

Markus Marterbauer, Ewald Walterskirchen

Einfluss der Haus- und Wohnungspreise auf das Wirtschaftswachstum

Die Wachstumsunterschiede zwischen den EU-Staaten in den Jahren 1995 bis 2003 gehen in hohem Maß auf die Entwicklung der Hauspreise und deren Einfluss auf den Wohnbau und den privaten Konsum zurück. Ein Anstieg der Haus- und Wohnungspreise zog in den angelsächsischen und nordeuropäischen Ländern eine Verstärkung der Wohnbautätigkeit nach sich und hatte über Vermögenseffekte belebende Auswirkungen auf die Konsumausgaben. In Kontinentaleuropa fehlten diese Anreize. Auf Perioden mit starker Verteuerung der Wohnimmobilien folgte jedoch in den angelsächsischen Ländern in der Vergangenheit oft ein Einbruch mit entsprechend negativen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen.

Begutachtung: Franz Hahn • Wissenschaftliche Assistenz: Michael Gort, Martha Steiner • E-Mail-Adressen: Markus.Marterbauer@wifo.ac.at, Ewald.Walterskirchen@wifo.ac.at, stein@wifo.ac.at

Zur Erklärung der markanten Wachstumsunterschiede zwischen Ländern werden zahlreiche Ansätze diskutiert. Neoklassisch orientierte Ökonomen betonen insbesondere die Strukturreformen, den Abbau des Sozialstaats, die Deregulierung, die Lohnzurückhaltung und die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes, während keynesianisch orientierte Ökonomen die expansive Orientierung der Makropolitik in rasch wachsenden Volkswirtschaften in den Mittelpunkt stellen. Industrie- und Wachstumsökonom konzentrieren sich auf die positiven Auswirkungen höherer Ausgaben für Forschung und Bildung.

Für die langfristigen Wachstumsunterschiede zwischen hochentwickelten Industrieländern spielen der Einsatz von Informationstechnologien, Forschung und Entwicklung sowie Bildung sicher eine entscheidende Rolle. Die Bereitschaft zu ausgeprägter antizyklischer Wirtschaftspolitik in den USA und in Großbritannien – im Gegensatz zur EU – erklärt die unterschiedliche Dauer der Rezessionsphasen. Für die mittelfristigen Unterschiede der BIP-Entwicklung zwischen den EU-Staaten über einen Zeitraum von 5 bis 10 Jahren spielen jedoch auch die Volatilität der Haus- und Wohnungspreise und die damit verbundenen Wohnbau- und Konsumzyklen eine wichtige Rolle. Die Länder mit günstiger bzw. ungünstiger Wirtschaftsentwicklung lassen sich weitgehend geographischen Großregionen zuordnen (angelsächsische und skandinavische Länder bzw. Kontinentaleuropa); überdies können Systemunterschiede im Finanz- und Bankenwesen bedeutsam sein.

In einer empirischen Untersuchung (Querschnittsregressionen für 13 Länder; Marterbauer – Walterskirchen, 2005) kommt das WIFO zum Ergebnis, dass die Haus- und Wohnungspreise das Wirtschaftswachstum im Zeitraum 1995/2003 merklich beeinflussten¹⁾. Dehnt man die Untersuchung auf einen langen Zeitraum aus (einschließlich der Perioden mit starkem Verfall der Hauspreise), so zeigt sich kein signifikanter Einfluss der Hauspreise auf das Wirtschaftswachstum. Das bestätigt die theoretischen Erwartungen – die negativen Effekte eines Einbruchs der Haus- und Wohnungspreise gleichen die positiven Effekte des Anstiegs aus. Der kurzfristige angebotsseitige An-

Haus- und Wohnungspreise beeinflussen Wirtschaftswachstum

Mittelfristig (1995/2003) hat die Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise erheblichen Einfluss auf die Gesamtwirtschaft, in der langen Frist sind sie jedoch nicht signifikant.

¹⁾ In einer Einfachregression ist der Einfluss der Immobilienpreise auf die Wachstumsunterschiede zwischen den Ländern 1995/2003 hoch signifikant – ihre Entwicklung "erklärt" gut die Hälfte der Wachstumsunterschiede. Ein Anstieg der realen Hauspreise um 1% gegenüber dem Länderdurchschnitt geht mit einer Beschleunigung des Wirtschaftswachstums um etwa 0,15 Prozentpunkte gegenüber dem Durchschnitt einher. Der Einfluss erfolgt über den privaten Konsum und die Wohnbauinvestitionen.

reiz, wegen der hohen Preise neue Häuser zu errichten, kommt langfristig zum Erliegen, da hohe Preise die Nachfrage nach Häusern dämpfen und Wohnungen leerstehen.

Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise international sehr unterschiedlich

In Skandinavien, den angelsächsischen Ländern, den Niederlanden und Spanien stiegen die Haus- und Wohnungspreise 1995 bis 2003 kräftig, in Kontinentaleuropa hingegen kaum.

Real (gemessen an der Inflationsrate) stiegen die Preise von Wohnimmobilien im Durchschnitt der letzten drei Jahrzehnte in den Industrieländern um 1% pro Jahr. Die Zunahme war damit etwa so hoch wie jene des realen BIP pro Kopf. Die Haus- und Wohnungspreise schwankten dabei jedoch stark; an Dauer und Amplitude übertrifft der aktuelle Boom die bisherigen Erfahrungen.

Seit 1995 unterscheidet sich die Preisentwicklung markant zwischen den angelsächsischen und den mitteleuropäischen Ländern:

- In Mitteleuropa weisen die Wertsteigerungen von Wohnimmobilien eine schwache Dynamik auf. Die realen Preise lagen in Deutschland im Jahr 2003 um 10%, in der Schweiz um 5% und in Österreich²⁾ um 19% unter dem Niveau von 1995. In Italien betrug der Anstieg der Preise 18%. Einzig in Frankreich war in den letzten Jahren eine merkliche Verteuerung festzustellen (+30%), die auf diskretionäre Maßnahmen zur Belebung des Wohnbaus zurückgeht.
- Dagegen stiegen die realen Haus- und Wohnungspreise in der angelsächsischen Ländergruppe markant. In Irland überstieg der Index der Immobilienpreise 2003 seinen Wert von 1995 um 110%, in Großbritannien um 90%, in den Niederlanden um 80%. In Spanien, Schweden, Finnland und Dänemark waren Preissteigerungen um rund 50% zu beobachten. Auch in einigen außereuropäischen Ländern erhöhten sich die Haus- und Wohnungspreise in den letzten Jahren deutlich, etwa in den USA (1995/2003 +35%).

Übersicht 1: Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise seit 1970

	Ø 1970/2003			Ø 1995/2003		
	Nominell Veränderung in %	Real Standard- abweichung		Nominell Veränderung in %	Real Standard- abweichung	
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.

