

Welche Rolle sollten Immobilienpreise für die Geldpolitik spielen?

Dr. Ralph Setzer

Deutschen Bundesbank

Zentralbereich Volkswirtschaft

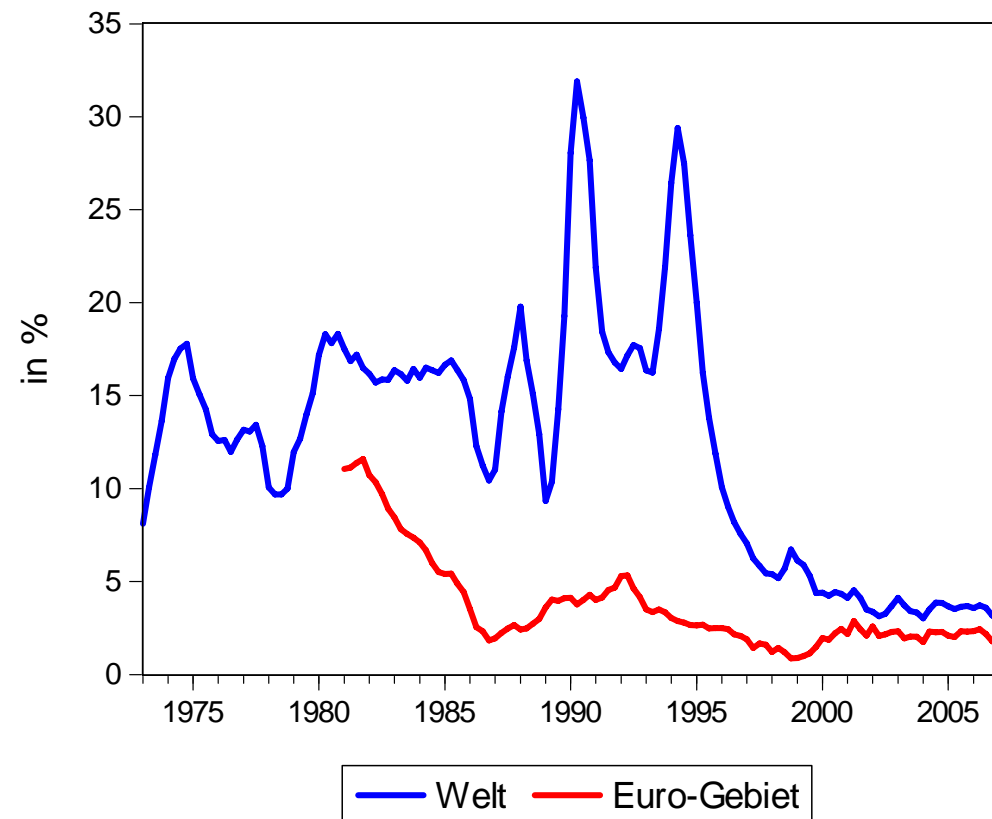
Museumsabend 12. Dezember 2007

1. Aktuelle Entwicklungen auf den Immobilien- und Finanzmärkten
2. Wechselwirkungen zwischen Geld und Immobilienpreisen
3. Immobilienpreise als Einflussfaktor für die Zinspolitik der Notenbank?
4. Sollten Häuserpreise bei der Inflationsmessung berücksichtigt werden?
5. Zusammenfassung

1. **Aktuelle Entwicklungen auf den Immobilien- und Finanzmärkten**
2. Wechselwirkungen zwischen Geld und Immobilienpreisen
3. Immobilienpreise als Einflussfaktor für die Zinspolitik der Notenbank?
4. Sollten Häuserpreise bei der Inflationsmessung berücksichtigt werden?
5. Zusammenfassung

- Primäres Ziel des Eurosystems, aber auch vieler anderer Zentralbanken, ist es Preisstabilität zu gewährleisten.
- Als Messlatte für Preisstabilität dienen üblicherweise die Konsumentenpreise, d.h. die Preise der Güter und Dienstleistungen, die die Haushalte im Zeitablauf konsumieren.
 - Zielgröße Eurosystem: Anstieg des „Harmonisierten Verbraucherpreisindex von unter, aber nahe 2% gegenüber dem Vorjahr“.
- In den letzten 15 bis 20 Jahren sind wesentliche Fortschritte bei der Erzielung von Preisstabilität erzielt worden.

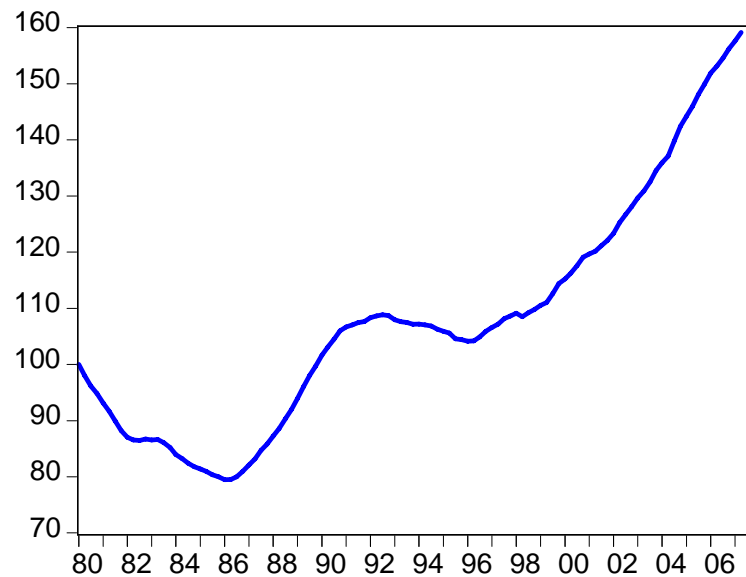
Anstieg der Konsumentenpreise (Jahresrate in %)



