

III. JÜNGSTE ENTWICKLUNGEN BEI DEN WOHNIMMOBILIENPREISEN: DIE ROLLE DER WIRTSCHAFTLICHEN FUNDAMENTALDATEN

EINLEITUNG UND ZUSAMMENFASSUNG

Die realen Wohnimmobilienpreise sind in den vergangenen Jahren ungewöhnlich rasch gestiegen

In der überwiegenden Mehrzahl der OECD-Länder sind die realen Wohnimmobilienpreise (das Verhältnis zwischen den effektiven Wohnimmobilienpreisen und dem Verbraucherpreisindex) seit Mitte der neunziger Jahre drastisch gestiegen (Abb. III.1)¹. Angesichts der wichtigen Rolle des Wohnimmobilienvermögens im derzeitigen Wirtschaftsaufschwung² wird in diesem Kapitel zur Beleuchtung der Frage, ob die Preise mit den Fundamentaldaten im Einklang stehen, näher untersucht, welche Faktoren diesen Entwicklungen zu Grunde liegen.

Untersucht werden in diesem Kapitel ...

Zunächst einmal wird die jüngste Hausse der Wohnimmobilienpreise in den Kontext der Erfahrungen der vergangenen 35 Jahre gestellt. Sodann werden die derzeitigen Bewertungen einer Reihe von Benchmarks gegenübergestellt. Abschließend werden die Verknüpfungen zwischen einer möglichen Korrektur der Wohnimmobilienpreise und der realwirtschaftlichen Aktivität betrachtet. Die wichtigsten Schlussfolgerungen dieser Analyse lauten:

... mehrere ganz ungewöhnliche Aspekte der derzeitigen Episode ...

– Die derzeitige Situation weist eine Reihe von Charakteristika auf, die es so bisher noch nicht gegeben hat. Dazu zählen Größenordnung und Dauer der Hausse der realen Wohnimmobilienpreise, die Parallelität dieses Trends zwischen den verschiedenen Ländern wie schließlich auch ihre weitgehende Loslösung vom Konjunkturzyklus.

... wie auch die Rolle der wirtschaftlichen Fundamentaldaten für die Preisbildung

– Während in verschiedenen Kreisen Befürchtungen über die hohen Wohnimmobilienpreise geäußert wurden, legen doch die hier untersuchten Daten den Schluss nahe, dass von einer Überbewertung möglicherweise nur in einer verhältnismäßig kleinen Zahl von Ländern gesprochen werden kann. Inwieweit diese Preise aber relativ gut den Immobilienwerten entsprechen, hängt indessen zu einem großen Teil davon ab, dass die langfristigen Zinssätze, die einen dominierenden Einfluss auf die Hypothekenzinsen ausüben, auf oder nahe an ihrem derzeit niedrigen Niveau verharren.

Das derzeit niedrige Inflationsniveau könnte jede Abwärtskorrektur beeinflussen

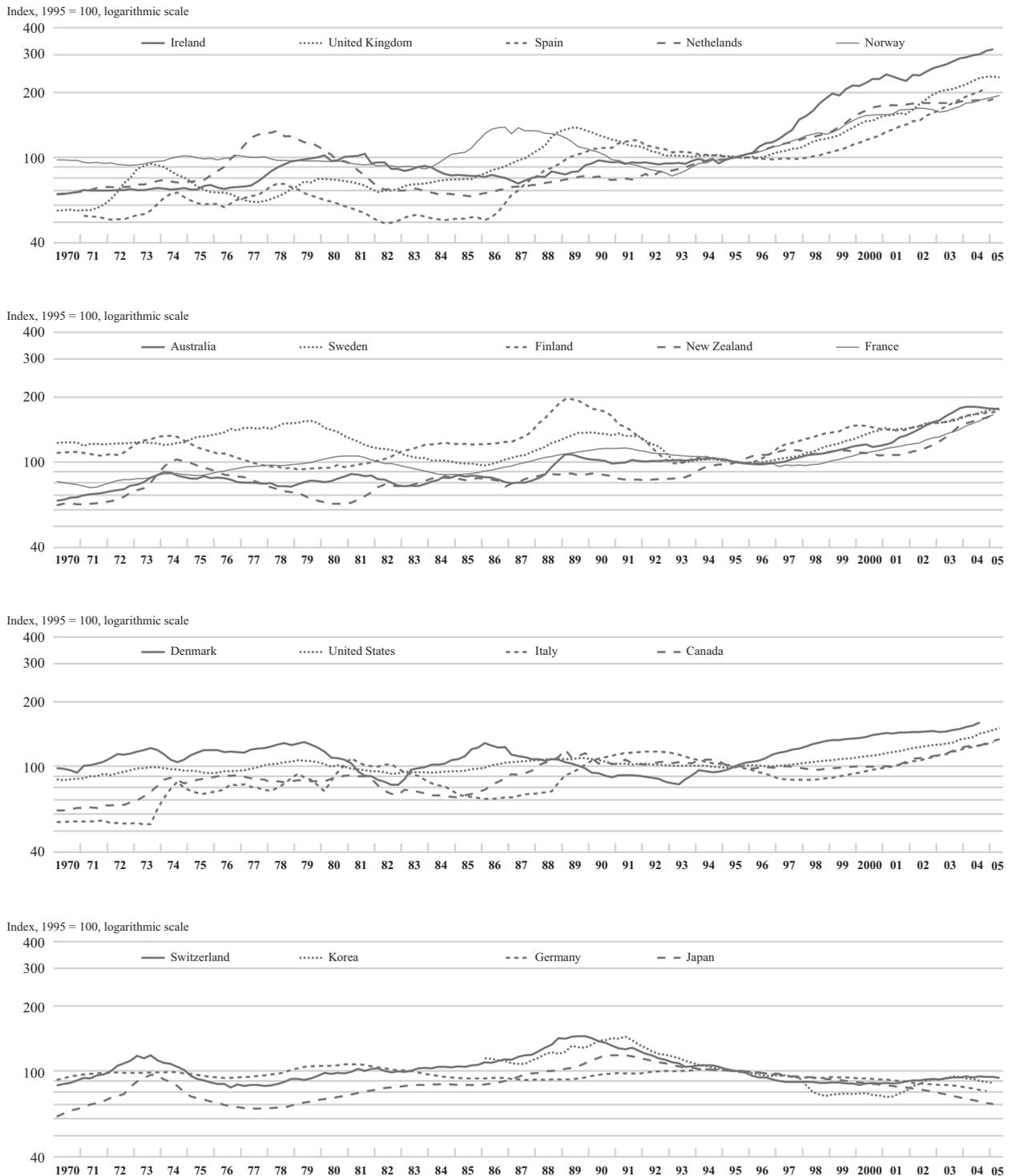
– Sollte es möglicherweise als Reaktion auf einen etwaigen Anstieg der Zinssätze oder aus anderen Gründen³ zu einer Abwärtskorrektur der Wohnimmobilienpreise kommen, so legen die Erfahrungen der Vergangenheit den Schluss nahe, dass der Preisrückgang (in realer Rechnung) erheblich sein und der Prozess an-

1. In Abbildung III.1 sind die realen Wohnimmobilienpreise der 18 OECD-Länder, für die Informationen von 1970 bis heute verfügbar sind, nach dem Ausmaß der seit Mitte der neunziger Jahre beobachteten Preisaufrwärts- und -abwärtsbewegungen geordnet. Frequenz, Definitionen und Qualität der Daten sind je nach Land sehr unterschiedlich. Die Daten für Korea gehen nur bis zum Jahr 1986 zurück. Die Quellen für die verwendeten Zeitreihen sind in der Anhangstabelle III.4 im Einzelnen aufgeführt.

2. Vgl. Catte et al. (2004).

3. Vgl. Borio und McGuire (2004), die dokumentieren, dass Wohnimmobilienpreise in der Tendenz etwa ein Jahr nach einem Aktienkurs-Peak fallen. Sie verweisen ferner darauf, dass, wenn die Preise erst einmal sinken, die Abwärtsbewegung eine Eigendynamik entwickelt.

Figure III.1. **Real house prices have generally been rising**
Nominal price deflated by the overall consumer price index



Source: Table III.4 in the Appendix and OECD, *Main Economic Indicators*.

gesichts der beobachteten Rigidität der nominalen Wohnimmobilienpreise und der derzeit niedrigen Inflationsrate über einen längeren Zeitraum hinweg andauern könnte, was Auswirkungen auf die Konjunktur und die Geldpolitik hätte.

DIESER PREISBOOM AM WOHNIMMOBILIENMARKT IST ANDERS

Größenordnung und Dauer von Preiszyklen bei Wohnimmobilien

Bis Mitte der neunziger Jahre wiesen die Zyklen bei den realen Wohnimmobilienpreisen bestimmte Merkmale auf

Um den derzeitigen Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise in eine historische Perspektive zu rücken, werden verschiedene statistische und sonstige Kriterien herangezogen. Auf der Basis eines Verfahrens zur Datierung von Wohnimmobilienpreiszyklen⁴ ergibt sich, dass, soweit ein „durchschnittlicher Zyklus bei den realen Wohnimmobilienpreisen“ im Beobachtungszeitraum gegeben ist, dieser etwa 10 Jahre beträgt. In der Expansionsphase von etwa sechs Jahren sind die realen Wohnimmobilienpreise im Durchschnitt um annähernd 45% gestiegen. In der sich anschließenden Kontraktionsphase von etwa fünf Jahren bewegte sich der durchschnittliche Preisrückgang in einer Größenordnung von 25%. Hieraus folgt, dass zumindest seit 1970 die realen Wohnimmobilienpreise um einen aufwärtsgerichteten Trend fluktuieren, was generell der steigenden Nachfrage nach Wohnraum zugeschrieben wird, die ihrerseits bedingt ist durch höhere Pro-Kopf-Einkommen, Bevölkerungswachstum, angebotsseitige Faktoren wie knappes Bauland und Restriktionen bei den Flächennutzungsplänen, Qualitätsverbesserungen und verhältnismäßig geringe Produktivitätszuwächse im Bausektor⁵.

*Der derzeitige Preis-
auftrieb jedoch ...*

Um den derzeitigen starken Auftrieb bei diesen Preisen in Perspektive zu rücken, werden die Parameter der als ausgeprägt zu betrachtenden Preiszyklen berechnet (Anhangstabelle III.6). Von einem ausgeprägten Zyklus spricht man, wenn der kumulierte reale Preisanstieg mindestens 15% beträgt⁶. In diesem Kontext unterscheidet sich die derzeitige Preishausse vom Durchschnitt vergangener Erfahrungen in zwei wichtigen Aspekten.

*... übersteigt das Ausmaß
früherer Episoden ...*

– Erstens ist das Ausmaß der realen Preissteigerungen in der gegenwärtigen Aufschwungphase frappierend. Für Australien, Dänemark, Frankreich, Irland, die Niederlande, Norwegen, Schweden, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten gilt die Feststellung, dass der kumulierte Preisanstieg in der jüngsten Hausseperiode die Erhöhungen in früheren Aufschwungphasen weit übertroffen hat. Mit der Ausnahme Finnlands liegen die realen Wohnimmobilienpreise in den Ländern, wo Wertsteigerungen eingetreten sind, über ihren früheren Höchstständen.