Die angelsächsische Ländergruppe ist zudem durch eine hohe Volatilität des Preisniveaus in längerfristiger Hinsicht gekennzeichnet. Auf Phasen großer Wertgewinne auf den Immobilienmärkten – wie etwa in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre – folgen drastische Einbußen (zu Beginn der neunziger Jahre³⁾). Die meisten Länder, in denen die Hauspreise in den letzten eineinhalb Jahrzehnten kräftig anzogen, waren in den eineinhalb Jahrzehnten davor Nachzügler.

²⁾ Die Immobilienpreise in Österreich laut BIS sind nur eingeschränkt international vergleichbar – die Datenreihe bezieht sich nur auf Haus- und Wohnungspreise in Wien.

³⁾ In Großbritannien stiegen die realen Immobilienpreise von 1983 bis 1989 um 80% und sanken danach bis 1993 um 27%. In Schweden betrug der Anstieg innerhalb von vier Jahren bis 1990 35%, der Rückgang bis 1993 war fast ebenso groß (-30%). In Finnland erhöhten sich die Preise von 1987 bis 1989 um 50% und sanken bis 1993 im gleichen Ausmaß. In Spanien erhöhten sich die Immobilienpreise innerhalb von fünf Jahren bis 1991 um 90% und 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 Hauptursache der Immobilienpreissteigerungen liegt in einer aktuellen oder erwarteten Knappheit an Häusern und Wohnungen, die aus der Einkommens-, Zins- und Bevölkerungsentwicklung resultiert. Nach einer Studie des IMF (2004) bewirkt

- eine Verringerung der Zinssätze um 1 Prozentpunkt eine reale Preiserhöhung um 1%,
- eine Einkommenssteigerung um 1% einen Anstieg der realen Hauspreise um 1,1%,
- eine Beschleunigung des Bevölkerungswachstums um ¼ Prozentpunkt eine reale Verteuerung um 1%.

In Großbritannien und den USA trugen die Zinssatzsenkungen in den letzten Jahren entscheidend zur Wertsteigerung der Immobilien bei: Zwischen 1997 und 2003 sanken die kurzfristigen Zinssätze in Großbritannien um 320, 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 Eintritt in die Währungsunion einherging.

In den letzten 5 Jahren übertrafen die Wertgewinne von Häusern und Wohnungen in vielen Ländern jene Werte weit, die aufgrund ökonomischer "fundamentals" zu erwarten gewesen wären.

Der Zusammenbruch auf den Aktienmärkten und die darauf folgende weltweite Rezession brachte den Immobilienboom in den letzten Jahren nicht zum Stillstand – im Gegenteil: angesichts des Einbruchs der Aktienkurse und der niedrigen langfristigen Zinssätze wurden Immobilien zu einer besonders gesuchten Finanzanlage.

Mit dem Boom der Haus- und Wohnungspreise erhöhte sich der Anteil der Verschuldung am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte laut BIS-Bericht von 90% im Jahr 1990 auf 115% im Jahr 2003. Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund einer starken Zunahme des Haushaltsvermögens und niedriger Zinssätze zu sehen. Zinszahlungen sind ökonomisch relevanter als Schulden – für den Privathaushalt ebenso wie für den Staatshaushalt. Diese "debt service ratio" (gemessen am verfügbaren Einkommen) blieb, im Vergleich mit früheren Erfahrungen, relativ niedrig. Eine hohe Verschuldung macht die privaten Haushalte jedoch empfindlicher gegenüber Zinssatzerhöhungen. Mit einer Anhebung der Zinssätze im Falle einer Konjunkturbelebung kann der Immobilienpreisboom zusammenbrechen. In der Folge könnte das Wirtschaftswachstum in diesen Ländern zurückfallen (wie etwa Anfang der neunziger Jahre). Die üblichen ökonomischen Erklärungen für den Wachstumsvorsprung dieser Länder (Deregulierung, Strukturreformen) verlieren dann an Bedeutung.

Eine Verteuerung von Wohnimmobilien signalisiert meist eine Knappheit an Wohnraum, die eine Ausweitung der Wohnbauinvestitionen bewirkt – sofern diese nicht durch einen Mangel an verfügbarem Bauland oder Regulierungen erschwert wird. Die Erwartung weiterer Preissteigerungen und möglicher Gewinne aus einem Wohnungsverkauf treibt den Wohnungsbau weiter an ("overshooting"). Nach einer Phase reger Bautätigkeit und hoher Haus- und Wohnungspreise ist die effektive und spekulative Nachfrage befriedigt; beide Größen sinken dann stark.

Die Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise ist eng mit der gesamtwirtschaftlichen Aktivität verbunden: Einerseits beeinflusst die Wohnungsnachfrage die Haus- und Wohnungspreise. Andererseits wirken sich diese nicht nur auf den Wohnbau, sondern auch auf den privaten Konsum aus, indem sie das Vermögen der Haushalte und damit den Spielraum für Verschuldung mitbestimmen.

Die Haus- und Wohnungspreise beeinflussen die Bauaktivitäten auch von der Angebotsseite her, da ihr Anstieg die Profitabilität von Wohnbauinvestitionen erhöht. Wenn die Verkaufspreise die Baukosten übersteigen, entstehen Anreize für den Neubau. Die OECD (Girouard – Blöndal, 2001) hat einen Indikator der Bau-Profitorientierung entwickelt (Verhältnis der realen Haus- und Wohnungspreise zum impliziten Deflator von Wohnbauinvestitionen), für den sich in vielen Ländern zumindest kurzfristig ein enger Zusammenhang mit den privaten Wohnbauinvestitionen ergibt. Langfristig bestimmen allerdings eine Reihe anderer Einflussfaktoren die Wohnbautä-

Enger Zusammenhang zwischen Haus- und Wohnungspreisen und Wohnbauinvestitionen

Länder mit steigenden Haus- und Wohnungspreisen weisen im Allgemeinen auch hohe Zuwächse der Wohnbauinvestitionen auf. Hingegen dämpfen die stabilen Hauspreise in Kontinentaleuropa die Baukonjunktur.

tigkeit, die Korrelationen sind schwach. Von wesentlicher Bedeutung können hier – neben der Einkommens-, Zinssatz- und Bevölkerungsentwicklung – öffentliche Wohnbauprogramme oder öffentliche Förderungen für den Wohnungsbau sein.

Übersicht 2: Haus- und Wohnungspreise, Wohnbauinvestitionen und Zinssatz

Ø 1995/2003

	Haus- und Wohnungspreise, nominell Jährliche Veränderung in %	Wohnbauinvestitionen, real Jährliche Veränderung in %	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 ¹⁾	- 1,1	- 3,0	3,7
Japan	- 2,6	- 3,8	1,8

Q: Bank for International Settlements, Eurostat, OECD, WIFO-Berechnungen. – ¹⁾ Haus- und Wohnungspreise: nur Wien.