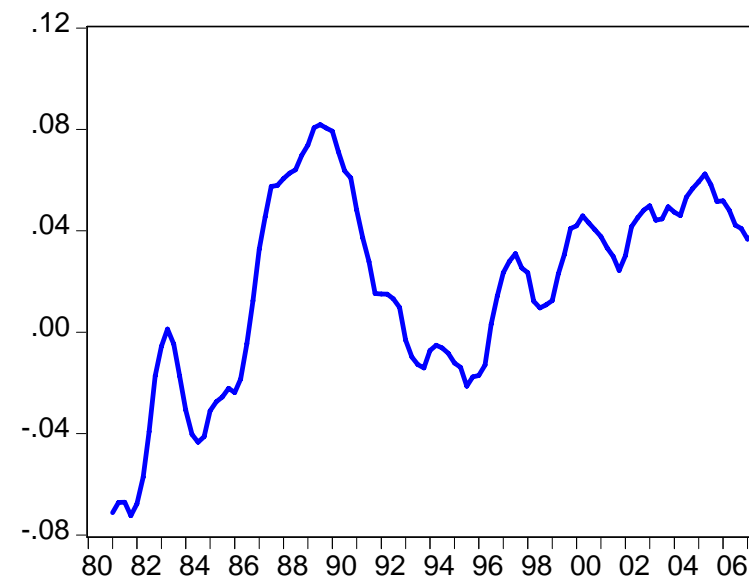
Quelle: IWF.

- Niedrige Wachstumsraten der Konsumentenpreise waren jedoch nicht von gleicher Stabilität der Vermögenspreise begleitet.
- In einem Umfeld weltweit lockerer geldpolitischer Rahmenbedingungen kam es in den letzten Jahren zu einem starken Anstieg aller Vermögenspreise (Aktien, Anleihen, Immobilien, Gold).
- Entwicklung auf den Immobilienmärkten für Geldpolitiker dabei von besonderem Interesse:
 - Immobilien als wesentliche Sicherheiten bei der Kreditvergabe und bedeutender Faktor im Gesamtvermögen der privaten HH.
 - Enger Zusammenhang zwischen Immobilientransaktion und Kreditvergabe.

Realer Hauspreisindex
in der EWU (1980=100)



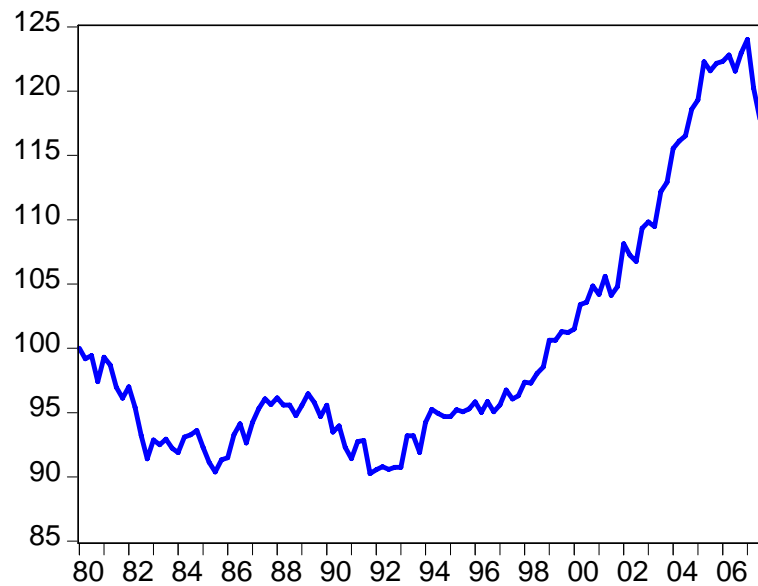
Jahresrate des realen
Hauspreisindexes in der EWU (in %)



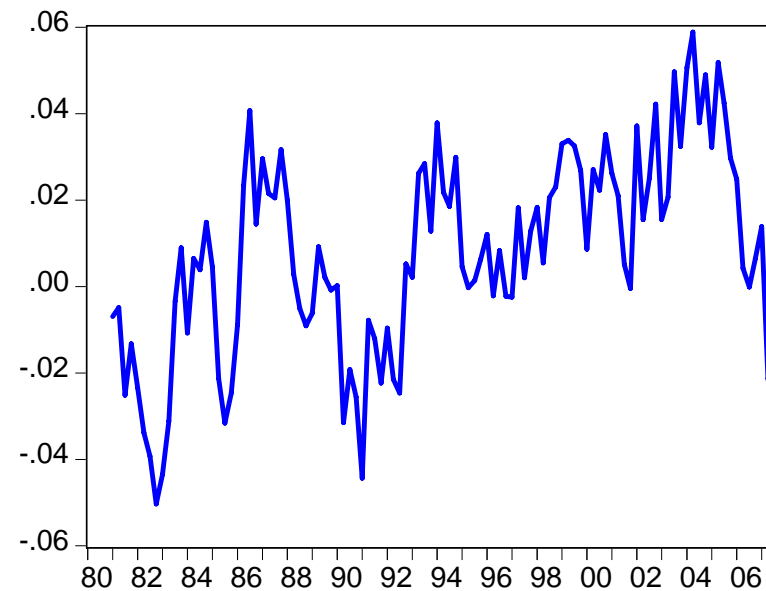
Inflationsbereinigung mit BIP-Deflator.

Quelle: BIZ.