*... und ist von längerer
Dauer*

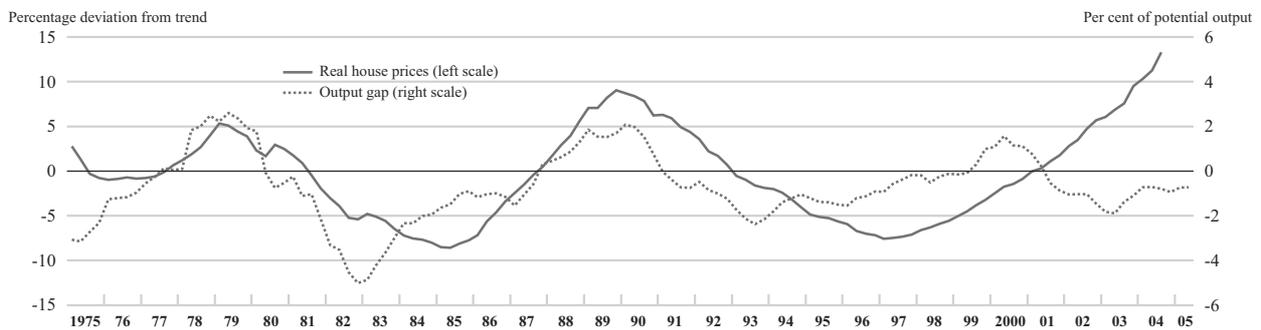
– Zweitens hält die derzeitige Aufwärtsphase in fast allen Ländern länger an als vorangegangene Episoden mit starken realen Preissteigerungen. In den Niederlanden, Norwegen, Australien, Schweden und den Vereinigten Staaten beträgt die Dauer mindestens das Doppelte.

4. Im vorliegenden Kapitel wird das Timing der Wendepunkte mit Hilfe des Bry- und Boschan-Verfahrens (1971) ermittelt, so wie es von Harding (2003) beschrieben wird. Es wurden Einschränkungen auferlegt, damit nur Hausse- und Baisseperioden mit einer Mindestdauer von sechs Quartalen erfasst und so Scheinzyklen vermieden werden. Wenn die Wendepunkte ermittelt sind, lässt sich die Länge jedes Zyklus bestimmen. Ausgehend von diesem Konzept werden die Hauptmerkmale der Zyklen bei den realen Wohnimmobilienpreisen in Tabelle III.5 im Einzelnen dargelegt.

5. Vgl. beispielsweise Evans und Hartwich (2005) sowie Helbling (2005).

6. Anhand dieses Kriteriums wurden 37 derartige Episoden identifiziert, was für englischsprachige und nordische Länder etwa zwei und für kontinentaleuropäische Länder etwa 1½ großen Aufschwungphasen im Durchschnitt von 35 Jahren entspricht. Jede Bestimmung eines ausgeprägten Anstiegs erfolgt natürlich ad hoc. Nach einem ähnlichen Verfahren, wie dem hier verwendeten, das von Helbling (2005) eingesetzt wurde, besteht ein Boom-Bust-Zyklus, sobald Preisänderungen 15% überschritten.

Figure III.2. OECD real house prices and the business cycle



Note: Real house prices have been detrended using a linear trend. The OECD aggregate has been computed using GDP weights in 2000 in purchasing power parities.
Source: OECD Economic Outlook 78 database and OECD calculations.

Verknüpfung mit dem allgemeinen Konjunkturzyklus

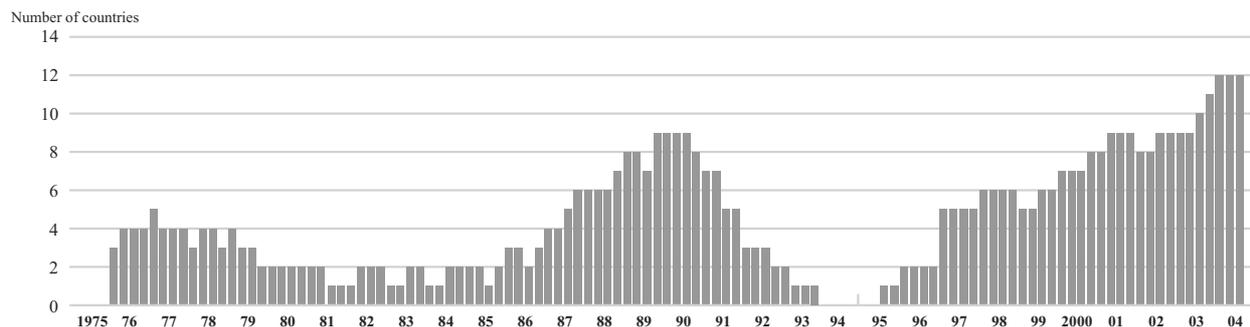
**Die jüngste Hausse bei den
Wohnimmobilienpreisen
ist ungewöhnlich
antizyklisch ...**

Der Vergleich eines aggregierten Index der realen Wohnimmobilienpreise mit der Produktionslücke für den OECD-Raum insgesamt (Abb. III.2)⁷ zeigt, dass die Wendepunkte bei der Entwicklung der Wohnimmobilienpreise und im Konjunkturzyklus im Zeitraum 1970-2000 mehr oder minder zusammenfielen, obwohl in einigen Aufschwungphasen die Preise offenbar mit einer gewissen Verzögerung auf Veränderungen der OECD-weiten Produktionslücke reagiert haben. Dagegen ist der derzeitige Boom bei den Wohnimmobilienpreisen vom Konjunkturzyklus völlig losgelöst.

**... und erfasst weit mehr
Länder gleichzeitig
als früher**

Der derzeitige Preisaufschwung erfasst gleichzeitig auch mehr OECD-Länder als in der Vergangenheit⁸. So hat eine beispiellos hohe Zahl von Ländern seit Mitte der neunziger Jahre recht große Preissteigerungen bei Wohnimmobilienpreisen erfahren (Abb. III.3)⁹. Dabei haben die generell niedrigen Zinssätze in den OECD-Volkswirtschaften im Verein mit der Entwicklung neuer und innovativer Finanzprodukte zweifelsohne eine wichtige Rolle gespielt.

Figure III.3. Cross-country coincidence of real house price increases
Number of countries (out of 17) with over 25% increase in real prices over the previous five years



Source: Table III.4 in the Appendix.

7. Der aggregierte Index der realen Wohnimmobilienpreise wurde unter Verwendung von KKP-bereinigten BIP-Gewichtungen berechnet.
8. Otrok und Terrones (2005) vertreten die Auffassung, dass weltweite Faktoren, darunter niedrige Realzinsen und globale Konjunkturzyklen, wichtige Bestimmungsfaktoren für die Wohnimmobilienpreiszyklen sind.
9. Als große Preissteigerung gilt das Zweifache der mittleren jährlichen Veränderung (von 5%) über einen Fünfjahreszeitraum, bei einem Gesamtanstieg von 25%. Andere Kriterien, z.B. Preisveränderungen um mindestens eine Standardabweichung vom Mittelwert, ergeben ein ähnliches Muster. Vgl. beispielsweise Ahearne et al. (2005).

Die Abwärtskorrekturen waren gewöhnlich ausgeprägter Art

Von den 37 großen Aufschwungphasen zwischen 1970 und Mitte der neunziger Jahre mündeten 24 schließlich in einen Abschwung ein, wobei zwischen einem Drittel bis zu weit über 100% der vorangegangenen realen Wertzuwächse wieder zunichte gemacht wurden. Das wiederum hatte negative Auswirkungen auf die Konjunktur, insbesondere den Konsum.

WOHNIMMOBILIENPREISE UND IHRE GRUNDLEGENDEN BESTIMMUNGSFAKTOREN

Ob eine Überbewertung vorliegt, lässt sich nur anhand von Benchmarks beurteilen

Außergewöhnliche und spektakuläre Erhöhungen der Wohnimmobilienpreise sind nicht unbedingt ein Zeichen für eine Überbewertung. Um diese Frage zu klären, müssen die Preise zu den Faktoren in Bezug gesetzt werden, die für ihre Entwicklung vermutlich maßgebend sind. Zu diesem Zweck werden nachstehend Daten aus ökonomischen Modellen, Finanzierbarkeitsindikatoren und Asset-Pricing-Ansätzen untersucht, und ergänzend dazu wird eine qualitative Analyse weiterer Faktoren durchgeführt, die die Wohnimmobilienpreise beeinflussen.

Ergebnisse ökonometrischer Modelle¹⁰

Die Ergebnisse von Modellrechnungen deuten auf eine Überbewertung hin ...

Ökonometrische Modelle können zur Berechnung des „fundamentalen“ Preises herangezogen werden, der bestimmt wird durch die Nachfrage (abgeleitet von Faktoren wie verfügbares Realeinkommen, Realzinssätze und demographische Entwicklungen) und das Angebot (abgeleitet von Faktoren, die den verfügbaren Wohnimmobilienbestand beeinflussen).

... und zwar in dem Vereinigten Königreich, Irland und Spanien, nicht aber anderswo

Die für diese Untersuchung herangezogene Literatur umfasste ausschließlich neuere Forschungsarbeiten (vgl. Anhangstabelle III.7). Sie legen den Schluss nahe, dass die Preise in Dänemark, Finnland, Frankreich, den Vereinigten Staaten und Norwegen mit ihren jeweiligen Hauptdeterminanten weitgehend im Einklang stehen. Ein uneinheitliches Bild zeigen die Ergebnisse für die Niederlande. Demgegenüber deuten alle Studien auf eine Überbewertung in dem Vereinigten Königreich, Irland und Spanien hin.

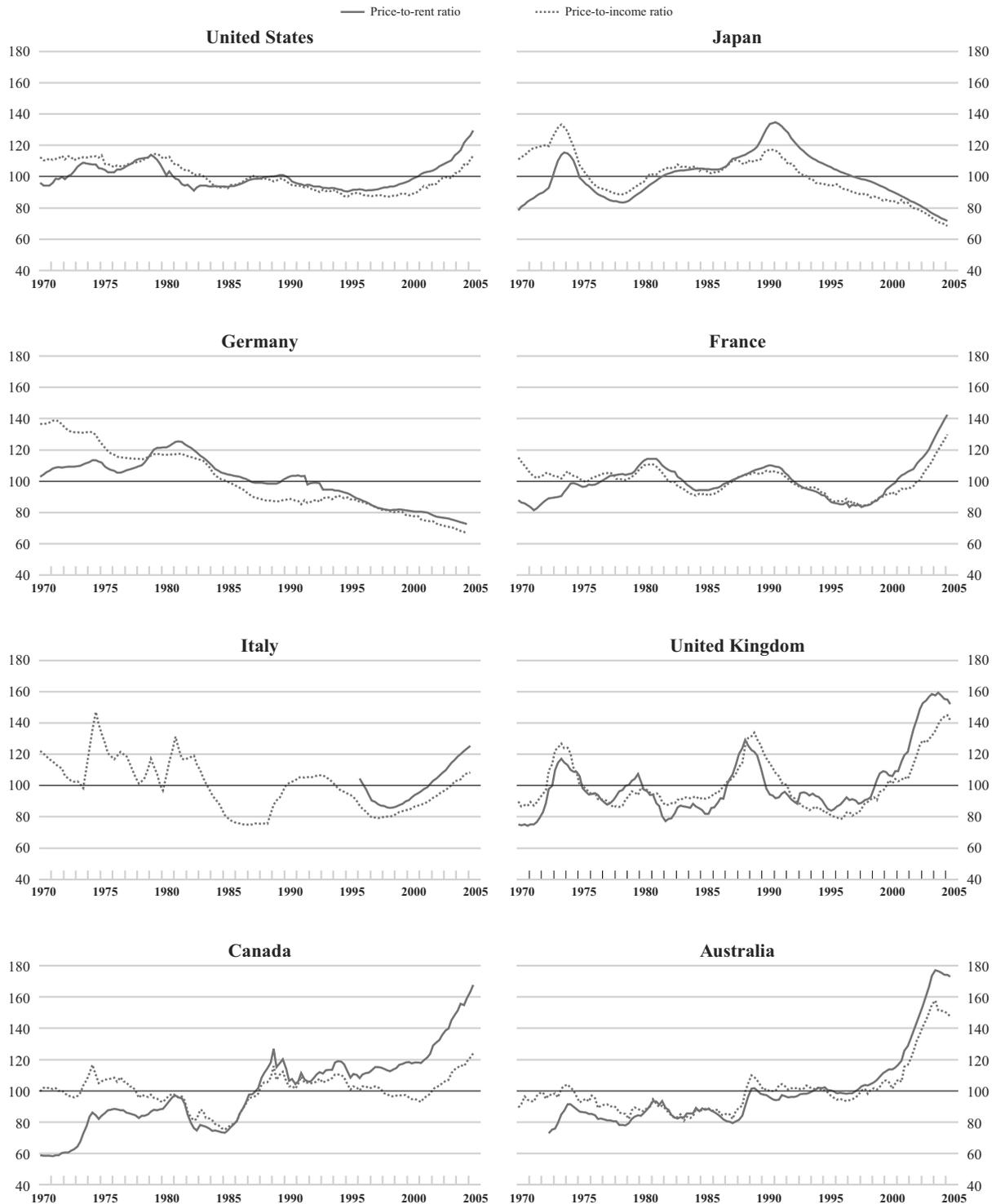
Diese Befunde sollten durch andere Ansätze ergänzt werden