In den vergangenen Jahren entwickelten sich die realen Wohnbauinvestitionen international sehr unterschiedlich. Im Länderquerschnitt besteht ein deutlich positiver Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise und des Wohnbaus (Marterbauer – Walterskirchen, 2005): In den angelsächsischen und skandinavischen Ländern stiegen sowohl die Preise als auch die Investitionen kräftig, in den mitteleuropäischen Staaten blieben beide gedrückt. Eine Ausnahme bildeten Großbritannien und die Niederlande; offenbar dämpft der Mangel an Bauflächen in der Nähe der Metropolen (besonders im Raum London), wie er sich auch in der hohen Bevölkerungsdichte ausdrückt, den Wohnungsbau und treibt zugleich die Hauspreise in die Höhe.

Auch das Niveau der Realzinssätze beeinflusst die Entwicklung des Wohnbaus, scheint aber geringeres Gewicht zu haben als die Haus- und Wohnungspreise. Zwar sind in den Ländern mit der kräftigsten Wohnbauexpansion (Irland, Spanien) die Realzinssätze besonders niedrig und in den Ländern mit der ungünstigsten Wohnbauentwicklung (Deutschland, Österreich) besonders hoch. Im Querschnitt der EU-Länder besteht jedoch kein signifikanter negativer Zusammenhang zwischen Wohnbau und Realzinssätzen.

Die hohe Volatilität der Haus- und Wohnungspreise verstärkt in den angelsächsischen und den skandinavischen Ländern die Wohnbautätigkeit und beeinflusst auch den privaten Konsum nachhaltig. Daraus können sich einerseits positive Konjunkturreffekte ergeben, andererseits aber auch das Risiko von Finanzkrisen. In der jüngsten Rezession wirkte in den USA, in Großbritannien und Skandinavien die Hausse von Wohnungsbau und Immobilienpreisen – verstärkt durch niedrige kurzfristige Zinssätze – einem Export- und Industriekonjunkturtief entscheidend entgegen. In Mitteleuropa fiel die Rezession viel tiefer und länger aus, auch weil dieser konjunkturstabilisierende Faktor fehlte und auf das Instrument der aktiven antizyklischen Fiskalpolitik im Sinne der Maastricht-Philosophie bewusst verzichtet wurde.

Haus- und Wohnungspreise beeinflussen privaten Konsum

Die Entwicklung des privaten Konsums wird in erster Linie vom Verlauf der verfügbaren Einkommen bestimmt, der zweitwichtigste Einflussfaktor ist das Vermögen. In einigen Ländern – etwa Deutschland und Japan – sind kaum kurzfristige Vermögens-effekte festzustellen, die Einkommensentwicklung ist hier bestimmend für den privaten Konsum. In Ländern mit stärker liberalisierten Finanzmärkten – z. B. die USA und

Großbritannien – spielen die Vermögenseffekte dagegen eine wichtige Rolle für die Konsumententwicklung.

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

- Ein Anstieg der Haus- und Wohnungspreise erhöht die Kreditwürdigkeit und die Kaufneigung (Pigou-Effekt).
- Wohnbauinvestitionen schaffen – ähnlich wie Ausrüstungsinvestitionen – zusätzliche Einkommen und beflügeln damit indirekt den privaten Konsum.

Neben den verfügbaren Einkommen bestimmen auch die Verschuldungsmöglichkeiten die Konsumausgaben. Der Anstieg der Haus- und Wohnungspreise hatte in einigen Ländern einen markanten Rückgang der Sparquote zur Folge.

Abbildung 1: Sparquote

In % des verfügbaren persönlichen Einkommens



Q: OECD.

In den neunziger Jahren war dieser positive Vermögenseffekt vor allem in den angelsächsischen und skandinavischen Ländern zu beobachten. Die Sparquote ging stark zurück (Abbildung 1): einerseits weil Vermögenszuwächse nicht im verfügbaren Einkommen laut VGR enthalten sind, andererseits weil die Ausgabenbereitschaft steigt und – bei gleichen Sparzielen – weniger für die Alterssicherung zurückgelegt werden muss (Lebenszyklustheorie des Konsums). Die privaten Haushalte gehen damit das Risiko ein, in Erwartung weiterer Vermögensgewinne wenig zu sparen und bei einem Zusammenbruch des Booms der Aktienkurse oder Immobilienpreise große Verluste zu erleiden.

Übertragungskanäle von Vermögensseffekten

Der kausale Zusammenhang zwischen der Preisentwicklung auf den Vermögensmärkten (Aktien und Immobilien) und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung wird sehr unterschiedlich interpretiert.

Die marktoptimistische Position betont den vorausschauenden Charakter von Vermögenspreisen. Vor allem Aktienkurse liefern Informationen über die künftige gesamtwirtschaftliche Entwicklung (der aktuelle Aktienkurs spiegelt die diskontierten künftigen Gewinne wider). Diese Position sieht die Preisentwicklung auf den Vermögensmärkten deshalb als Hinweis auf eine Änderung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Sie basiert auf der Annahme rationaler Erwartungen. Für Immobilienpreise dürfte diese Annahme noch weniger Gültigkeit haben als für Aktienkurse.

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

- Ein Anstieg der Haus- und Wohnungspreise erlaubt bei einem Verkauf der Immobilien Bewertungsgewinne zu realisieren und löst damit eine Ausweitung der Konsumausgaben aus.
- Werden die Bewertungsgewinne nicht realisiert, dann "fühlen" sich die Haushalte reicher; dies kann einen Rückgang der Ersparnisse in Relation zum laufenden Einkommen und eine Steigerung der Konsumausgaben mit sich bringen.
- Eine Verteuerung von Immobilien erweitert bei Bestehen von Kreditbeschränkungen die Verschuldungsmöglichkeiten von Haushalten und erlaubt so eine Ausweitung der Nachfrage nach Konsumgütern.
- Ein Anstieg der Haus- und Wohnungspreise hat auch soziale Effekte. Er begünstigt die älteren Haushalte mit Haus- und Wohnungsbesitz gegenüber jungen Haushalten, die Wohnraum erwerben oder mieten wollen.

Empirische Studien zu den Vermögensseffekten in Konsumfunktionen kommen zum Schluss, dass Veränderungen der realen Aktienkurse und der Haus- und Wohnungspreise signifikante Auswirkungen auf den privaten Konsum haben. Schätzungen über das Ausmaß der Effekte ergeben erhebliche Unterschiede

- zwischen den untersuchten Ländern,
- zwischen unterschiedlichen Finanzsystemen und
- zwischen Immobilien- und Finanzvermögen.