Realer Hauspreisindex in den USA



Jahresrate des realen Hauspreisindexes in den USA (in %)

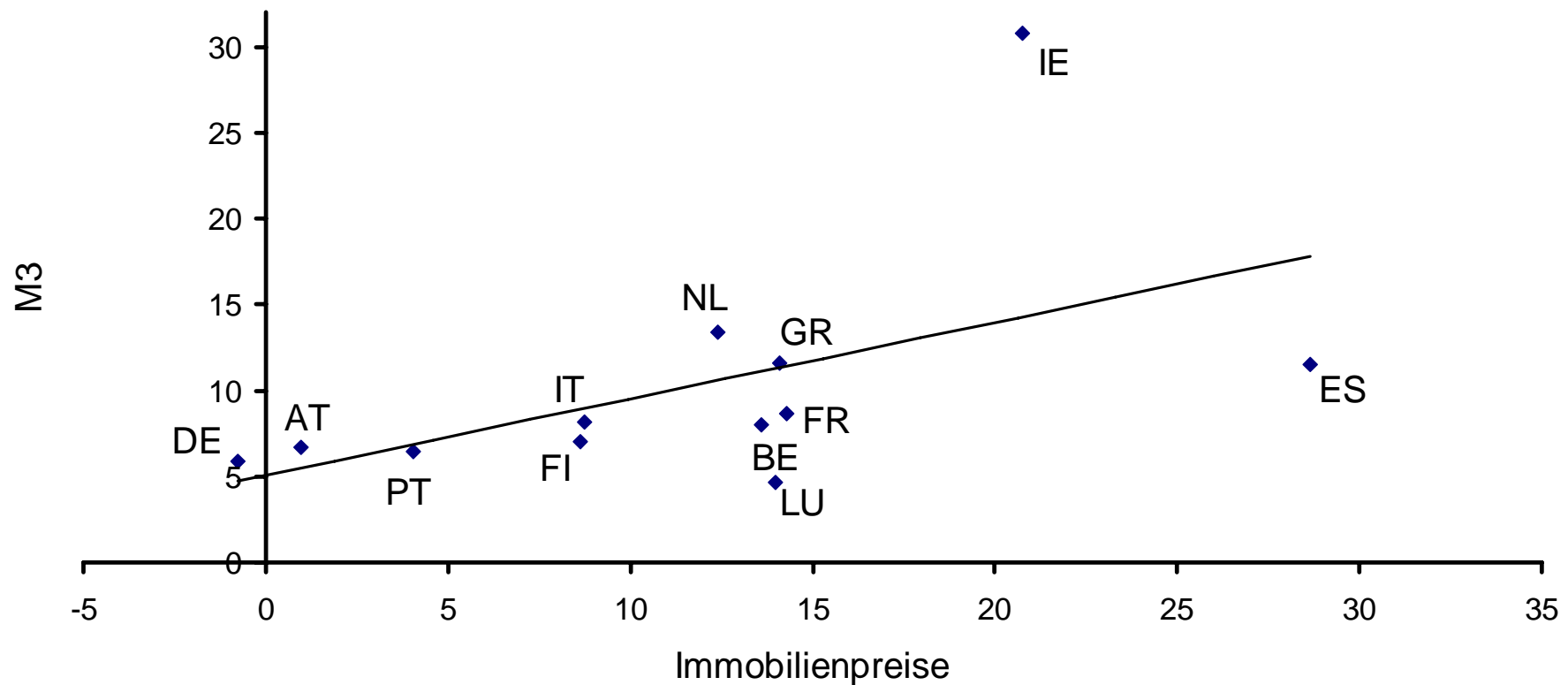


Inflationsbereinigung mit BIP-Deflator.

Quelle: BIZ.

Häuserpreise und Geldmenge im Euro-Raum

Durchschnittliche jährliche Veränderung
1998 bis 2006, in %



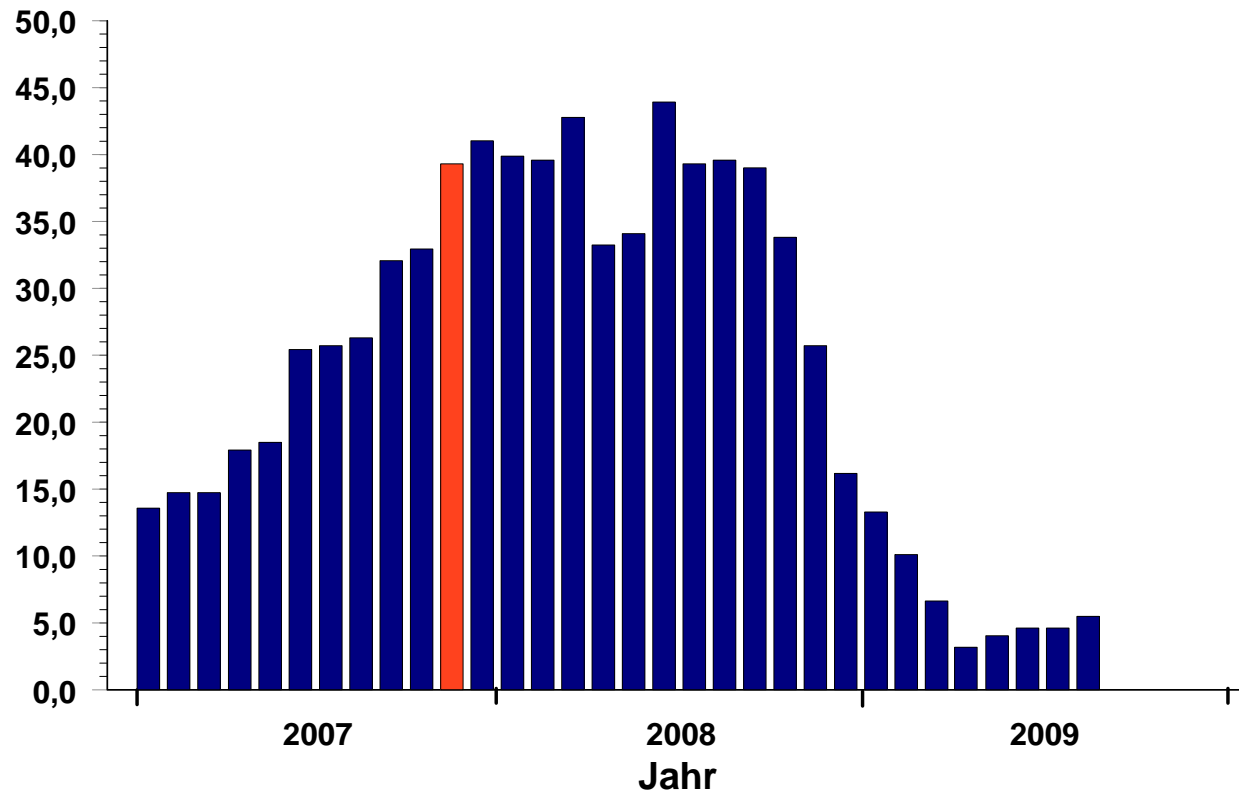
- Seit einigen Monaten Korrektur an den Immobilienmärkten...
 - In USA und im Euro-Raum fallende Häuserpreise (bzw. sinkende Wachstumsraten), Rückgang der Bauaktivitäten und Einbruch bei den Immobilientransaktionen.
- ... mit der Folge einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten.
 - Gestiegene Kreditausfälle bei amerikanischen Subprime-Hypotheken führten zu abrupter Änderung der Risikoeinschätzung der Finanzmarktteilnehmer.