Die Ergebnisse jeder ökonometrischen Studie können jedoch kritisch hinterfragt werden. So lässt sich z.B. nicht ausschließen, dass die geschätzte Beziehung instabil ist, möglicherweise weil die Preiselastizitäten von Angebot und Nachfrage im Zeitverlauf variieren, beispielsweise auf Grund von regulierungsbedingten, demographischen und steuerlichen Veränderungen, die nicht hinreichend berücksichtigt werden können¹¹. Fortgesetzte Strukturveränderungen in einigen Volkswirtschaften werden durch solche Methoden vielleicht auch nicht korrekt erfasst. Wegen der Unsicherheitsmarge müssen diese Befunde durch andere Ansätze ergänzt werden.

10. In der Regel ist die Spezifikation dieser Modelle eine langfristige Kointegrationsbeziehung zwischen den Wohnimmobilienpreisen und diesen Bestimmungsfaktoren, die dann in einen Fehlerkorrekturmechanismus integriert wird. Die Interpretation der Kointegrationsbeziehung liefert einen Schätzwert für einen „Gleichgewichts“- oder langfristigen Wohnimmobilienpreis, an dem die laufenden Preise gemessen werden können.

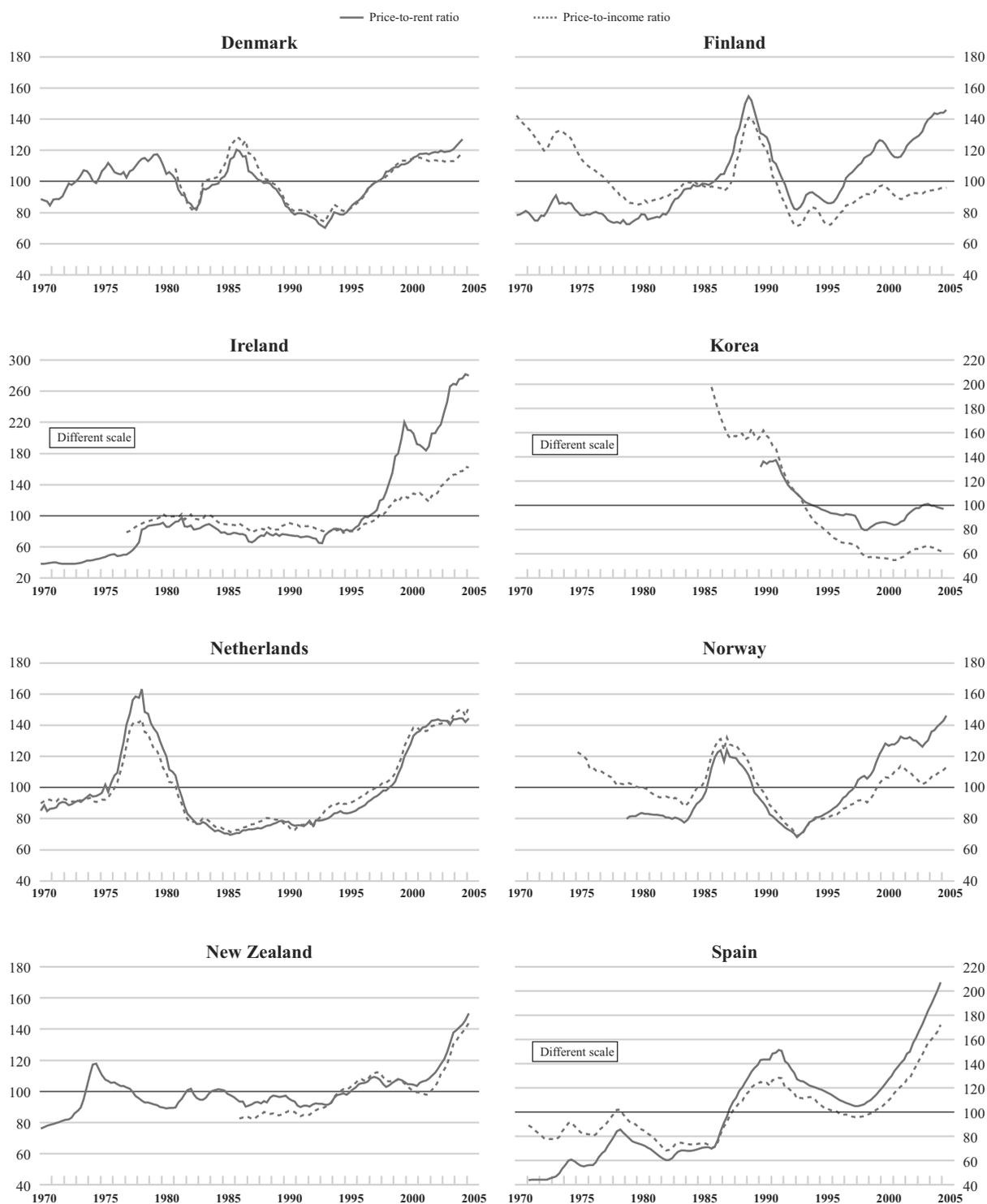
11. Vgl. beispielsweise Gallin (2003) und Gurkaynak (2005), die auf mehrere Nachteile der Verwendung eines ökonometrischen Konzepts für derartige Zwecke verweisen.

Figure III.4. **Price-to-income and price-to-rent ratios**
Sample average = 100



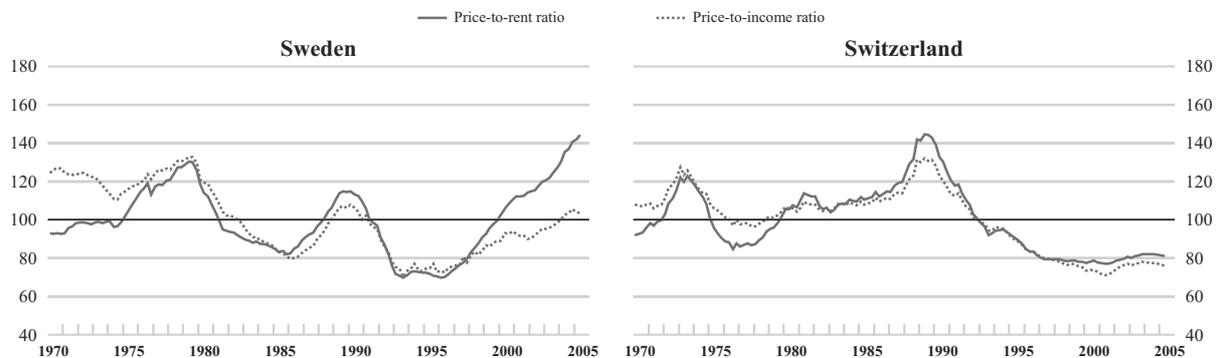
Source: Table III.4 in the Appendix; OECD Economic Outlook 78 database for income and OECD, *Main Economic Indicators*.

Figure III.4. Price-to-income and price-to-rent ratios (cont.)
 Sample average = 100



Source: Table III.4 in the Appendix, OECD Economic Outlook 78 database and OECD, *Main Economic Indicators*.

Figure III.4. **Price-to-income and price-to-rent ratios (cont.)**
 Sample average = 100



Source: Table III.4 in the Appendix, OECD Economic Outlook 78 database and OECD, *Main Economic Indicators*.

Finanzierbarkeit von Wohnimmobilien

Für sich genommen deuten die Finanzierbarkeitsindikatoren auf eine Überbewertung hin

Ein summarischer Indikator, der häufig zur Evaluierung der Konditionen am Wohnimmobilienmarkt verwendet wird, ist das Verhältnis zwischen Immobilienpreisen und verfügbarem Einkommen, an dem sich messen lässt, ob der Erwerb von Wohnimmobilien für den Durchschnittskäufer erschwinglich ist. Steigt dieses Verhältnis über seinen langfristigen Durchschnitt, könnte das darauf hindeuten, dass die Preise überbewertet sind. In diesem Fall dürfte sich der Erwerb von Wohneigentum für potenzielle Käufer als schwierig erweisen, was wiederum die Nachfrage drosseln und zu einem Abwärtsdruck auf die Häuserpreise führen dürfte. Abbildung III.4 zeigt das Verhältnis zwischen nominalen Wohnimmobilienpreisen und verfügbarem Pro-Kopf-Einkommen (wie auch das Verhältnis von Preisen zu Mieten, das weiter unten erörtert wird). Für fast alle der gezeigten Länder liegt das Verhältnis zwischen Wohnimmobilienpreisen und verfügbarem Einkommen 2005 deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. In den Ländern mit dem stärksten Preisauftrieb bei Wohnimmobilien (Irland, Niederlande, Spanien und Vereinigtes Königreich) wie auch in Australien und Neuseeland übersteigen diese Verhältniszahlen ihren langfristigen Durchschnitt um 40% oder mehr. In Kanada, Dänemark, Frankreich und den Vereinigten Staaten war der Anstieg moderater, die erreichten Werte stellen aber noch immer historische Höchststände dar. Die wichtigste Ausnahme bildet eine Untergruppe von Ländern, die rückläufige oder zuletzt stabile Wohnimmobilienpreise verzeichnet (Japan, Deutschland, Korea und Schweiz), zu denen noch Finnland hinzukommt. In diesen Ländern liegt das Verhältnis zwischen Immobilienpreis und verfügbarem Einkommen unter dem historischen Durchschnitt.

Unter Berücksichtigung der Finanzierungskosten ...