Eine Untersuchung des IMF für 16 OECD-Länder (Ludwig – Slok, 2002) stellt signifikante und über die Zeit zunehmende Vermögensseffekte auf den Konsum der privaten Haushalte fest. Der langfristige Koeffizient der Aktienkursentwicklung in der Konsumfunktion ist in der Periode 1985/2000 für Länder mit marktdominiertem Finanzmarktssystem etwa doppelt so hoch wie für Länder mit bankdominiertem System⁴⁾. Auch die Vermögensseffekte von Haus- und Wohnungspreisen sind in Ländern mit marktdominiertem System höher (langfristiger Koeffizient 0,040 gegenüber 0,015), generell aber laut IMF nur halb so hoch wie die Vermögensseffekte der Aktienkurse. Dies wird begründet mit dem Charakteristikum von Immobilien als langfristiger Anlage, mit dem geringeren Informationsgrad über die Immobilienpreisentwicklung und der geringeren Liquidität des Immobilienvermögens.

Die OECD (Catte et al., 2004) berechnet für den Zeitraum 1975/2002 die kurzfristige und langfristige marginale Konsumneigung aus Finanz- und Immobilienvermögen. Im Gegensatz zur IMF-Studie sind demnach die langfristigen Effekte einer Änderung des Immobilienvermögens (marginale Konsumneigung Niederlande 0,08, Großbritannien 0,07, USA 0,05) höher als jene des Finanzvermögens. Hohe Effekte ergeben sich vor allem für jene Länder, in denen die Finanzmärkte einen einfachen Zugang zu Hypothekarfinanzierung und Refinanzierungen ermöglichen, die Eigentumsquote hoch ist und die Transaktionskosten beim Immobilienerwerb niedrig sind. Für eine stärkere

⁴⁾ In einem bankdominierten Finanzmarktssystem laufen im Gegensatz zum marktdominierten System Finanztransaktionen nicht primär über die Börse, sondern über die Banken ab.

Ergebnisse empirischer Untersuchungen

Internationale Analysen belegen den Einfluss von Vermögensseffekten auf die Konsumausgaben der Haushalte.

Reaktion des Konsums auf Änderungen des Immobilienvermögens als des Finanzvermögens 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 (1982/1999) und in 14 Industrieländern (1975/1999) und ermitteln ebenfalls Vermögenseffekte von Veränderungen der Haus- und Wohnungspreise, die signifikant höher sind als jene von Aktienkursschwankungen. In 17 von 18 Spezifikationen der Konsummodelle ist der Koeffizient von Immobilienvermögen (Industrieländer zwischen 0,11 und 0,17, Bundesstaaten der USA zwischen 0,05 und 0,09) höher als jener von Aktienvermögen. Den Immobilienmärkten kommt demnach in den Industrieländern größere Bedeutung für die Konsumnachfrage zu als den Aktienmärkten.

Die Untersuchungen zeigen also einen signifikanten Einfluss von Änderungen der Haus- und Wohnungspreise auf den privaten Konsum. Ob der Effekt höher ist als jener der Aktienkurse, geht aus den verschiedenen Studien nicht zweifelsfrei hervor.

Die Entwicklung der realen Haus- und Wohnungspreise und jene der Konsumnachfrage der privaten Haushalte erweisen sich im Zeitraum 1995/2003 als eng korreliert. Der private Konsum wuchs in jenen Ländern überdurchschnittlich, in denen die Immobilienpreise kräftig stiegen. Die Reihung der EU-Länder nach der Dynamik der Immobilienpreise ist nahezu identisch mit jener nach der Konsumsteigerung (Ausnahme: Dänemark).

Haus- und Wohnungspreise und privater Konsum

Übersicht 3: 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 ¹⁾	- 1,1	+ 2,1	+ 2,0
Japan	- 2,6	+ 1,0	+ 1,2

Q: Bank for International Settlements, Eurostat, ILO, OECD, WIFO-Berechnungen. – ¹⁾ Haus- und Wohnungspreise: nur Wien.

Der Wertgewinn des Immobilienvermögens war eine wesentliche Determinante des Rückgangs der Sparquote in den angelsächsischen Ländern und in Skandinavien. Er dürfte durch das niedrige langfristige Realzinsniveau ausgelöst worden sein.

Besonders stark wird der Effekt der Hauspreise in Großbritannien wahrgenommen. Das National Institute for Economic and Social Research ermittelt signifikante Effekte von Änderungen des Immobilienvermögens auf den privaten Konsum – mittelfristig erhöht laut Konsumfunktion des NIESR ein Anstieg des Immobilienvermögens um 1% die Konsumausgaben der privaten Haushalte um 0,136%. In Deutschland ist dagegen der Einfluss der (stagnierenden) Hauspreise auf den privaten Konsum nicht Gegenstand wissenschaftlicher Untersuchungen.

International sehr unterschiedliche Struktur der Finanzmärkte

"Marktdominiertes" oder "bankdominiertes" Finanzmarktsystem

Die Struktur des Finanzmarktsystems hat erheblichen Einfluss auf die Haus- und Wohnungspreise und die mittelfristige Entwicklung der Gesamtwirtschaft. In den mitteleuropäischen Ländern mit "bankdominiertem" System sind die Immobilienmärkte stabiler als in den Ländern mit "marktdominiertem" System.

Ein wichtiger Unterschied zwischen den zwei hier untersuchten Ländergruppen liegt im Finanzmarkt- und Kreditsystem. Der IMF unterscheidet anhand der Relation zwischen der Marktkapitalisierung der an heimischen Börsen gehandelten Wertpapiere und den offenen Forderungen von Banken zwischen "market-based" und "bank-based financial system countries" (World Economic Outlook, September 2004). In den mitteleuropäischen Ländern werden mit Ausnahme der Schweiz Finanztransaktionen zum überwiegenden Teil über Banken abgewickelt. Hingegen dient in den angelsächsischen und den nordeuropäischen Ländern mit Ausnahme von Finnland die Börse als Finanzintermediär (Abbildung 2).