Auch Geldpolitik von Ende des Häuserpreisbooms betroffen:

- Aufgrund der umfangreichen Verbriefungen von Immobilienkrediten nahm das Vertrauen in die mit solchen Krediten besicherten kurzfristigen Wertpapiere (ABCP) schlagartig ab, Verbriefungsgesellschaften kamen in massive (Re-)Finanzierungsnöte.
- Banken, die im Vorfeld Kreditlinien eingeräumt hatten, mussten ihren Finanzierungsgesellschaften finanzielle Hilfen gewähren und kamen zum Teil selbst unter Druck (in Deutschland: IKB, Sachsen LB).
- Interbankenmarkt von Vertrauenskrise stark in Mitleidenschaft gezogen, damit auch die Geldpolitik tangiert.

Kredite mit Zinsanpassung für bonitätsschwache Hypothekenschuldner

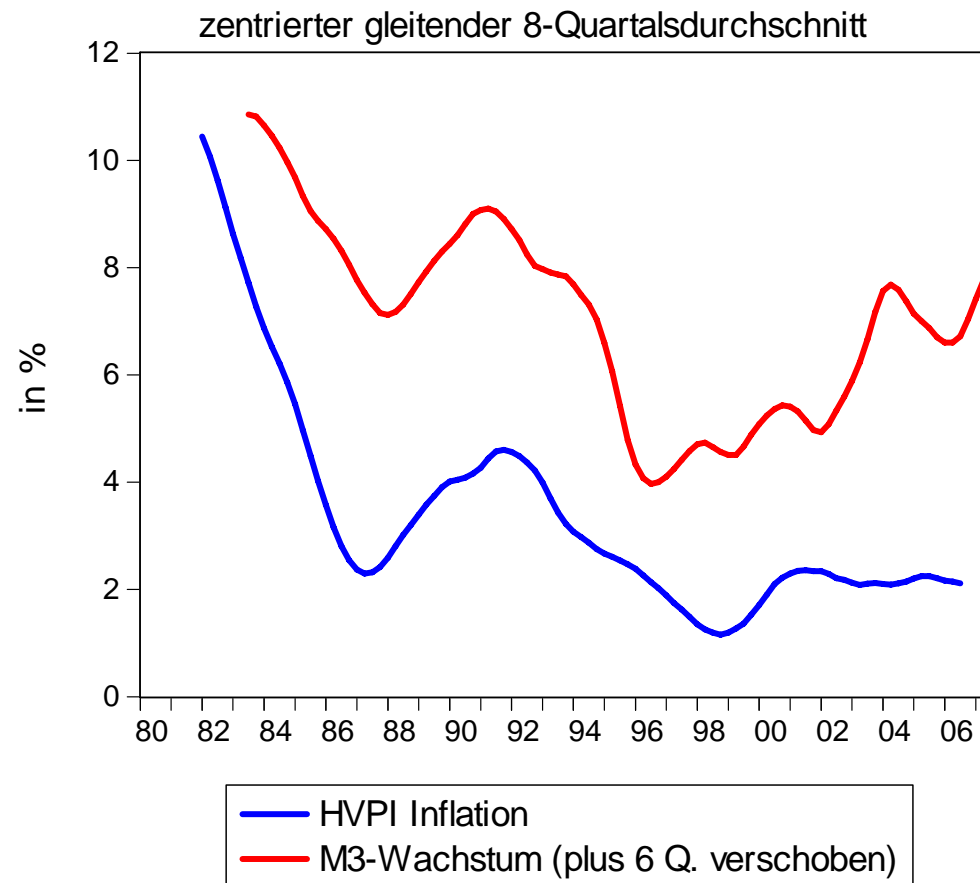
in Mrd. USD



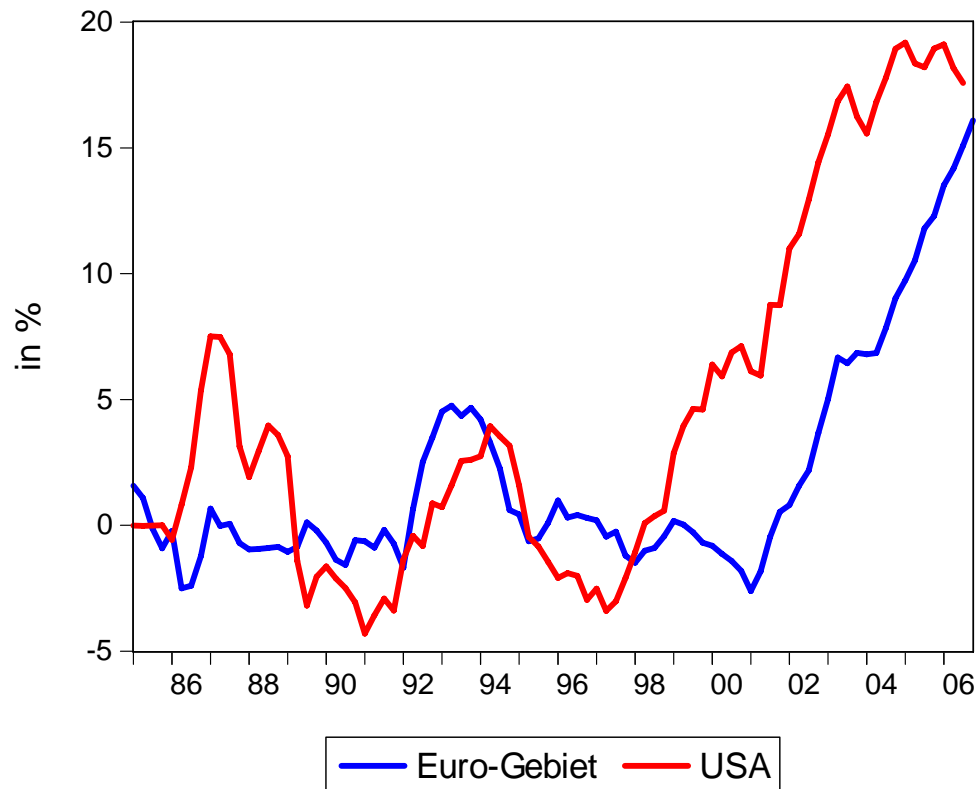
Quelle: Michler/Thieme (2007) nach Dresdner Kleinwort (2007).

1. Aktuelle Entwicklungen auf den Immobilien- und Finanzmärkten
- 2. Wechselwirkungen zwischen Geld und Immobilienpreisen**
3. Immobilienpreise als Einflussfaktor für die Zinspolitik der Notenbank?
4. Sollten Häuserpreise bei der Inflationmessung berücksichtigt werden?
5. Zusammenfassung

Wachstum der Geldmenge M3 und Inflation



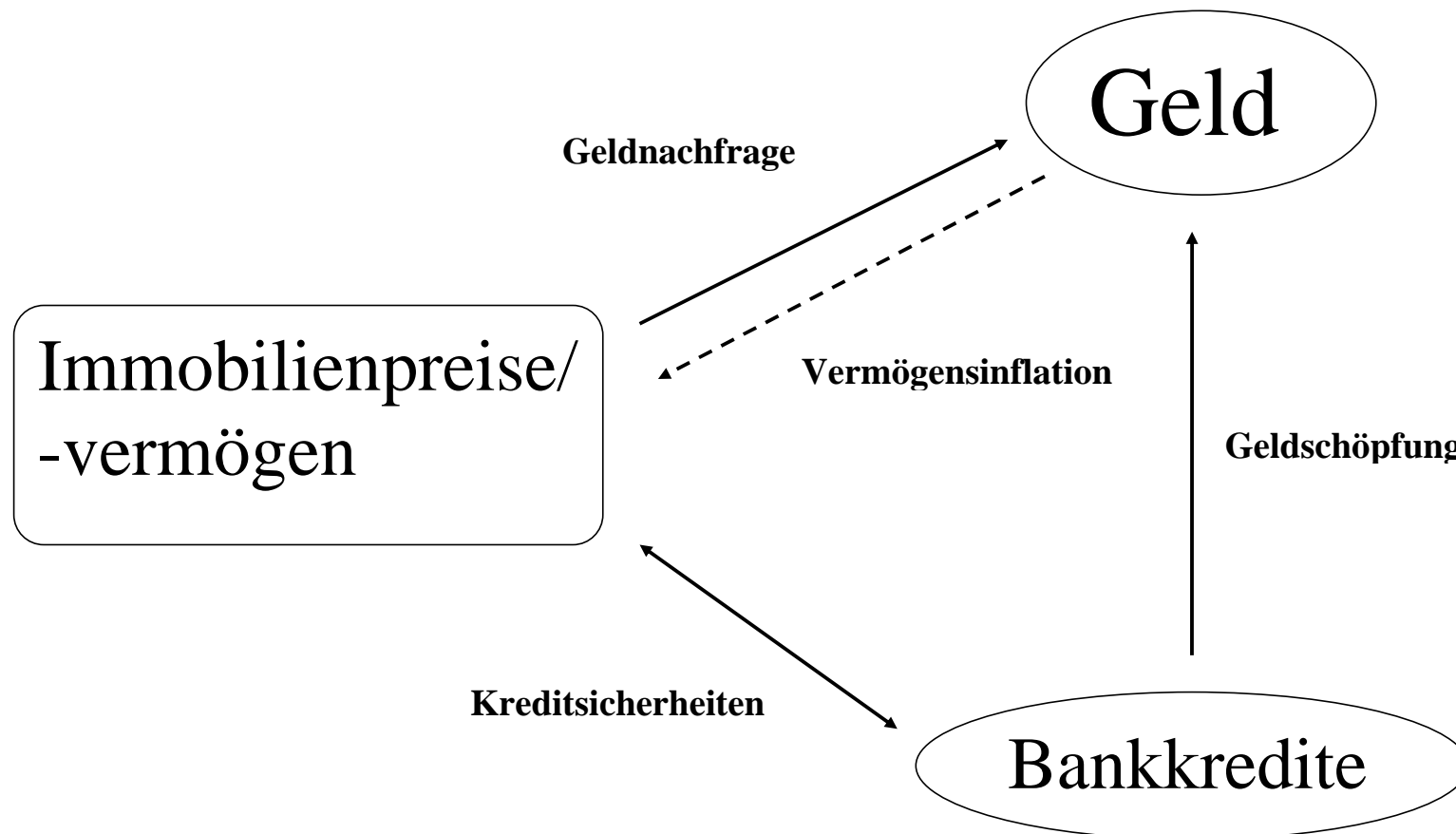
Geldüberhang im Euro-Raum und in den USA



Als Folge des starken Geldmengenwachstums der letzten Jahre ergibt sich sowohl für die USA wie für den Euro-Raum ein hoher Geldüberhang.