Indessen ist das Verhältnis zwischen Wohnimmobilienpreisen und verfügbarem Einkommen der privaten Haushalte für sich genommen keine hinreichende Messgröße zur Bewertung der Erschwinglichkeit von Wohneigentum. In der Tat scheinen die Wohnimmobilienpreise mit dem verfügbaren Einkommen nicht durch eine stabile langfristige Relation verknüpft zu sein (vgl. Anhangstabelle III.8)¹², möglicherweise weil die Kosten, die die Aufnahme eines Hypothekenkredits mit sich bringt, im Zeitverlauf variierten.

12. In der Tat ist das gesamtwirtschaftliche verfügbare Einkommen wahrscheinlich nicht der geeignete Nenner. Es handelt sich dabei um eine durchschnittliche, die Gesamtbevölkerung erfassende Messgröße, wohingegen die Wohnimmobilienpreise auf einem Markt bestimmt werden, an dem spezifische Gruppen von Verkäufern und Käufern unterschiedliche und wahrscheinlich höhere Einkommen aufweisen als der Durchschnitt der Bevölkerung.

... waren die Schuldendienstzahlungen der privaten Haushalte im Allgemeinen relativ stabil ...

In Tabelle III.1 wird auf der Basis der tatsächlichen Hypothekenverschuldung und eines repräsentativen veröffentlichten Hypothekenzinssatzes ein Indikator für die Hypothekenzinszahlungen der privaten Haushalte konstruiert. Diese überschlägigen Messungen zeigen, dass trotz steigender Hypothekenverschuldung die Fähigkeit, diese Schulden zu bedienen, in Dänemark, Frankreich, Deutschland, Irland, Italien, Spanien, Schweden und dem Vereinigten Königreich seit Anfang der neunziger Jahre entweder relativ stabil geblieben ist oder sich geringfügig verbessert hat. Ähnlich positive Trends werden in der einschlägigen Literatur für mehrere Länder aufgezeigt¹³. Die größten Ausnahmen sind Australien¹⁴, die Niederlande¹⁵ und Neuseeland, wo der Anteil am Haushaltseinkommen, der für die Hypothekenzinszahlungen aufzubringen ist, wegen des höheren Hypothekenkreditvolumens tendenziell zugenommen hat.

... dank niedriger Zinssätze, die dafür sorgten, dass der Erwerb von Wohnimmobilien erschwinglich blieb

Nicht überraschend ist vielleicht, dass die Bewertung der derzeitigen Wohnimmobilienpreise unter Berücksichtigung des Schuldendienstverhältnisses anders ausfällt als allein unter dem Aspekt der Finanzierbarkeit. Die generelle Zunahme der Verschuldung, die z.T. durch die Deregulierung an den Hypothekenmärkten bedingt ist (siehe weiter unten), wurde größtenteils durch den Rückgang der Kreditzinsen kompensiert und mit Ausnahme von Australien, den Niederlanden und Neuseeland scheinen die privaten Haushalte heute keinen höheren Anteil ihres Einkommens für den Schuldendienst aufzuwenden als in der jüngsten Vergangenheit.

Der Asset-Pricing-Ansatz

Das Preis-Miet-Verhältnis deutet auf weit verbreitete Überbewertung hin ...

Ein weiterer summarischer Indikator, der Hinweise auf Über- bzw. Unterbewertung liefern kann, ist das Verhältnis zwischen Wohnimmobilienpreisen und Mieten (nominaler Wohnimmobilienpreisindex dividiert durch die Mietenkomponente des Verbraucherpreisindex). Mit dieser Messgröße, die dem Kurs-Gewinn-Verhältnis auf den Aktienmärkten ähnelt, werden gewissermaßen die Kosten des Besitzes von Wohnimmobilien mit den Kosten des Mietens verglichen. Wenn die Preise für Wohneigentum im Verhältnis zu den Mieten zu hoch sind, erachten es potenzielle Käufer für vorteilhafter, eine Wohnung zu mieten, wodurch die Wohnimmobilienpreise ihrerseits unter Abwärtsdruck geraten dürften. Während der jüngsten Aufschwungphase war diese Kennzahl im Allgemeinen höher als die Messgröße für die Finanzierbarkeit, und in mehreren Ländern hat sie historische Höchststände erreicht (Abb. III.4)¹⁶. In Irland und Spanien, zwei Ländern, in denen die realen Wohnimmobilienpreise sehr steil gestiegen sind, lag

13. Debelle (2004) z.B. stellt fest, dass das Zinsendienstverhältnis in acht Ländern keinen eindeutigen Aufwärtstrend aufweist. Zentralbankstudien für Frankreich und die nordischen Länder deuten auf rückläufige Zinsbelastungen der privaten Haushalte in den letzten Jahren hin (Finnische Zentralbank, 2004, Danmarks Nationalbank, 2005, Norges Bank, 2005, Riksbank, 2004, und Wilhelm, 2005). Nach Angaben der Canada Mortgage and Housing Corporation (2005) ist die Zinsbelastung auch in Kanada zurückgegangen, und wie aus OECD (2005b) hervorgeht, blieb sie im Vereinigten Königreich stabil.
14. Auch die Reserve Bank of Australia berichtet über eine steigende Belastung durch Hypothekenzinszahlungen. Die starke Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte ist größtenteils auf eine Halbierung der Hypothekenzinsen und der Inflationsrate zwischen den achtziger und neunziger Jahren zurückzuführen. Andere Faktoren, die es privaten Haushalten und Investoren ermöglicht haben, ein höheres Schuldenniveau über längere Perioden aufrechtzuerhalten als zuvor, sind innovative Finanzierungsprodukte, die nach der Deregulierung der Finanzmärkte und mit dem stärkeren Wettbewerb unter Kreditvergebern auf den Markt kamen (Macfarlane, 2003). Vgl. auch Australian Bureau of Statistics (2004) und Reserve Bank of Australia (2004).
15. In den Niederlanden bestehen für die privaten Haushalte nach wie vor insofern starke Anreize für die Aufnahme hoher Hypothekenkredite, als die Steuerbehandlung von kreditfinanziertem selbstgenutztem Wohnraum äußerst günstig ist. Schätzungen von Ter Rele und van Steen (2001) zufolge geht das Subventionselement für die Wohnungskosten bei selbstgenutztem Wohnraum mit dem Einkommen steil nach oben. Eine Hypothekenfinanzierung in Kombination mit einer Kapitalversicherung wird sogar noch stärker subventioniert. Bei einer derartigen Kombination erfolgen die Tilgungszahlungen direkt an die Versicherung, werden also nicht von der verbleibenden Hypothek abgezogen. So kann der Kreditnehmer optimal von Hypothekenzinssenkungen profitieren, ohne die Schulden zu tilgen, bei gleichzeitiger Akkumulation von Kapital in der Versicherung zur Tilgung der Schulden bei Ablauf des Hypothekenkredits. Vgl. OECD (2004) wegen näherer Einzelheiten.
16. Zu ähnlichen Ergebnissen gelangten Ayuso und Restoy (2003) für Spanien, Barham (2004) für Irland, Weeken (2004) für das Vereinigte Königreich und Gallin (2004), Himmelberg et al. (2005) sowie Quigley und Raphael (2004) für die Vereinigten Staaten.

Table III.1. Households mortgage debt and interest burden

	Mortgage debt			Interest payments			Variable interest rates
	% of household disposable income						% of all loans
	1992	2000	2003	1992	2000	2003	2002
United States	58.7	65.0	77.8	4.9	5.2	4.5	33 ¹
Japan	41.6	54.8	58.4	2.5	1.3	1.4	..
Germany	59.3	84.4	83.0	3.9	4.0	3.0	72 ²
France	28.5	35.0	39.5	1.7	1.4	1.1	20
Italy	8.4	15.1	19.8	0.7	0.8	0.7	56
Canada	61.9	68.0	77.1	5.9	5.7	4.9	25 ¹
United Kingdom	79.4	83.1	104.6	4.4 ¹	3.7	3.0	72
Australia	52.8	83.2	119.5	4.8	6.4	7.9	73 ¹
Denmark	118.6	171.2	188.4	10.6	9.9	8.3	15 ²
Finland	56.7	65.3	71.0	7.1	2.9	1.9	97
Ireland	31.6	60.2	92.3	2.3	3.0	2.5	70 ²
Netherlands	77.6	156.9	207.7	5.0	8.4	8.2	15
New Zealand	67.0	104.8	129.0	6.9	9.3	9.4	..
Spain	22.8	47.8	67.4	1.6	2.2	1.7	75
Sweden	98.0	94.4	97.5	5.0 ⁴	4.2	3.3	38 ²

Note: Interest payments are approximated using mortgage debt, mortgage interest rates and typical loan-to-value ratio.

1. 2004-05.

2. 2003.

3. 1993.

4. 1996.

Source: European Central Bank, European Mortgage Federation, Eurostat, US Federal Reserve, Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC), Clayton Research / Ipsos Reid, Mortgage Choice (Australia), Reserve Bank of New Zealand and Bank of Japan.

Statlink: <http://dx.doi.org/10.1787/274542826507>

sie 2005 um mehr als 100% über ihrem langfristigen Durchschnitt. In den anderen Ländern, die kräftige Steigerungen bei den realen Wohnimmobilienpreisen verzeichneten, und in den Ländern, in denen die Entwicklung moderater verlief, übersteigt der entsprechende Wert seinen langfristigen Durchschnitt um 25% bzw. 50%. Wo die realen Wohnimmobilienpreise konstant geblieben oder gesunken sind, bewegt sich das Preis-Miet-Verhältnis unter seinem langfristigen Durchschnitt.

... dabei müssen jedoch auch die Nutzungskosten von Wohneigentum berücksichtigt werden

Allerdings darf dieser Indikator ebenso wie die Messgröße für die Finanzierbarkeit nicht isoliert betrachtet werden¹⁷. Vielmehr muss er der Entwicklung der Nutzungskosten von Wohneigentum gegenübergestellt werden, in denen die finanziellen Erträge aus selbstgenutzten Wohnimmobilien, die unterschiedliche Risikosituation, Steuervorteile, Grundsteuern, Wertminderung, Instandhaltungskosten und sämtliche antizipierte Kapitalgewinne aus dem Immobilienbesitz berücksichtigt sind (Kasten III.1). Die Wohnimmobilienmärkte befinden sich im Gleichgewicht, wenn die erwarteten jährlichen Kosten des Besitzes von Wohneigentum sich mit denen des Mietens decken, wohingegen eine Überbewertung gegeben ist, wenn das effektive Preis-Miet-Verhältnis höher ist als der unter Berücksichtigung der Nutzungskosten berechnete Wert, was darauf hindeutet, dass es günstiger ist zu mieten.

17. Die in Anhangstabelle III.8 wiedergegebenen statistischen Daten zeigen auch, dass das Preis-Miet-Verhältnis ebenso wie der Indikator für die Finanzierbarkeit nicht stationär ist.

