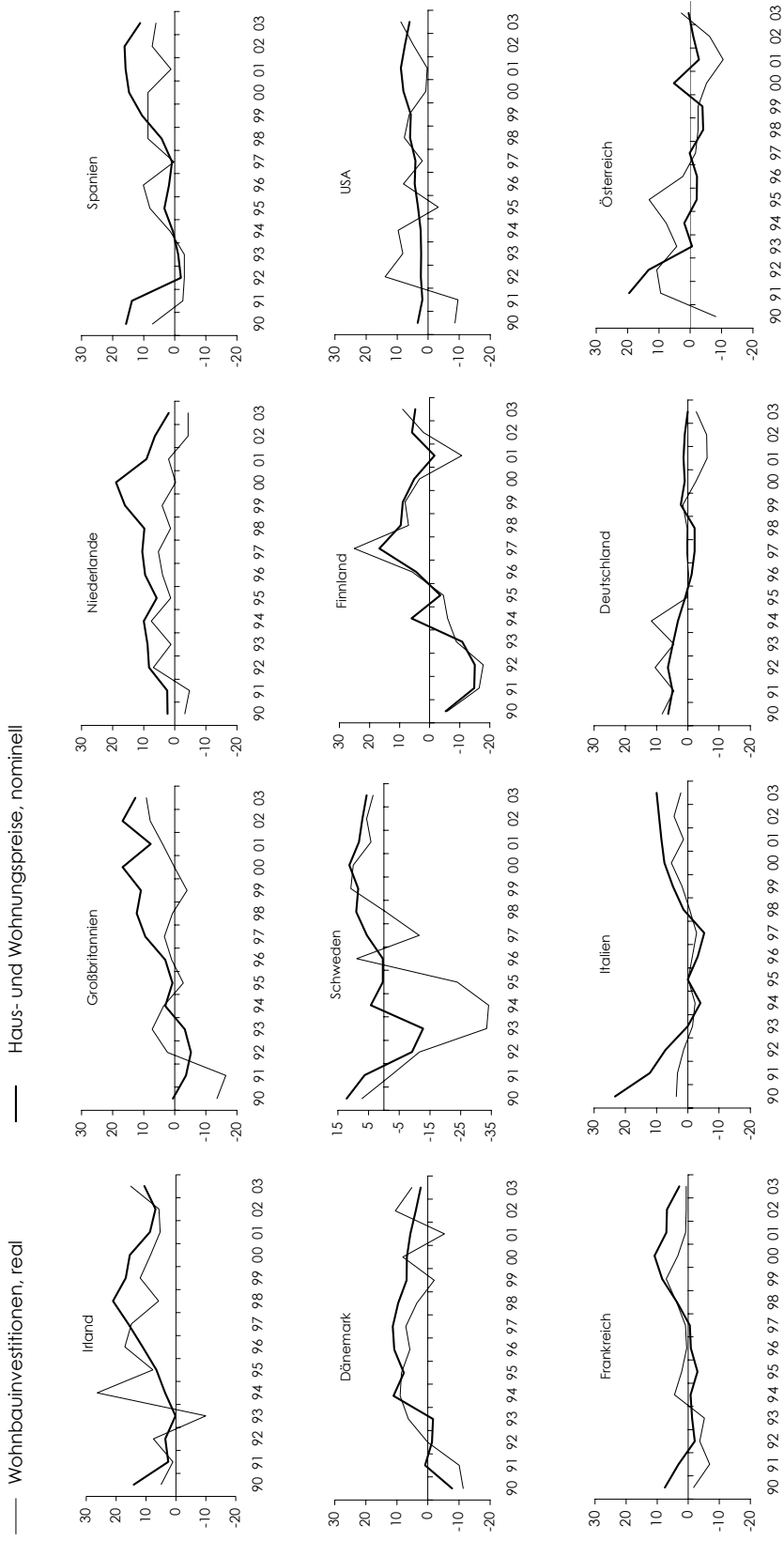
A 7: Haus- und Wohnungspreise, nominell und Privater Konsum (1990-2003)  
Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: BIS (Berechnungen auf Basis nationaler Daten), Eurostat.



A 8: Haus- und Wohnungspreise, nominell und Wohnbauinvestitionen (1990-2003)  
Veränderung gegen das Vorjahr in %



Q: BIS (Berechnungen auf Basis nationaler Daten), Eurostat, OECD.

© 2005 Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber und Hersteller: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung,  
Wien 3, Arsenal, Objekt 20 • Postanschrift: A-1103 Wien, Postfach 91 • Tel. (+43 1) 798 26 01-0 •  
Fax (+43 1) 798 93 86 • <http://www.wifo.ac.at/> • Verlags- und Herstellungsort: Wien

Verkaufspreis: 30,00 € • Download 24,00 €:

[http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo\\_search.get\\_abstract\\_type?p\\_language=1&pubid=25691](http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo_search.get_abstract_type?p_language=1&pubid=25691)