Geldüberhang berechnet als Restgröße einer langfristigen Standard-Geldnachfragegleichung.

$$M/P = \alpha + \beta Y + \gamma (i_{kurzfr} - i_{eigen}) + \varepsilon$$



- Kann das starke Geldmengenwachstum mit Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt erklärt werden?
→ Erweiterte langfristige Geldnachfragefunktion

$$(m - p)_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot bip_t + \alpha_2 \cdot ir_t + \alpha_3 \cdot prop_t + \varepsilon$$

- **Variablen**

m_t – breites Geldmengenaggregat

p_t – BIP Deflator

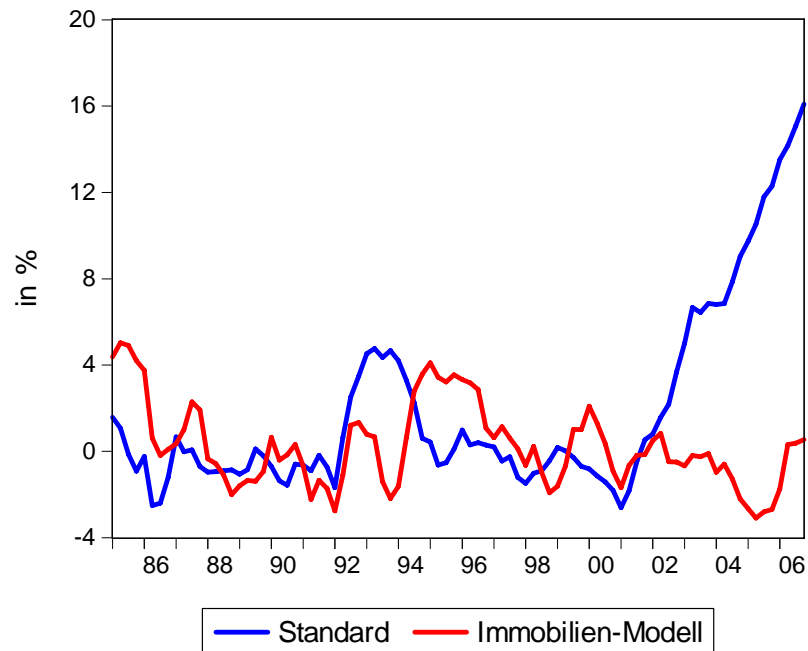
bip_t – reales BIP

ir_t – Kapitalmarktzins (EWU), Geldmarktzins (USA)

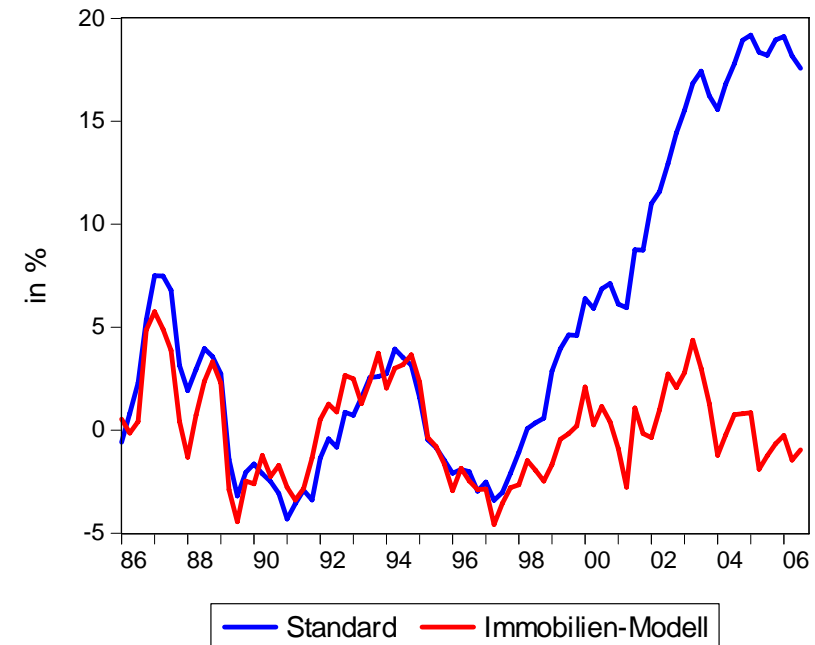
$prop_t$ – reale Häuserpreise oder Immobilienvermögen

Korrigierter Geldüberhang im Euro-Raum und in den USA

Euro-Gebiet



USA



- Sowohl im Euro-Gebiet wie in den USA scheinen Geldmengenwachstum und Anstieg der Häuserpreise in enger Beziehung zueinander zu stehen.
 - Bedeutender Teil des hohen Geldmengenwachstums kann mit Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt erklärt werden.
 - Auch der umgekehrten Kanal wirksam, wonach die Geldpolitik Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt beeinflusst, indem sie die Finanzierungsbedingungen verbessert und dadurch die Nachfrage nach Immobilien verstärkt.

1. Aktuelle Entwicklungen auf den Immobilien- und Finanzmärkten
2. Wechselwirkungen zwischen Geld und Immobilienpreisen
- 3. Immobilienpreise als Einflussfaktor für die Zinspolitik der Notenbank?**
4. Sollten Häuserpreise bei der Inflationsmessung berücksichtigt werden?
5. Zusammenfassung

- Immobilienpreisschwankungen können signifikante Auswirkungen auf die Konsum- und Investitionsbereitschaft haben:
 - **Vermögenseffekt:** Immobilienpreisanstieg erhöht Nettovermögen der Hausbesitzer, was deren Konsumausgaben steigern kann.
 - **Kreditbesicherungseffekt:** Zunahme der Häuserpreise verbessert die Kreditaufnahmemöglichkeiten/ Kreditbedingungen.
 - **Finanzstabilitätseffekt:** Rückgang der Immobilienpreise erhöht die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen und schwächt die Eigenkapitalposition der Banken.