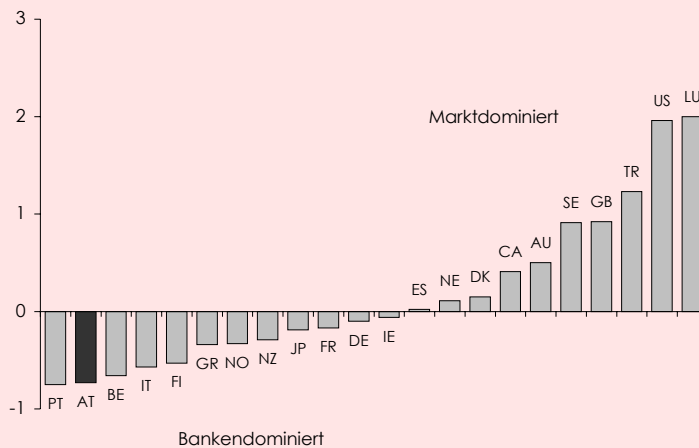
Zwischen Finanz- und Immobilienmärkten besteht in Ländern mit "marktdominiertem" Finanzmarktsystem ein enger Zusammenhang: Liquide und transparente Vermögensmärkte ermöglichen eine höhere Spezialisierung und Transparenz in der individuellen Risikodiversifikation. Sie verursachen aber auch größere Outputschwankungen durch höhere Schockanfälligkeit. Länder mit liquiden Finanzmärkten haben auch liquide und transparente Wohnimmobilien-Vermögensmärkte (USA, Großbritannien). Die Entwicklungen auf diesen beiden Märkten waren insbesondere während der Aktienbaisse ab 2001 negativ miteinander korreliert.

In den angelsächsischen und den nordeuropäischen Ländern bestehen ausgebaut Vermögenmärkte für Wohnimmobilien mit sehr volatilen Preisen. Überdies spielen Kreditkarten zur Finanzierung des privaten Konsums eine wesentlich größere Rolle als in Kontinentaleuropa. Die Nachfrage nach Konsumkrediten wird in diesen Ländern durch Kreditkartenverträge begünstigt, deren Kreditrahmen nicht nur vom Einkommen, sondern auch vom Vermögen abhängt: Eine Steigerung der Haus- und Wohnungspreise bedeutet dann z. B. jeweils eine Ausweitung des Kreditrahmens.

In Mitteleuropa sind dagegen die Märkte für Wohnimmobilien wenig ausgebaut. Die Bevölkerung wechselt selten den Wohnort, die Preise der Wohnimmobilien schwanken relativ wenig. Der private Konsum wird durch hohe Zinsen für Überziehungskredite auf Girokonten gebremst; die Bankomatkarten (Debit-Karten) und deren Überziehungsrahmen sind nur am Einkommen, nicht am Vermögen orientiert.

Abbildung 2: Bankendominierte versus marktdominierte Finanzsysteme

Index für Finanzsystementwicklung



Q: Demirgüç-Kunt – Levine (2001).

Formen der Verzinsung und Rückzahlung von Hypothekarkrediten

Änderungen der 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 einer Anhebung der Rückzahlungsraten und Schmälerung des verbleibenden Einkommens. In Ländern mit überwiegend flexiblen Wohnbaukrediten wiesen die Haus- und Wohnungspreise in den letzten Jahren einen höheren Anstieg und eine größere Volatilität auf als in Ländern mit überwiegend fixen Rückzahlungen der Hypothekarkredite ("fixed-rate mortgages").

In europäischen Ländern mit stark ausgebauten Finanz- und Kapitalmärkten überwiegen flexible Rückzahlungen, in Ländern mit dominierendem Bankensystem herrschen fixe Rückzahlungen vor. Die Konsumenten ziehen, falls sie die Wahl haben, Hypothekarkredite mit den niedrigsten Anfangskosten vor (in Österreich z. B. Fremdwährungskredite in Schweizer Franken). Sie tendieren dazu, längerfristige Risiken zu unterschätzen; dazu trägt auch das Vertrauen in die Informationspolitik der Banken bei. Durch niedrige Zinssätze verlagert sich in flexiblen Verträgen die Last der Hypothek auf die späteren Jahre; dies stimuliert die "housing starts".

Der Internationale Währungsfonds kommt 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).

Die Finanzierung des Wohnbaus unterscheidet sich deutlich zwischen den hier untersuchten Ländergruppen. In den angelsächsischen Ländern wird der Wohnbau in der Regel von Unternehmenskonsortien geplant und ausgeführt sowie durch Hypothekarkredite mit flexiblen Zinssätzen finanziert. In Irland, den Niederlanden und den USA haben die Zinssätze großen Einfluss auf die "housing starts" (IMF, 2004, S. 8). Die OECD (Catte et al., 2004) weist für einige Länder dieser 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 Mitteleuropa spielen die Eigenleistung des Bauherrn und Kredite zu fixen langfristigen Zinssätzen eine besondere Rolle. Der Wohnbau wird hier meist durch staatliche Förderungen oder Zuschüsse, nicht über Steuerabsetzbeträge gefördert. Der Wohnungswechsel wird – z. B. in Österreich – durch hohe Transaktionskosten erschwert. Der Anteil der Hypothekarverbindlichkeiten am BIP ist hier merklich niedriger als in der ersten Ländergruppe (Frankreich 23%, Italien 11%; Ausnahme: Deutschland 54%). Er ist laut Catte et al. (2004) vor allem in jenen Ländern rasch gewachsen, in denen die Haus- und Wohnungspreise stark stiegen.

Noch größeren Einfluss auf den privaten Konsum dürften die unterschiedlichen Möglichkeiten zur Umschuldung von Hypothekarverbindlichkeiten haben. In den angelsächsischen Ländern werden Hypothekarkredite mit sehr langer Laufzeit und flexiblem Zinsniveau vergeben, bei Veränderung des Zinsniveaus sind Umschuldungen relativ einfach. Ein starker Anstieg der Haus- und Wohnungspreise verbessert die Kreditwürdigkeit der Eigentümer und damit die Konsummöglichkeiten, eine Senkung der kurzfristigen Zinssätze schlägt rasch auf die Kreditkosten durch.

In den mitteleuropäischen Ländern sind diese Möglichkeiten begrenzt. Durch einen Wertgewinn der Immobilien wird kaum das Kreditvolumen ausgeweitet oder die Liquidität der Eigentümer gesteigert. Die Belastung durch Kreditkosten orientiert sich eher an den langfristigen Zinssätzen.

Die OECD berechnet einen "mortgage market completeness index", in den die Verfügbarkeit verschiedener Hypothekarkreditprodukte, Wahlmöglichkeiten zwischen verschiedenen Formen der Zinssatzanpassung und Rückzahlung, der Zugang zu Hypothekarkrediten und ähnliche Variable eingehen. In den angelsächsischen Ländern bieten die Hypothekarkreditmärkte demnach einen deutlich einfacheren Zugang zu Liquidität als in den mitteleuropäischen Ländern: Großbritannien und die Niederlande weisen hier die höchsten Indexwerte auf, Deutschland und Italien die niedrigsten.

Vor allem in den achtziger Jahren waren die Finanzmärkte und insbesondere die Immobilienmärkte von umfangreichen Reformen betroffen. Diese Deregulierungsmaßnahmen trugen besonders in Großbritannien und in den skandinavischen Ländern zum starken Auftrieb der Haus- und Wohnungspreise in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre bei. Mit der Verwirklichung eines einheitlichen EU-Kapitalmarktes könnten sich mittelfristig die Unterschiede zwischen den Hypothekarkreditmärkten und den Finanzierungsbedingungen der verschiedenen Staaten verringern.