Kasten III.1 Die Nutzungskosten von Wohneigentum

Die Nutzungskosten von Wohneigentum (*user cost of housing*) werden nach einer von Poterba (1992) vorgeschlagenen Methode berechnet. Im Einzelnen gilt:

$$\text{User cost of housing} = P(i^a + \tau + f - \pi) \quad (1)$$

Bei der ersten Komponente in der Klammer, dem nominalen Hypothekenzinssatz nach Steuern i^a , handelt es sich um die Kosten der entgangenen Zinserträge des Wohneigentümers im Vergleich zu einer alternativen Anlage. Sie werden um den kompensierenden Effekt von Steuererleichterungen oder -gutschriften für Hypothekenzinsen in Ländern berichtigt, in denen solche Vergünstigungen vorgesehen sind (Dänemark, Deutschland, Finnland, Irland, Italien, Niederlande, Norwegen, Österreich, Schweden, Spanien, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten). In dieser Berechnung sind die Abzugsgrenzen oder Steuergutschriften sowie die Steuerbemessungsgrundlagen berücksichtigt, von denen die fraglichen Beträge abgezogen werden¹. τ ist der Grundsteuersatz für selbstgenutztes Wohneigentum, f steht für die laufenden Kosten des Immobilienbesitzes, die sich zusammensetzen aus Abschreibung, Instandhaltungskosten und Risikoprämie auf Wohneigentum, und π für den erwarteten Kapitalgewinn (oder -verlust). P ist der Wohnimmobilienpreisindex.

Im Gleichgewichtszustand sollten die erwarteten Kosten des Besitzes von Wohneigentum den Kosten des Mietens entsprechen, was bedeutet, dass die Nutzungskosten wie folgt ausgedrückt werden können:

$$R = P(i^a + \tau + f - \pi) \quad (2)$$

bzw. nach Umstellung von Gleichung 2:

$$\frac{P}{R} = \frac{1}{i^a + \tau + f - \pi} \quad (3)$$

Gleichung 3 stellt einen Zusammenhang zwischen dem effektiven Preis-Miet-Verhältnis und Bestimmungsfaktoren der Nutzungskosten wie Zinssätze, Abschreibungen, Steuern usw. her.

Die nominalen Hypothekenzinssätze sind nationalen Quellen entnommen. Bei den Grundsteuersätzen wurde auf die Europäische Zentralbank (2003), das International Bureau of Fiscal Documentation (1999) sowie Nagahata et al. (2005) zurückgegriffen. Der Parameterwert für f beträgt konstant 4%, und die Schätzung von π als gleitender Durchschnitt der Verbraucherpreisinflation folgt der von Poterba (1992) beschriebenen Methode.

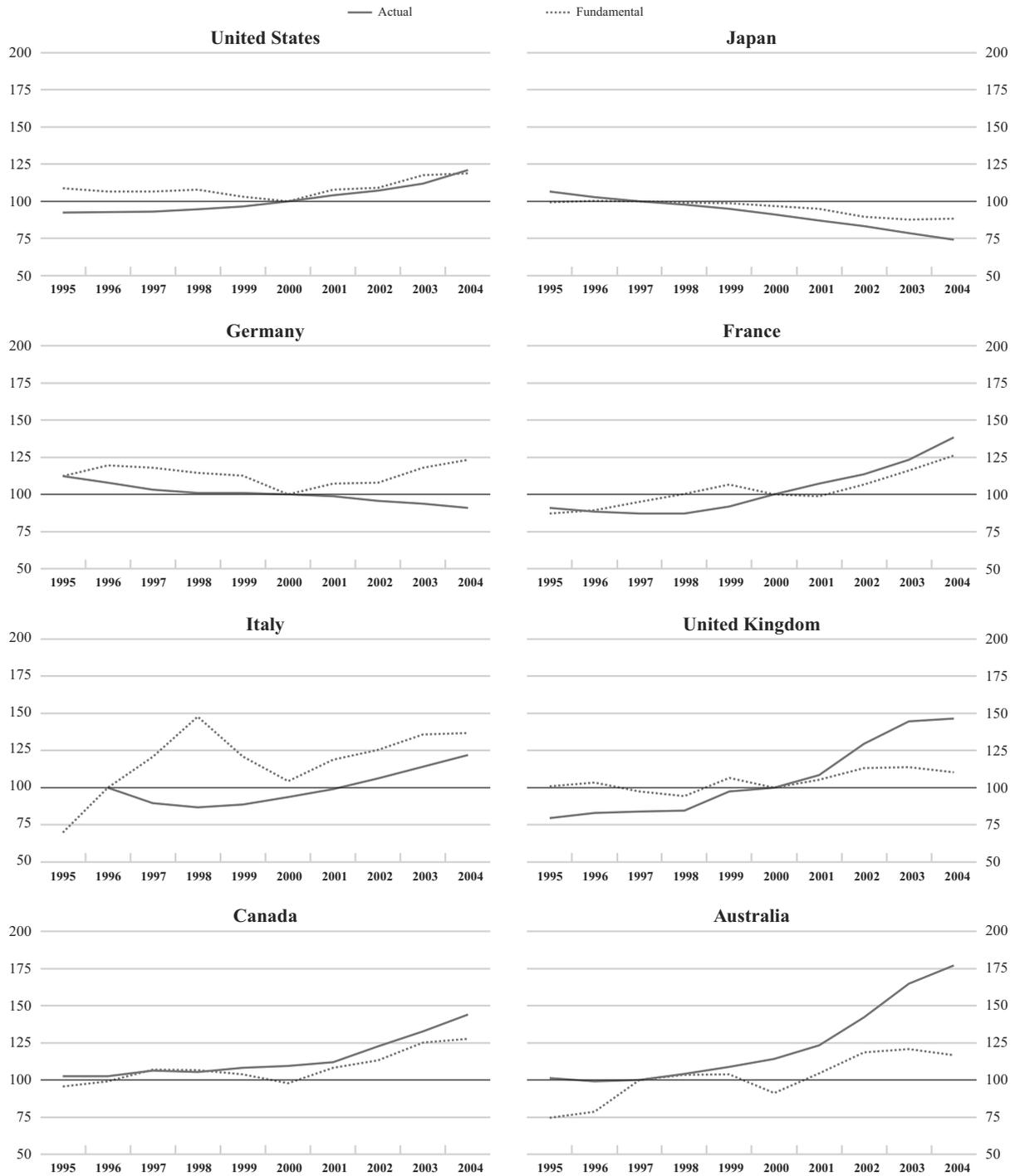
1. Vgl. van den Noord (2005) wegen weiterer Einzelheiten zur Methodik und Courmède (2005) wegen einer Anwendung auf den Euroraum.

Werden diese mit eingerechnet ...

In Abbildung III.5 wird das effektive Preis-Miet-Verhältnis während der vergangenen zehn Jahre mit den entsprechenden Verhältniszahlen unter Berücksichtigung der Nutzungskosten von Wohneigentum verglichen. Für sämtliche Länder wurden die beiden Messgrößen in dem Jahr gleich 100 gesetzt, in dem sich das effektive Preis-Miet-Verhältnis zuletzt mit dem 35-jährigen Durchschnittswert schnitt – was per Konstruktion bedeutet, dass sich der langfristige Durchschnitt mit den Fundamentalwerten deckt¹⁸. Der Unterschied zwischen den beiden Zeitreihen kann als Näherungsindikator für Überbewertungen betrachtet werden, allerdings mit Einschränkungen. Nicht berücksichtigt sind in dieser Messgröße, die sich auf ein langfristiges Konzept stützt (das gewünschte Preis-Miet-Verhältnis), insbesondere die erwarteten kurzfristigen Veränderungen der Variablen, aus denen sich die Nutzungskosten zusammensetzen, wodurch sich der Abstand zwischen den beiden Zeitreihen

18. In diesem groben Gleichgewichtsmaß wird der Nicht-Stationarität der Zeitreihen z.T. Rechnung getragen. Eine andere Möglichkeit hätte darin bestanden, die Zeitreihen auf einen Punkt (Benchmark) zu beziehen, an dem sich die effektiven Mieten mit den Nutzungskosten deckten. Die Zeitreihen für die Nutzungskosten reichen jedoch nur bis in das Jahr 1995 zurück. Dieses Verfahren lässt sich für Deutschland auf Grund des erheblichen tendenziellen Rückgangs des Preis-Miet-Verhältnisses, der Anfang der achtziger Jahre einsetzte, nicht gut anwenden. Für Deutschland wurden die beiden Zeitreihen daher willkürlich so angesetzt, dass sie sich im Jahr 2000 schneiden. Wäre hierfür ein früherer Zeitpunkt gewählt worden, hätte dies eine stärkere Unterbewertung impliziert.

Figure III.5. Price-to-rent ratios: actual and fundamental
 Long-term average = 100¹

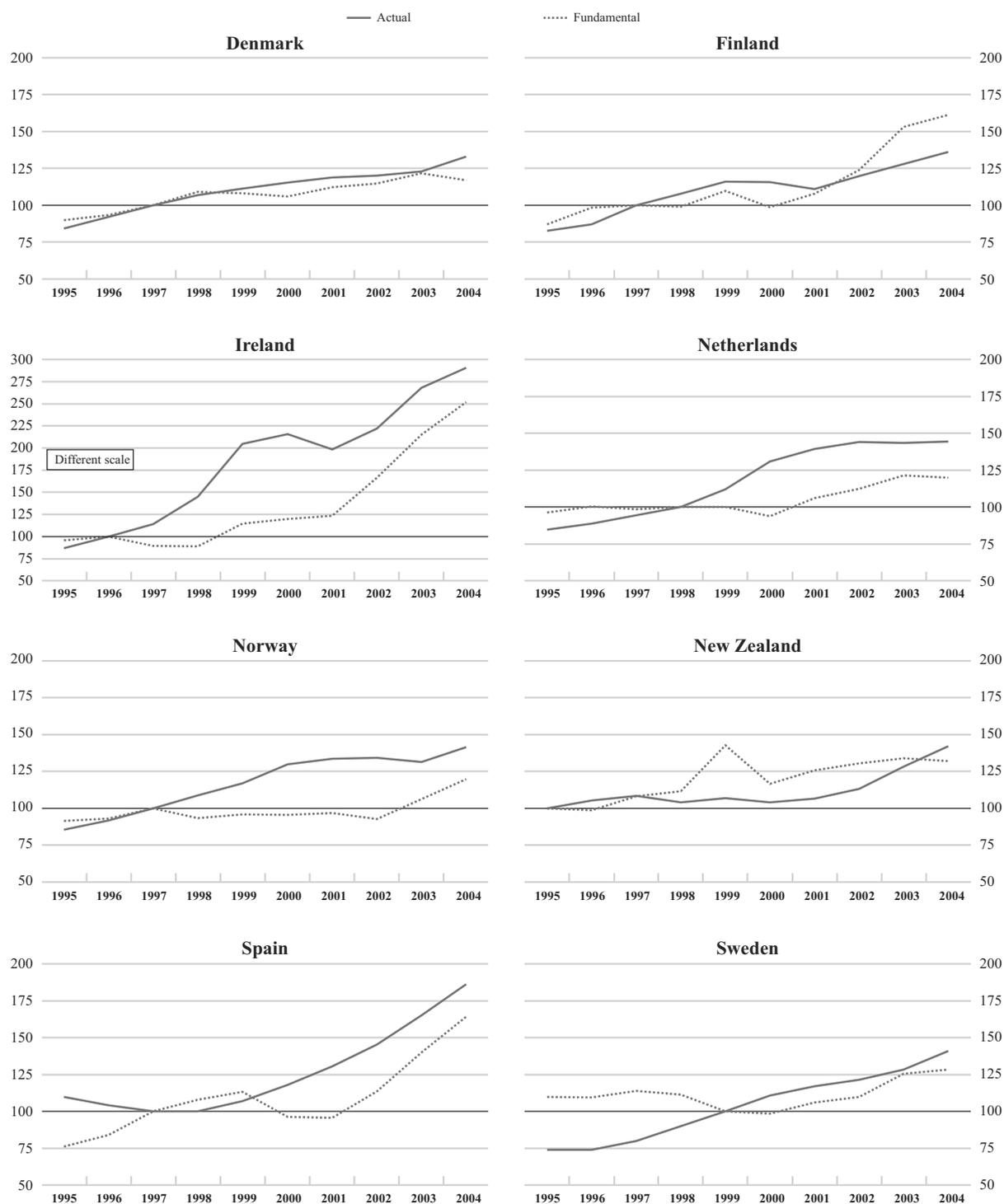


1. For each country, actual and fundamental price-to-rent ratios have been set equal to 100 in the most recent year in which the actual price-to-rent ratio was close to its 35-year average. This procedure does not work well for Germany because of the significant trend decline in the price-to-rent ratio starting in the early 1980s. Consequently, the two series have been arbitrarily set equal to each other in 2000. Choosing an earlier date does not change the results, qualitatively, although the implied degree of undervaluation would be larger.