- Entscheidend für Geldpolitiker mit Ziel der Preisstabilität:
 - In dem Maße wie Konsum und Investition beeinflusst werden, kann es zu signifikanten Veränderungen der Inflationsrate kommen.
 - Da Transmission der Geldpolitik über Finanzsystem erfolgt, müssen Risiken für die Finanzstabilität genau beobachtet werden.

Probleme

- **Diagnoseproblem:** Identifizierung von Blasen in „Echtzeit“ äußerst schwierig:
 - Nur ungenaue Indikatoren wie z. B. Zusammenspiel von starkem Häuserpreisanstieg und kräftigem Geldmengenwachstum oder Verhältnis Häuserpreisen zu Mieten verfügbar.
 - Allerdings sind auch andere ökonomische Variablen nicht beobachtbar und schwer zu schätzen.
- **Konfliktpotenzial:** Es bedarf unter Umständen starker geldpolitischer Reaktion, um Blase zum Platzen zu bringen. Dies kann im Widerspruch zum Preisstabilitätsziel stehen.

Zinspolitische Reaktion auf Immobilienpreise („Leaning against the wind“) dann gerechtfertigt...

... wenn die Wahrscheinlichkeit hoch ist, dass Immobilienpreise durch nicht-fundamentale Faktoren beeinflusst sind.

... wenn die Wahrscheinlichkeit gering ist, dass die Blase in naher Zukunft platzt.

... wenn die Blase vermutlich sensitiv auf Zinsänderungen reagiert.

... wenn die Kosten eines späteren Platzens der Blase als hoch angesehen werden.

1. Aktuelle Entwicklungen auf den Immobilien- und Finanzmärkten
2. Wechselwirkungen zwischen Geld und Immobilienpreisen
3. Immobilienpreise als Einflussfaktor für die Zinspolitik der Notenbank?
4. **Sollten Häuserpreise bei der Inflationsmessung berücksichtigt werden?**
5. Zusammenfassung

Status quo

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) als Zielgröße der Geldpolitik (und Messlatte für Preisstabilität) erfasst nicht die Ausgaben für den Erwerb und die Errichtung von selbstgenutzten Wohnbauten.

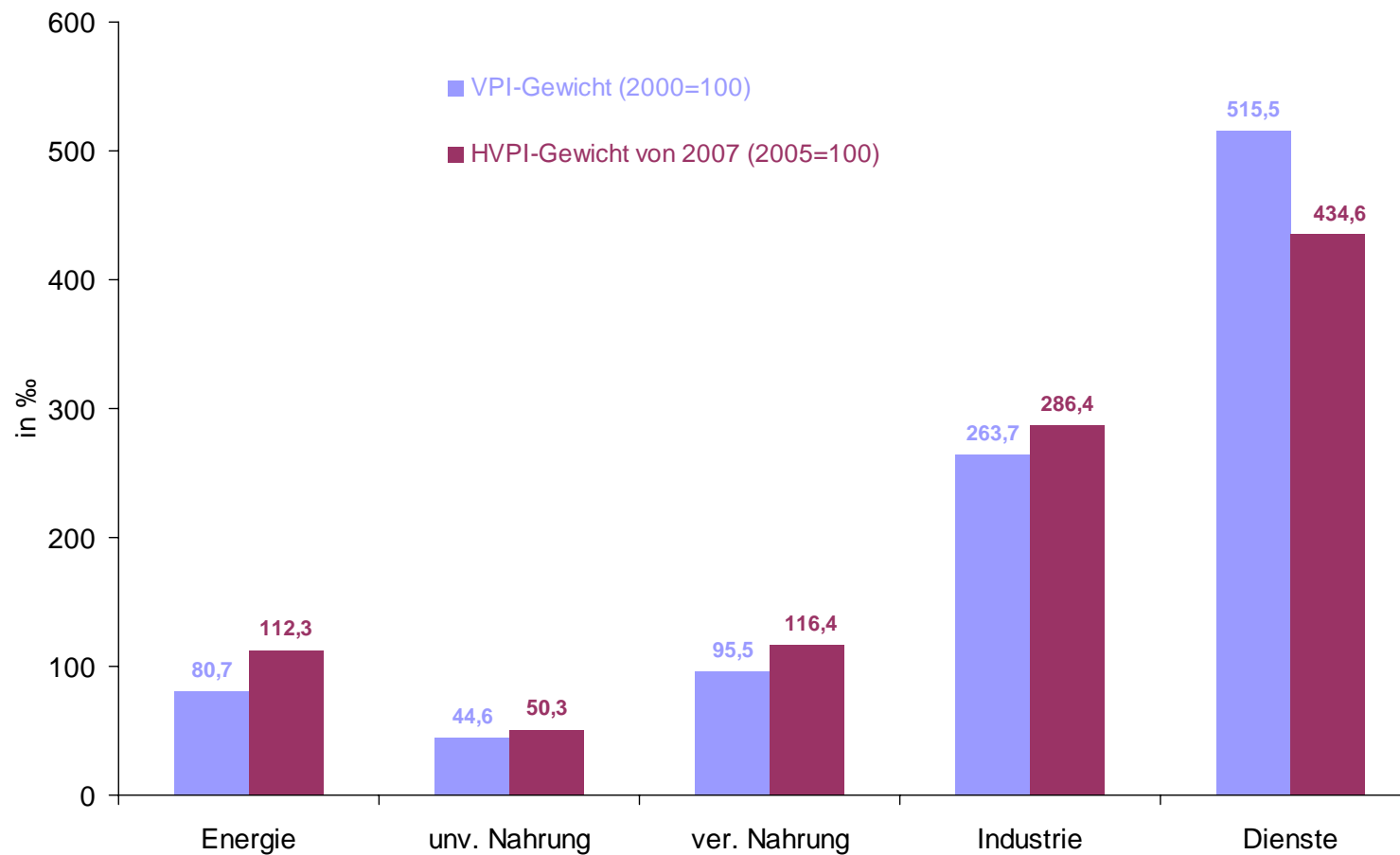
Bereich „Wohnen“ umfasst im HVPI:

- Tatsächliche Mietzahlungen
- Haushaltsenergie
- Nebenkosten und Aufwendungen für Renovierungen

Drei Varianten zur Erfassung von Häuserpreisen denkbar:

- **Periodengerecht abgegrenzte Nutzungskosten**
 - Problem: Mangelnde Verfügbarkeit präziser transaktionsbasierter, qualitätsbereinigter unterjähriger Wohnimmobilienpreisindizes.
- **„Mietäquivalente“ für die Eigennutzung von Wohneigentum**
 - Problem: In einigen EWU-Ländern keine ausreichend breiten Mietwohnungsmärkte mit freier Preisfindung.
- **Direkte Aufwendungen für den Nettoerwerb von Wohneigentum**
 - Vorteile: Orientierung am Leitbild der „tatsächlichen monetären Ausgaben“, relativ problemlose Umsetzung, weniger volatil.

Gewichtungsschema VPI und HVPI



1. Aktuelle Entwicklungen auf den Immobilien- und Finanzmärkten
2. Wechselwirkungen zwischen Geld und Immobilienpreisen
3. Immobilienpreise als Einflussfaktor für die Zinspolitik der Notenbank?
4. Sollten Häuserpreise bei der Inflationsmessung berücksichtigt werden?
- 5. Zusammenfassung**

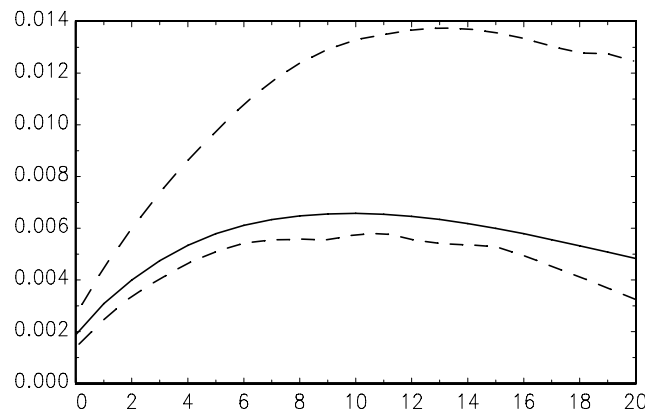
- Es existieren enge Beziehungen zwischen Geld und Immobilienmärkten – Kausalbeziehungen gehen in beide Richtungen.
- Aktuellen Ereignisse zeigen, dass ein übermäßiger Immobilienpreisanstieg („Blasenbildung“) zur Bedrohung für die Finanzstabilität führen kann.
- Verwerfungen an den Finanzmärkten können auch zu länger anhaltenden destabilisierenden Effekten in der Realwirtschaft führen.
- Über den Vermögenseffekt sind zudem direkte Effekte von Immobilienpreisschwankungen auf Konsum und Investitionen ableitbar.

- Für Notenbanken daher entscheidend, die Trends an den Immobilienmärkten in einer breitmöglichen Perspektive in den eigenen Analyserahmen zu integrieren.
- Sinnvoll, Vermögenspreise bei der gesamtwirtschaftlichen Einschätzung einzubeziehen. Volatilität von Vermögenspreisen sowie Identifikationsproblem von Blasen sprechen jedoch eher für eine zurückhaltende geldpolitische Reaktion.
- Vorarbeiten, die Zielgröße der Geldpolitik um Häuserpreise zu erweitern, sind im Gang (Eurostat, nationale statistische Behörden).

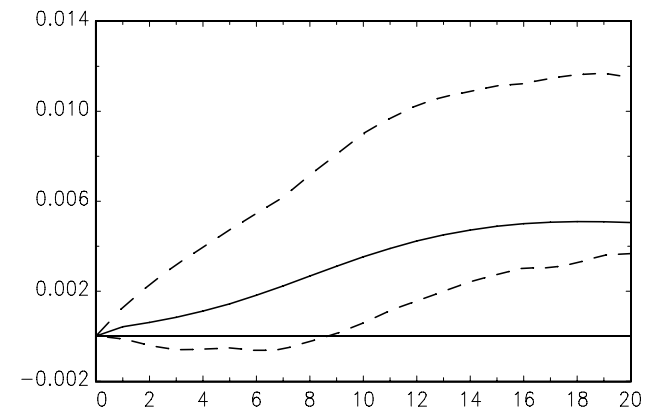
Appendix

Dynamische Anpassung von Geld und Immobilien

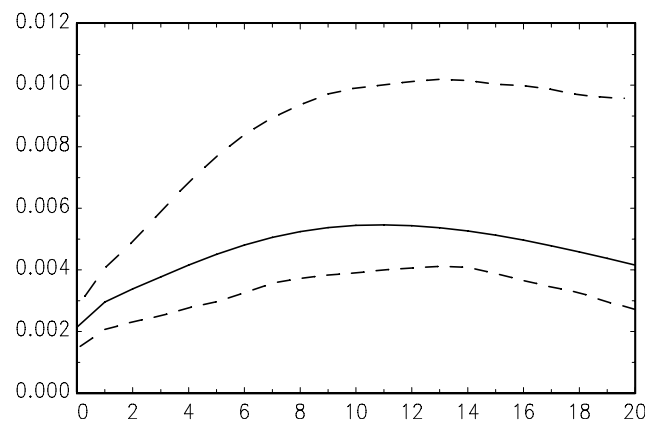
I_preis \rightarrow M3r



M3r \rightarrow I_preis



I_vermoegeen \rightarrow M3r



M3r \rightarrow I_vermoegeen