Möglichkeiten zur Umschuldung von Hypothekarkrediten

Nach *Catte et al.* (2004) erleichtert zudem ein hoher Anteil von Eigenheimen am gesamten Wohnungs- und Hausbestand die Übertragung von Vermögenseffekten vom Immobilienmarkt auf den privaten Konsum.

Übersicht 4: Haus- und Wohnungspreise, Eigentumsquoten und Hypothekarmarkt

	Haus- und Wohnungspreise ¹⁾ Ø 1995/2003 Veränderung in % p. a.	Eigentumsquote ²⁾		Hypothekarkredite ³⁾		Formen der Zinssatzvereinbarung		Finanzmarktssystem ⁴⁾	
		1990	2003 ⁵⁾ In %	Verbindlichkeiten 2002 In % des BIP	Typische Laufzeit Jahre	BIS ⁶⁾	OECD ⁷⁾ IFPR : VR : FR Anteile in %	IMF (2004)	Demirgüç-Kunt – Levine (2001)
Irland	+ 13,2	79,30	76,92	36,5	20	Variabel	70 : 30 : 0	M	B
Großbritannien	+ 11,1	66,00	70,00	64,3	25	Variabel	95 : 5 : 0	M	M
Niederlande	+ 10,2	45,00	53,00	78,8	30	Fix	80 : 20 : 0	M	M
Spanien	+ 9,0	78,00	82,90	32,2	15	Variabel	50 : 50 : 0	B	M
Dänemark	+ 7,1	52,00	51,00	74,3	30	Fix	78	B	M
Schweden	+ 6,9	56,00	61,00	40,4	< 30	Variabel	100 : 0 : 0	M	M
Finnland	+ 6,6	67,00	58,00	31,8	15-18	Variabel	90	B	B
Mittelwert	+ 9,2	63,3	64,7	51,2	24	Variabel überwiegt		M überwiegt	M überwiegt
Frankreich	+ 5,0	55,02	56,22	22,8	15	Fix	0 : 40 : 60	B	B
Italien	+ 4,0	68,00	80,00	11,4	15	Gemischt	50 : 0 : 50	B	B
Schweiz	+ 0,1	Variabel	.	M	-
Deutschland	± 0,0	39,00	43,60	54,0	25-30	Fix	100 : 0 : 0	B	B
Österreich	- 1,3	55,00	56,00	27,0	20-30	Fix	100 : 0 : 0	B	B
Mittelwert	+ 1,6	54,3	59,0	28,8	20	Fix überwiegt		B überwiegt	B überwiegt
Japan	- 2,6	61,00	62,00	36,8	25-30	Gemischt	64 : 0 : 36	B	B
USA	+ 6,2	63,95	68,25	58,0	30	Fix	26 : 0 : 74	M	M

¹⁾ BIS, Eurostat, OECD, WIFO-Berechnungen; Daten für Österreich: nur Wien. – ²⁾ IMF (2004), *Catte et al.* (2004). – ³⁾ M... marktdominiert, B... bankdominiert. – ⁴⁾ *Catte et al.* (2004). – ⁵⁾ Dänemark, Schweden und Finnland: 2002. – ⁶⁾ *Debelle* (2004). – ⁷⁾ *Girouard – Blöndal* (2001); IFPR... mit anfänglicher Bindung (initial fixed-period rate), VR... variabler Zinssatz (variable rate), FR... fixer Zinssatz (fixed rate).

Risiken der Volatilität der Immobilienmärkte für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Ein starker Anstieg der Haus- und Wohnungspreise begünstigt mittelfristig die Entwicklung der Gesamtwirtschaft merklich. Allerdings bringt ein darauf folgender Einbruch der Märkte hohe makroökonomische Kosten mit sich.

In vielen Ländern, in denen die Haus- und Wohnungspreise in den letzten Jahren stark stiegen, waren auch in der Vergangenheit große Schwankungen der Haus- und Wohnungspreise zu beobachten. Die Volatilität der Vermögensmärkte schlug sich in erheblichen Konjunkturschwankungen nieder.

Großbritannien weist seit Mitte der neunziger Jahre einen besonders markanten Anstieg der Haus- und Wohnungspreise auf: Die realen Preise waren im Jahr 2004 mehr als doppelt so hoch wie 1995. Auch in der Vergangenheit war wiederholt ein starker Auftrieb der Haus- und Wohnungspreise zu beobachten⁵⁾. Zinssatzsenkungen trugen wesentlich zur Belebung der Hypothekarmärkte und zu einem Anstieg der Preise bei, Zinserhöhungen bildeten den Auslöser für das Platzen der Immobilienblase. 2004 wurden die kurzfristigen Zinsen angehoben, allerdings um nur 1¼ Prozentpunkte. Der Immobilienpreisboom ging in der Folge zu Ende, seit Anfang 2005 sinken die Preise.

Die hohen Volatilität der Immobilienmärkte und deren Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Instabilität haben eine Debatte um politische Reformen ausgelöst. Regierungskommissionen kamen zum Ergebnis, dass stärkere öffentliche Eingriffe in den britischen Wohnungsmarkt wünschenswert seien (*Miles, 2004, Barker, 2004*). Mit einer Steigerung des Anteils längerfristig fix verzinsten Hypothekarkredite und einer Ausweitung des öffentlichen und privaten Wohnungsangebotes soll die Stabilität des Immobilienmarktes und damit der Gesamtwirtschaft erhöht werden.

Ähnlich wie in Großbritannien war in Schweden in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre ein Immobilienboom zu beobachten. Den Auslöser bildete die rasche Deregulierung der Finanzmärkte im Jahr 1985 (*Marterbauer – Schweighofer – Walterskir-*

⁵⁾ 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. Auf die spekulativ übertriebene Hausse folgte ein Einbruch der Immobilienpreise, das reale BIP sank 1990/1992 kumuliert um 1,2%.

chen, 1992). Die Deregulierung der Kreditmärkte, die mit einer Aufhebung von Kreditrationierungen verbunden war, zog einen Boom der Verschuldung von privaten Haushalten und Unternehmen nach sich. Verstärkt wurde die Kreditfinanzierung von Konsumausgaben und Wohnungsinvestitionen dadurch, dass Zinsaufwendungen zum Teil von der Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer abgezogen werden konnten; die effektive reale Zinslast von Privatkrediten war so in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre kaum positiv. Die Finanzmarktderegulierung hatte auch zur Folge, dass Banken, Versicherungen und Pensionsfonds einfacher auf Immobilienmärkten investieren konnten.