Source: OECD calculations.

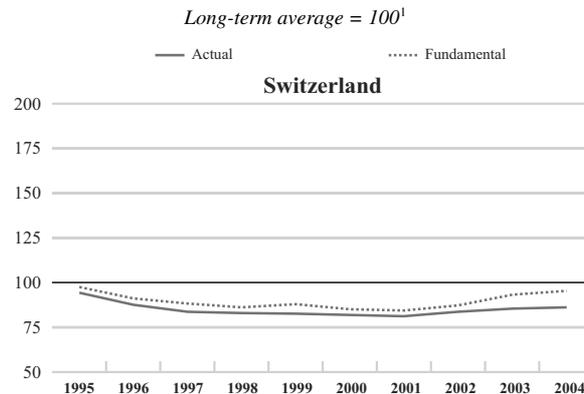
Figure III.5. Price-to-rent ratios: actual and fundamental (cont.)

Long-term average = 100¹



1. For each country, actual and fundamental price-to-rent ratios have been set equal to 100 in the most recent year in which the actual price-to-rent ratio was close to its 35-year average.

Source: OECD calculations.

Figure III.5. **Price-to-rent ratios: actual and fundamental (cont.)**

1. For each country, actual and fundamental price-to-rent ratios have been set equal to 100 in the most recent year in which the actual price-to-rent ratio was close to its 35-year average.

Source: OECD calculations.

potenziell verringert¹⁹. Zur Bestimmung des Ausmaßes der vermuteten Überbewertung kann man u.a. die Differenz berechnen, die zwischen den aus dem beobachteten Preis-Miet-Verhältnis resultierenden Nutzungskosten und den Kosten besteht, bei denen, auf der Basis der in Kasten III.1 aufgeführten Fundamentalwerte, das geschätzte Niveau erreicht würde (vgl. Abb. III.5 und Tabelle III.2). Diese Differenz ist in Prozentpunkten ausgedrückt. Bei der Interpretation dieser Information muss berücksichtigt werden, dass die Ergebnisse durch die Wahl des Basisjahrs sowie das gegebene Zinsniveau beeinflusst werden.

... ist die Überhitzung in einigen Ländern mit sehr hohem Preisniveau immer noch sichtbar

- In den Ländern, in denen hohe reale Preissteigerungen für Wohneigentum verzeichnet wurden (Vereinigtes Königreich, Irland, Niederlande und Spanien), wie auch in Australien (wo die sehr hohen realen Preise in jüngster Zeit nachgegeben haben) und in Norwegen lag das effektive Preis-Miet-Verhältnis 2004 deutlich über seinem „fundamentalen“ Niveau, was auf eine Überbewertung schließen lässt.

Andernorts ist die gemessene Überbewertung nicht erheblich ...

- In Frankreich, Kanada, Dänemark und Schweden verlief die Entwicklung der effektiven und der „fundamentalen“ Verhältniszahlen bis 2003 parallel, seitdem bewegen sich die beiden Werte in der Tendenz aber etwas auseinander. In Neuseeland ist die Überbewertung nach diesen Maßstäben nicht sehr groß.

... oder ist keine Überbewertung festzustellen

- In Finnland und Italien übertraf das gewünschte Preis-Miet-Verhältnis in den letzten Jahren sein effektives Niveau. In den Vereinigten Staaten lag das „fundamentale“ Preis-Miet-Verhältnis bis 2000, dem Benchmarkjahr, über seinem effektiven Niveau. Seitdem verlaufen die beiden Zeitreihen parallel zueinander, und der Abstand zwischen ihnen ist unerheblich. Demnach scheint, zumindest auf nationaler Ebene, nicht viel auf eine Überbewertung hinzudeuten.

19. Kurzfristige Dynamiken an den Wohnimmobilienmärkten können starke Effekte auf die Hauspreise ausüben. Ortalo-Magné und Rady (2005) zeigten beispielsweise mit einem Lebenszyklusmodell auf, dass Veränderungen des Einkommens von kreditbeschränkten Wohneigentümern zu jähren Preisbewegungen führen können, vor allem wenn die Wohneigentümer ein größeres Immobilienobjekt zu erwerben suchen. Das Gleiche gilt für intergenerationelle Transfers von Immobilienvermögen.

Table III.2. Sensitivity of fundamental price-to-rent ratios to a change in the housing user cost

	Estimated over-valuation in 2004	Change in user cost	Mortgage rate in 2004
	Per cent	Percentage point	Per cent
United States	1.8	-0.2	5.8
Japan	-20.5	1.2	2.4
Germany	-25.8	3.3	5.7
France	9.3	-0.8	5.0
Italy	-10.9	0.7	4.6
United Kingdom	32.8	-2.8	6.1
Canada	13.0	-1.0	6.2
Australia	51.8	-2.6	7.1
Denmark	13.1	-3.1	5.2
Finland	-15.6	0.9	3.4
Ireland	15.4	-0.4	3.5
Netherlands	20.4	-1.9	5.1
New Zealand	7.6	-0.7	8.0
Norway	18.2	-1.3	4.7
Spain	13.4	-0.6	3.6
Sweden	8.0	-0.7	5.3
Switzerland	-9.7	1.1	3.2

Source: European Central Bank, Statistics Canada and national central banks.

Statlink: <http://dx.doi.org/10.1787/274542826507>

In Japan, Deutschland und der Schweiz liegt offenbar eine Unterbewertung vor

– Am anderen Ende des Spektrums hat die Unterbewertung (auf die ein über dem effektiven Wert liegendes „fundamentales“ Preis-Miet-Verhältnis schließen lässt) in Japan (seit 1997), Deutschland (seit 2000) und in geringerem Maße in der Schweiz zugenommen. In Deutschland und Japan ist dies die Folge einer überhöhten Bautätigkeit in der Vergangenheit.

Sonstige Einflussfaktoren für die Wohnimmobilienpreise

Die Angebotssituation trägt ebenfalls zu den starken Erhöhungen der Wohnimmobilienpreise bei ...

Die Wohnimmobilienpreise können auch durch andere Faktoren beeinflusst werden, die speziell auf dem Immobilienmarkt zum Tragen kommen. Dies gilt insbesondere für Restriktionen in Bezug auf Bauland, durch die die Reagibilität des Angebots eingeschränkt werden kann. Hierzu gehören u.a. strenge Bebauungsvorschriften, hohe baurechtliche Auflagen oder langwierige administrative Verfahren – alles Faktoren, durch die das Angebot an erschließbaren Grundstücken begrenzt werden kann. Aber während sich diese Faktoren auf die Wohnimmobilienpreise auswirken können, haben sie auf Messgrößen wie das Preis-Miet-Verhältnis nicht unbedingt einen Einfluss, denn sie führen wahrscheinlich sowohl zu einem Anstieg der Preise als auch der Mieten.

... und zwar in mehreren Ländern

Im Vereinigten Königreich zählen komplexe und unwirtschaftliche kommunale Flächennutzungsordnungen und langsame Genehmigungsverfahren zu den Gründen, die für die Rigidität des Immobilienangebots verantwortlich sind und sowohl den trendmäßigen Anstieg der Wohnimmobilienpreise als auch die starken Preisschwankungen erklären²⁰. In Irland und den Niederlanden²¹ beeinflussen ähnliche Faktoren die

20. Vgl. OECD (2004a und 2005a) und Barker (2004).

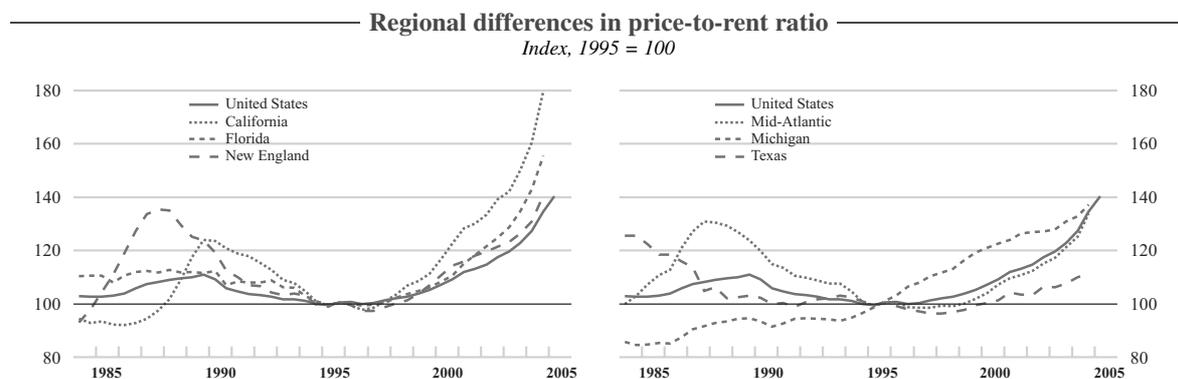
21. Vgl. OECD (2004 und 2006).

Preisdynamik von Wohneigentum. In Korea trugen staatliche Begrenzungen für das Angebot an Bauland in städtischen Räumen (*Restricted Development Zone*) maßgeblich zum raschen Anstieg der Preise für Wohnimmobilien bei²². In den Vereinigten Staaten sind die strengen Flächennutzungsvorschriften einiger Städte mit einer wesentlich geringeren Bautätigkeit verbunden, die das Wohnimmobilienangebot begrenzt und so zu einem Anstieg der Preise in den regulierten Kommunen und deren Nachbargemeinden führt (Kasten III.2).

Kasten III.2 Regionale Wohnimmobilienmärkte in den Vereinigten Staaten

Mehrere Studien über regionale Wohnimmobilienmärkte in den Vereinigten Staaten ergaben, dass die geringe Elastizität des Angebots an Wohneinheiten ein wichtiger Erklärungsfaktor für den in letzter Zeit in einigen städtischen Gebieten stärker ausgeprägten Preisanstieg ist¹. Insbesondere in Teilen der Nordost- und der Westküste übersteigen die Wohnimmobilienpreise überall bei weitem die Baukosten. Die Untersuchungen legen den Schluss nahe, dass sich in den regionalen Mustern der jüngsten Expansion bei den Wohnimmobilienpreisen nicht nur ein rascheres Einkommens- und Bevölkerungswachstum widerspiegelt, sondern auch andere Faktoren, wie baurechtliche Vorschriften bezüglich der Größe und anderer Merkmale der jeweiligen Objekte. Darin heißt es auch, dass es für Bauherren in einigen Bundesstaaten, insbesondere Kalifornien, Massachusetts, New Hampshire, New Jersey und Washington D.C., zunehmend schwierig ist, Baugenehmigungen für Neubauten zu erhalten. Hinzu kommt, dass es Anwohnergruppen mehr und mehr möglich ist, neue Bauvorhaben zu blockieren.