Ein starker Anstieg der kurzfristigen Zinsen löste Anfang der neunziger Jahre einen Zusammenbruch des Immobilienmarktes aus⁶⁾. Die schwedische Wirtschaftspolitik reagierte auf die negativen Erfahrungen mit Boom und Krise auf dem Immobilienmarkt, indem vor allem die steuerliche Absetzbarkeit von Zinszahlungen für private Haushalte abgeschafft und andere steuerliche Anreize zur Verschuldung merklich verringert wurden. Die Haus- und Wohnungspreise blieben lange Zeit sehr flach und erholten sich erst nach 1997.

In Japan zeigte sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre ähnlich wie in anderen Industrieländern ein rasanter Anstieg der Aktienkurse (auf das Dreifache) und Haus- und Wohnungspreise (auf das Doppelte). 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 löste den Zusammenbruch der Spekulationswelle aus: Der Nikkei-Aktienindex sank auf weniger als die Hälfte, die Haus- und Wohnungspreise ermäßigten sich etwa um ein Drittel. Weil der Boom auf den Vermögensmärkten kreditfinanziert war, waren die Banken nach seinem Zusammenbruch mit einer Vielzahl von notleidenden Krediten konfrontiert. Massive öffentliche Subventionen zur Rettung des Bankensystems waren notwendig. Dennoch war die Folge eine rigorose Kreditverknappung, die zusammen mit der Überschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten einen Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage nach sich zog. Von diesem Einbruch der Nachfrage erholte sich die japanische Volkswirtschaft trotz umfangreicher fiskal- und geldpolitischer Gegensteuerung jahrelang nicht.

Aktuelle Analysen der Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise in verschiedenen Ländern deuten darauf hin, dass in den letzten Jahren wieder überproportionale Preisanstiege zu verzeichnen waren. Unabhängig davon, ob die "Landung hart oder weich" ausfällt, wird in den betroffenen Ländern in den kommenden Jahren der Wachstumsimpuls, der von den Haus- und Wohnungspreisen auf Wohnbau und privaten Konsum ausging, fehlen.

Die Entwicklung der Haus- und Wohnungspreise hatte in den letzten zehn Jahren signifikanten Einfluss auf die Wachstumsunterschiede zwischen den EU-Staaten. Wie zu allen anderen Einflussfaktoren des Wirtschaftswachstums (Deregulierung, Steuern usw.) wurden daraus politische Forderungen abgeleitet. So soll etwa die Wirtschaft in Mitteleuropa ähnlich wie in den angelsächsischen Ländern über einen Anstieg der Haus- und Wohnungspreise angekurbelt werden.

Die OECD (Catte *et al.*, 2004) empfiehlt z. B. eine Deregulierung der Hypothekarmärkte, weil dies die Vermögenseffekte von Immobilienpreissteigerungen auf den Konsum, die Wirksamkeit der Geldpolitik und in der Folge die Erholung der Konjunktur aus der Rezession stärken würde. Zur Erreichung der gewünschten "Vervollkommnung der Hypothekarmärkte" sollen eine Ausweitung der Hypothekarprodukte und des Kreises der Kreditnehmer sowie eine Senkung der Transaktionskosten beitragen.

⁶⁾ Die Immobilienpreise brachen 1992 und 1993 ein, an Büroflächen entstand ein hohes Überangebot. Auch der Wohnungsmarkt brach ein, sodass die Hypothekarkreditbelastung der privaten Haushalte viel höher war als der Verkaufswert der Immobilien. 1992/93 ging die Konsumnachfrage der privaten Haushalte real zurück. Die Wohnbauinvestitionen wurden drastisch gekürzt, sie waren 1996 nur noch halb so hoch wie 1990. Das reale BIP schrumpfte 1991/1993 kumuliert um 5%. Die Immobilienkrise hatte eine tiefe Bankenkrise zur Folge. Konkurse von Bauunternehmen und Immobiliengesellschaften sowie Finanzprobleme privater Haushalte zogen hohe Kreditausfälle nach sich.

Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

Konkrete Vorschläge beziehen sich auf die Anhebung der Relation zwischen Kredithöhe und Immobilienwert, eine Verbreiterung des Angebotes an fix und flexibel verzinsten Krediten, eine Ausweitung der Kreditlaufzeiten, eine Flexibilisierung der Rückzahlungsvarianten, die Möglichkeit von zweiten Hypotheken, die Vereinfachung des Zugangs zu Hypothekarmärkten für jüngere und ältere Haushalte sowie solche mit geringerer Kreditwürdigkeit oder auf die Verringerung der Gebühren für Immobilientransaktionen, Gerichtskosten, Maklergebühren und der Besteuerung von Wertzuwächsen. Die Deregulierung zur Erreichung einer höheren "Completeness" der Hypothekarmärkte soll in Mitteleuropa ähnlich starke Wachstumseffekte für Konsum und Wohnbauinvestitionen ermöglichen wie in den angelsächsischen Ländern oder Skandinavien.

Die Wirtschaftspolitik greift diese Vorschläge auch zunehmend auf. In Frankreich wurde eine Reihe von Maßnahmen zur Belebung der Hypothekarkreditmärkte gesetzt – etwa wurde der Anteil der variabel finanzierten Kredite deutlich ausgeweitet und Steuererleichterungen beschlossen, die die Nachfrage nach neuen Wohnungen und Häusern stark steigen ließen. Der über Jahrzehnte kaum dynamische französische Immobilienmarkt zeigt seit 1998 deutliche Zeichen einer Belebung. Dies mag wesentlich dazu beigetragen haben, dass der private Konsum und die Bauinvestitionen wesentlich rascher wachsen als etwa in Deutschland.

Eine Belebung der Hypothekarkreditmärkte kann aber auch die Volatilität der Haus- und Wohnungspreise erhöhen und ist deshalb eine riskante Strategie. Langfristig sollten die Haus- und Wohnungspreise in einer stabilen Beziehung zu den "fundamentals" stehen und real ähnlich steigen wie die Einkommen – so wie die Aktienkurse längerfristig in einer bestimmten Relation zu den Unternehmensgewinnen stehen sollten. Stark über die Einkommensentwicklung hinausgehende Immobilienpreiserhöhungen drohen eine Überhitzung und eine Preisblase auszulösen. Eine scharfe Korrektur der Haus- und Wohnungspreise 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 Haus- und Wohnungspreise 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 öffentlichem Defizit. In allen Fällen wurden solche Wohlfahrtsverluste nur langsam wieder aufgeholt, vor allem blieb die Arbeitslosigkeit viele Jahre hoch.

Gemäß dem Ergebnis von internationalen Querschnittsanalysen für den Zeitraum 1995/2003 (*Marterbauer – Walterskirchen, 2005*) beeinflussen die Haus- und Wohnungspreise das Wirtschaftswachstum nur mittelfristig positiv, während langfristig kein signifikanter Zusammenhang besteht. Zwar ist ein "soft landing" der Immobilienpreise in Zukunft nicht auszuschließen, im Falle der Aktienkurse wurde diese Hoffnung jedoch im Jahr 2000 enttäuscht. Überhöhte Haus- und Wohnungspreise können zwar das Wohnungsangebot stimulieren, sie dämpfen jedoch langfristig die Nachfrage nach Wohnungen. Angesichts einer hohen Leerstellungsrate verringert sich das Wohnungsangebot.

Eine hohe Volatilität der Haus- und Wohnungspreise trägt nicht nur zur Instabilität des Finanzmarktsystems bei, sondern hat auch soziale Auswirkungen. Hohe Immobilienpreise erschweren jungen und mobilen Haushalten den Erwerb einer Wohnung oder eines Hauses. Den Vermögensgewinnen der Hausbesitzer stehen entsprechend hohe Kosten der Hauskäufer gegenüber, die in der Regel über Hypothekarkredite finanziert werden. Bei einem starken Verfall der überzogenen Immobilienpreise kann die Verschuldung dann höher sein als der Wert der Häuser – mit entsprechenden Konsequenzen für die Banken und die Hauskäufer.

Die Hypothekarmärkte erscheinen somit kaum geeignet, zur langfristigen Förderung des Wirtschaftswachstums beizutragen. Eine antizyklische Wohnbaupolitik (mit neuen Förderprogrammen in schwachen Konjunkturjahren) könnte jedoch helfen, die Konjunkturschwankungen zu dämpfen. Letztlich ist die Anpassung der Zinssätze im Konjunkturverlauf Teil einer solchen Politik.

Aufgrund der großen Bedeutung der Haus- und Wohnungspreise für die Wirtschaftsentwicklung in den Ländern mit marktdominierter Finanzmarktstruktur steht die Geldpolitik in diesen Ländern vor besonderen Herausforderungen. Sie muss auf die Entwicklung der Immobilienmärkte Rücksicht nehmen, um die gesamtwirtschaftliche Stabilität aufrechtzuerhalten. Niedrige Zinssätze waren – gemeinsam mit steuerlicher Absetzbarkeit der Zinsen – oft die Basis für übertriebene Immobilienpreissteigerungen; eine abrupte Anhebung der Zinssätze löste dann den Zusammenbruch der Preisblase aus.

In der EU stehen einander zwei Modelle des Immobilienmarktes gegenüber, die jeweils spezifische Vor- und Nachteile aufweisen. Das Modell der marktdominierten 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. Das ist für Wirtschaftswachstum und öffentliche Haushalte besonders in einer Zeit wichtig, in welcher der Unternehmenssektor vom Schuldner zum Gläubiger wird. Innovationen in der Wohnbaufinanzierung haben kurz- und mittelfristig positive Auswirkungen auf die Inlandsnachfrage und damit das Wirtschaftswachstum. Längerfristig ist in den Volkswirtschaften mit marktdominiertem Finanzmarktssystem allerdings das Risiko von Finanzkrisen aufgrund von Immobilienpreisblasen hoch.

Dem steht das bankdominierte Modell gegenüber, das auf die positiven Impulse des Wertgewinns von Immobilien und Kreditaufnahmen verzichtet. Im Mittelpunkt stehen Gläubiger-, nicht Schuldnerinteressen. Wachstumsverlusten aufgrund einer relativ schwachen Expansion der Inlandsnachfrage steht langfristig eine relativ stabile gesamtwirtschaftliche Entwicklung gegenüber.

Wenn ein weiteres Instrument zur Beschleunigung des Wirtschaftswachstums gesucht wird, wäre wahrscheinlich eine Konvergenz der beiden Systeme zweckmäßig: Verringerung der Instabilität der Finanzmärkte in den Ländern mit marktdominiertem System und Verstärkung der Marktanreize in den Ländern mit bankdominiertem System.

- Barker, K., Review of Housing Supply. Delivering Stability: Securing our Future Housing Needs, London, 2004.
- Barton, L., "European House Prices", in PriceWaterhouseCoopers, European Economic Outlook, 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, 2004, (394).
- Debelle, G., "Household Debt and the Macroeconomy", BIS Quarterly Review, 2004, (March).
- Demirgüç-Kunt, A., Levine, R. (Hrsg.), Financial Structure and Economic Growth – A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development, MIT Press, Cambridge, MA, 2001.
- Deutsche Bank Research, Ende der Hauspreis-Rallye in UK in Sicht, Aktuelle Themen, 2004, (304).
- European Central Bank, Structural Factors in the EU Housing Markets, Frankfurt am Main, 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), http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo_search.get_abstract_type?p_language=1&pubid=21731.
- Hahn, F., "Aktienmarkt und Konjunkturschwankungen. Gibt es einen Zusammenhang in den OECD-Ländern?", WIFO-Monatsberichte, 2003, 76(8), http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo_search.get_abstract_type?p_language=1&pubid=24497.
- Hahn, F., "Finance-Growth Nexus and the P-Bias. Evidence from OECD Countries", WIFO Working Papers, 2004, (223), http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo_search.get_abstract_type?p_language=1&pubid=25143.
- 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, Washington D.C., 2004.
- Krugman, P., "Competitiveness: A Dangerous Obsession", Foreign Affairs, 1994, 73(2), 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).

Literaturhinweise

- 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).
- Marterbauer, M., Walterskirchen, E., Einfluss der Haus- und Wohnungspreise auf Wirtschaftswachstum und Inflation, WIFO, Wien, 2005, http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo_search.get_abstract_type?p_language=1&pubid=25691.
- Miles, D., *The UK Mortgage Market: Taking a Longer-Term View*, London, 2004.
- Mooslechner, P., *Die Geldvermögensposition privater Haushalte in Österreich*, WIFO, Wien, 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), http://publikationen.wifo.ac.at/pls/wifosite/wifosite.wifo_search.get_abstract_type?p_language=1&pubid=25374.
- 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", 11. Dezember 2004.
- Tsatsaronis, K., Zhu, H., "What Drives Housing Price Dynamics: Cross Country Evidence", in "International Banking and Financial Market Developments", *BIS Quarterly Review*, 2004, (March), S. 65ff.

Effect of House Prices on Economic Growth – Summary

The differences in growth rates of EU countries in the 1995-2003 period can be attributed largely to the development of house prices and their effect on residential construction and private consumption. Rising real estate prices in the Anglo-Saxon and Northern European countries accelerated residential construction activities and also had a stimulating effect on private consumption through wealth effects. In market-based financial systems such as in Great Britain or Northern Europe, reactions are clearly stronger than in bank-based systems such as in continental Europe. Despite the success achieved on a medium-term basis by many countries with flexible real-estate markets and market-based financial systems, a long-term growth strategy should not be based on these instruments, for soaring property prices tend to be followed by a downturn affecting the economy as a whole.