Die Effekte dieser Entwicklungen haben die Preise in mehreren Fällen stärker in die Höhe getrieben als die Mieten, und dies ist ein Indiz für eine Überhitzung auf lokalen Wohnimmobilienmärkten in den Vereinigten Staaten. Daran ist abzulesen, dass sich einige Märkte entsprechend dem nationalen Markt entwickeln, andere aber – z.B. in Kalifornien und Texas – wesentlich höhere bzw. niedrigere Renditen aufweisen als im nationalen Durchschnitt. Die lokalen Märkte, auf denen das Preis-Miet-Verhältnis historische Höchststände erreicht hat, sind zugleich auch jene, wo die Angebotshemmnisse für Neubauten offenbar am stärksten sind, so dass die Preise dort volatiler werden. Dies gilt u.a. für die Gegend von San Francisco, Boston und Los Angeles.



Source: Office of Federal Housing Oversight for house prices and Bureau of Labor Statistics for rents.

1. Glaeser und Gyourko (2003), Glaeser et al. (2005), J. Krainer und C. Wei (2004), Gyourko, Mayer und Sinai (2004), Capozza et al. (2002), McCarthy und Peach (2004) sowie Mayer und Somerville (2000).

22. Vgl. Gallent und Kim (2001), Hannah et al. (1993) und OECD (2005).

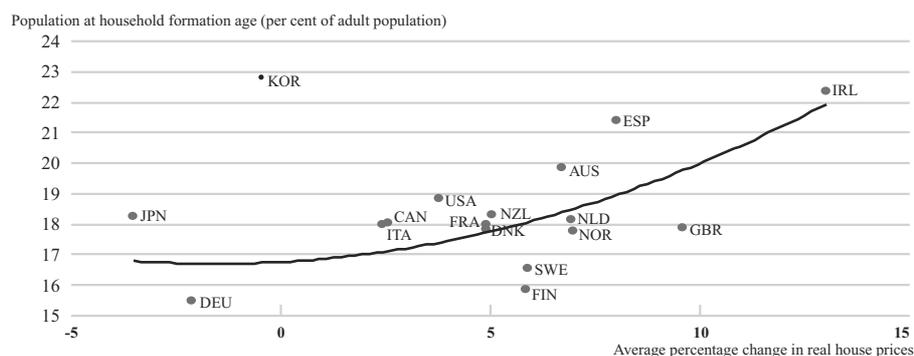
**Demographische
Entwicklungen ...**

Demographische Entwicklungen können, abgesehen von ihrem Einfluss auf die verfügbaren Realeinkommen, auch zu einer Erhöhung der Nachfrage nach Wohnraum führen und so einen Anstieg des Preisniveaus nach sich ziehen²³. Hohe Nettozuwanderungsraten, sinkende durchschnittliche Haushaltsgrößen und wachsende Kohorten von Dreißigjährigen führen namentlich zu einem Anstieg der Wohnungsnachfrage, weil sie mit einer Erhöhung des Anteils der Personen im Haushaltsgründungsalter an der Gesamtbevölkerung einhergehen. In mehreren Ländern (darunter Irland, Spanien, Australien, dem Vereinigten Königreich, den Niederlanden und Norwegen) waren die hohen Anteile solcher Haushalte an der Gesamtbevölkerung seit Mitte der neunziger Jahre mit einem starken Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise assoziiert (Abb. III.6). In Japan und Deutschland traf der Rückgang der Wohnimmobilienpreise demgegenüber mit einer Abnahme des Anteils dieser Haushalte an der Gesamtbevölkerung zusammen. Auch diese Faktoren dürften sich gleichermaßen auf Preise und Mieten auswirken, sofern keine Verzerrungen auf den Mietmärkten bestehen.

**... und Immobilien-
spekulation ...**

Es gibt allerdings noch andere Faktoren, die zu einem Anstieg der Wohnimmobilienpreise führen können. Ein Beispiel hierfür sind die Märkte für Immobilienerwerb zu Investitionszwecken, die gerade in den letzten Jahren in den Ländern, für die entsprechende Daten vorliegen (Vereinigte Staaten, Vereinigtes Königreich, Australien und Irland), stark gewachsen sind. Durch niedrigere Zinsen erhöhte sich für die Investoren die Rendite von Mietobjekten, so dass Wohnimmobilien als Geldanlage attraktiver wurden und die Nachfrage nach ihnen stieg. In einigen Ländern spielten Steueranreize ebenfalls eine Rolle, indem sie günstige Bedingungen für die Geldanlage in Wohnimmobilien boten. Auf diesen Märkten dominieren jedoch kleinere Erstanleger, und ihr Effekt auf die Wohnimmobilienmärkte ist nur schwer genau zu bestimmen²⁴.

Figure III.6. Population and house prices
1995-2004



Note: Korea is an outlier therefore has not been included into the estimation of the trendline.
Source: Table III.4 in the Appendix and United Nations "World Population Prospects 1950-2050", February 2003.

23. Mehrere Untersuchungen befassen sich mit den Auswirkungen demographischer Entwicklungen auf die Nachfrage nach Wohnraum. Vgl. Cerny et al. (2005) für das Vereinigte Königreich, FitzGerald (2005) für Irland, Kohler und Rossiter (2005) für Australien sowie Krainer (2005) für die Vereinigten Staaten.
24. Vgl. beispielsweise Scanlon und Whitehead (2005) wegen einer Beschreibung des Profils und der Absichten von Käufern, die im Vereinigten Königreich Immobilien als Renditeobjekte erwerben.

... in Irland ...

- In Irland machen zu Vermietungszwecken erworbene Immobilien gemessen am Gesamtwohnungsbestand mit rd. 8% zwar immer noch nur einen kleinen Teil der privaten Mietwohnungen aus, doch ist dies ein expandierender Markt. Zum Kauf von Mietobjekten aufgenommene neue Hypothekenkredite machten 20% aller Hypothekengeschäfte im Jahr 2004 aus, und hierauf entfielen auch 30% aller Käufe von gebrauchten Wohnungen im ersten Halbjahr 2004²⁵.

... in den Vereinigten Staaten ...

- In den Vereinigten Staaten hat sich der Anteil der Käufer, die Immobilien als Renditeobjekte erwerben, seit Ende der neunziger Jahre rasch erhöht, und 2004 entfielen auf sie rd. 15% aller Wohnimmobilienkäufe, d.h. wesentlich mehr als die normalerweise verzeichneten 5%. Solche Käufer sind Schätzungen zufolge auf Wachstumsmärkten genauso präsent wie auf weniger dynamischen Märkten²⁶.

... im Vereinigten Königreich ...

- Im Vereinigten Königreich ist der Anteil der zum Kauf von Mietobjekten aufgenommenen Hypothekenkredite seit deren Einführung Ende der neunziger Jahre von 3% der gesamten Hypothekenkreditvergabe im Jahr 1999 auf rd. 7% im Jahr 2004 gestiegen. Die seit Mitte 2004 zu beobachtende Stabilisierung dieser Rate fiel mit der Verlangsamung des Anstiegs der Wohnimmobilienpreise zusammen.

...und in Australien könnten ebenfalls zur Dynamik der Wohnimmobilienpreise beitragen

- In Australien hat sich der Prozentsatz der Käufer, die Wohnimmobilien als Renditeobjekte erwerben, zwischen 1992 und Ende 2003 von rd. 15% der gesamten Hypothekenkreditvergabe auf rd. 30% verdoppelt, und auf einigen regionalen Märkten ist er sogar noch höher (42% in New South Wales und 35% in Victoria), was zu Besorgnis über das hohe Niveau der Geldanlage in Immobilien und das damit verbundene Risiko im Fall einer Marktumkehr Anlass gibt.

Auch Innovationen auf den Hypothekemärkten spielen eine Rolle

Ein besonders wichtiger Faktor war die Deregulierung der Hypothekemärkte, durch die sich die Kreditengpässe der privaten Haushalte deutlich verringerten. Dieser Prozess begann in den achtziger Jahren und zog in einigen Ländern ab der zweiten Hälfte des Jahrzehnts ein rasches Wachstum der Hypothekenkreditvergabe nach sich. In Australien, Kanada, Neuseeland, den nordischen Ländern, dem Vereinigten Königreich ebenso wie in den Vereinigten Staaten wurde Ende der achtziger Jahre ein drastischer Anstieg der Hypothekenkreditvergabe und ein starker Auftrieb bei den Häuserpreisen verzeichnet²⁷. In jüngerer Zeit kam es zu weiteren Veränderungen auf den Hypothekemärkten, u.a. durch Kreditinnovationen, die Einführung neuer Technologien und den zunehmenden Einsatz von Möglichkeiten zur Verringerung der für Hypothekendarlehen anfallenden Zahlungen, so dass sich die Auswahl für die privaten Haushalte vergrößerte und ihre Kreditkosten zugleich sanken (Tabelle III.3). In mehreren Ländern hat sich in den letzten Jahren auch der Zugang zu variabel verzinslichen Darlehen verbessert²⁸. Einige dieser neuen Instrumente beinhalten Optionen, die es den privaten Haushalten gestatten, ihren Kredit in ein festverzinsliches Darlehen umzuwandeln, so dass sie bis zu einem gewissen Grad gegen einen Anstieg der Zinssätze abgesichert sind. In Dänemark, den Niederlanden und den Vereinigten Staaten werden zunehmend tilgungsfreie Darlehen angeboten. In Australien führte der wachsende Wettbewerb zwischen den Kreditanbietern zu einer Verdoppelung der Zahl der angebotenen Produkte. Die meisten anderen Hypothekenkreditinnovationen zielten auf eine Verlängerung der Laufzeit ab.

25. Vgl. Koeva und Moreno (2004).

26. Vgl. Morgan Stanley (2005).

27. Vgl. Girouard und Blöndal (2001). Laut Ortalo-Magné und Rady (1999) hatte die Deregulierung der Finanzmärkte besonders starke Auswirkungen auf die Kohorte der Erstkäufer im Vereinigten Königreich.

28. In den Vereinigten Staaten z.B. erhöhte sich der Anteil der Hypothekenkredite mit variabler Verzinsung von rd. 15% im Zeitraum 2000-2003 auf rd. 33% im Zeitraum 2004-2005 (*Federal Housing Finance Board Monthly Interest Rate Survey*).

Tabelle III.3 Neue Produktinnovationen auf den Hypothekemärkten ausgewählter Länder

Vereinigte Staaten	Tilgungsfreie Darlehen; Hypothekendarlehen mit gestaffelten Tilgungsleistungen.
Deutschland	Abschaffung der Strafzinsen bei vorzeitiger Rückzahlung durch das neue Pfandbriefgesetz.
Frankreich	Hypothekendarlehen mit gestaffelten Tilgungsleistungen; Verlängerung der Hypothekelaufzeit.
Vereinigtes Königreich	Flexible Hypothekenkredite; <i>Offset Mortgages</i> (Sparguthaben und Hypothek werden im selben bzw. einem verbundenen Konto geführt, wobei die Hypothek mit dem Sparguthaben verrechnet wird); <i>Base rate trackers</i> (an den Basiszinssatz gebundene Kredite).
Kanada	Hypotheken mit kürzerer Laufzeit, bei denen sich die anfängliche Periode mit fester Verzinsung von fünf Jahren auf ein Jahr verringert; Recht auf Auslassung einer Tilgungsrate, vorzeitige Kreditverlängerung und flexibler Tilgungskalender.
Australien	Hypothekendarlehen mit gestaffelten Tilgungsleistungen; <i>Split-purpose loan</i> (auf zwei Unterkonten verteilter Kredit, mit Steuervorteilen verbunden); <i>Deposit bond</i> (ein Versicherungsunternehmen garantiert die Zahlung des Eigenanteils bei Vertragsabschluss); <i>Non-conforming loan</i> (Darlehen, bei denen die herkömmlichen Kreditstandards nicht erfüllt werden); <i>Redraw facilities</i> (Wiederentnahmemöglichkeiten) und Verrechnungskonten; Neue Anbieter, darunter Hypotheken-Kreditgeber und Kreditmakler.
Dänemark	„Zinsberichtigte“ Darlehen (der Zinssatz wird in regelmäßigen Abständen durch den Verkauf von Anleihen festgesetzt); Kredite mit Zinsobergrenze; BolidXKredite (der Zinssatz wird alle sechs Monate gemäß dem 10-Tagesdurchschnitt des CIBOR, des dänischen Interbankensatzes, angepasst); Tilgungsfreie Darlehen.
Finnland	Verlängerung der Hypothekelaufzeit; Einführung staatlicher Bürgschaften für Hypothekenkredite.
Irland	Verlängerung der Hypothekelaufzeit.
Niederlande	Spar- oder Aktienhypotheken (ein Teil der Zahlungen dient zur Deckung der Zinsen, ein Teil geht auf ein Sparkonto mit fester Verzinsung oder ein Aktienkonto, was mit Steuervorteilen verbunden ist); Tilgungsfreie Darlehen.

Quelle: Scanlon und Whitehead (2004) und Canada Mortgage and Housing Corporation (2005).

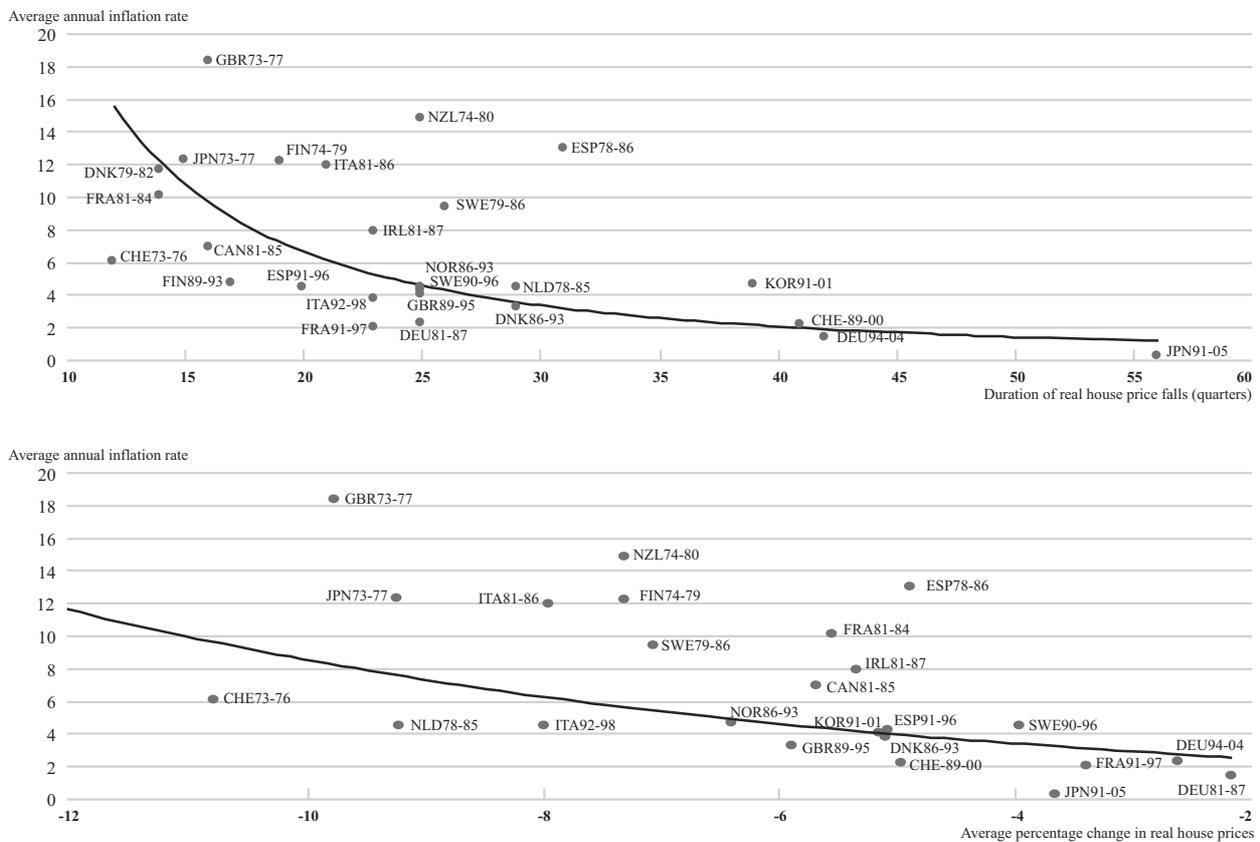
WOHNIMMOBILIENZYKLEN UND WIRTSCHAFTSTÄTIGKEIT

Eine geringe Inflation könnte sich auf den Verlauf der Korrektur der Wohnimmobilienpreise auswirken

Wenn auch andere dem Wohnimmobilienmarkt eigene Faktoren einen Einfluss hatten, so dürften die Zinsentwicklungen doch eine Schlüsselrolle spielen. Sollten die Zinsen in der kommenden Zeit stark anziehen – eine Möglichkeit, die in den Projektionen der OECD derzeit als Risikofaktor behandelt wird –, würden die Wohnimmobilienpreise unter Abwärtsdruck geraten²⁹. In diesem Fall werden Form und Ausmaß der anschließenden Abwärtskorrektur wahrscheinlich durch das derzeitige niedrige Niveau der Inflation bestimmt. In der Vergangenheit vollzogen sich Preisrückgänge im Anschluss an starke Erhöhungen langsamer (schneller), wenn der Anstieg des allgemeinen Preisniveaus gering (hoch) war. Dies zeigt sich an der im Ländervergleich zu beobachtenden negativen Korrelation zwischen der Höhe der Inflation und der Dauer der Kontraktion der Wohnimmobilienpreise, die darauf schließen lässt, dass sich diese

29. Es lässt sich nur schwer isoliert ermitteln, wie stark der von einer Zinserhöhung ausgehende Abwärtsdruck sein würde. Asset-Pricing-Modellen zufolge wäre ein starker Effekt zu erwarten, solche Berechnungen zeigen jedoch nur, was mit dem gewünschten Preis geschehen würde. In der Praxis hängt der tatsächliche Anpassungspfad noch von einer Reihe anderer Faktoren ab, z.B. der demographischen Entwicklung, dem Regulierungsumfeld, dem Anteil der variabel verzinslichen Hypothekenkredite, der Fähigkeit der privaten Haushalte zur Refinanzierung ihrer Hypothekendarlehen, den steuerlichen Abzugsmöglichkeiten und der wirtschaftlichen Gesamtlage.

Figure III.7. Inflation and real house price adjustment



Source: Table III.4 in the Appendix and OECD Economic Outlook 78 database.

Phase bei sehr niedrigen Inflationsraten recht lange hinziehen kann (Abb. III.7, oberer Teil). Außerdem sinken die realen Preise bei einem niedrigen Inflationsniveau in der Tendenz auch weniger stark (Abb. III.7, unterer Teil). Dieses Merkmal des Anpassungsprozesses resultiert aus der Tatsache, dass die nominalen Wohnimmobilienpreise in der Regel nach unten wenig beweglich sind. Die Wohnimmobilienmärkte sind in der Tat auf Grund der hohen Such- und Transaktionskosten sowie der Heterogenität der Produkte nicht so liquide wie andere Märkte. Zudem tendieren die Wohneigentümer im Fall einer Verschlechterung der Konjunktur dazu, sich vom Markt zurückzuziehen, um keine Kapitalverluste hinnehmen zu müssen, während Bauunternehmer keine neuen Projekte in Angriff nehmen.

Die Wohnimmobilienpreise beeinflussen die Gesamtkonjunktur über Vermögenseffekte auf den Verbrauch ...

Die wichtigsten Kanäle, über die sich der Wohnimmobilienpreiszyklus auf die Konjunktur auswirkt, sind die Vermögenseffekte, der Wohnungsbau und der Finanzsektor. Im privaten Verbrauch können sich die Wohnimmobilienpreise auf zwei Arten niederschlagen: entweder über die Reaktion der Ersparnis der privaten Haushalte auf die Bewertung des eigenen Vermögens oder über die Kreditaufnahme, die durch den gestiegenen Wert der als Sicherheit gebotenen Immobilien erleichtert wird³⁰. In einer Reihe von Ländern (Australien, Kanada, den Niederlanden, dem Vereinigten König-

30. Vgl. Catte et al. (2004).

reich und den Vereinigten Staaten) üben Veränderungen des Immobilienvermögens einen erheblichen Effekt auf den Verbrauch aus, der stärker ist als der Effekt von Veränderungen des Finanzvermögens, was z.T. darauf zurückzuführen ist, dass die Kapitalmärkte dort einen problemlosen Zugang zur Hypothekenfinanzierung sowie zu Finanzprodukten bieten, die die Kapitalabschöpfung aus Wohneigentum erleichtern. In Frankreich, Deutschland, Italien, Japan und Spanien scheint der Vermögenseffekt von Wohnimmobilien hingegen geringer oder nicht signifikant zu sein. Die Stärke des Gesamtvermögenseffekts hängt auch von einer Reihe anderer Faktoren ab, darunter dem prozentualen Anteil der Wohneigentümer, den Transaktionskosten, der Besteuerung von Wohnimmobilien sowie etwaigen Subventionen.

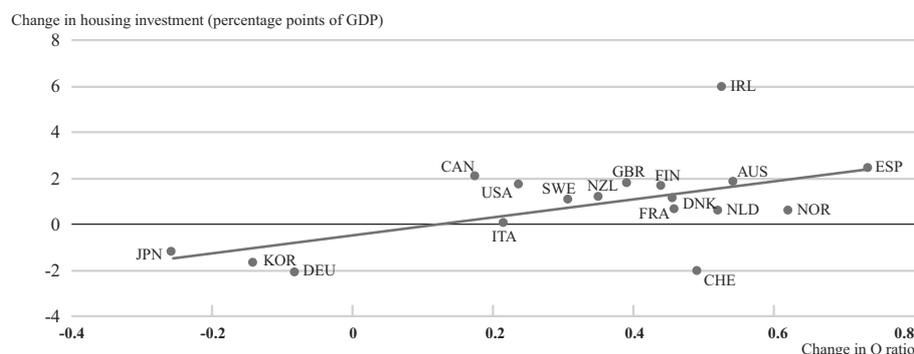
... über die Wohnungsbautätigkeit ...

Die Wohnimmobilienpreise haben auch starke Auswirkungen auf die privaten Wohnungsbauinvestitionen. Veränderungen in der Rentabilität von Wohnungsbauinvestitionen wirken sich auf das Baugewerbe wie auch auf die Beschäftigung und die Nachfrage im Immobiliensektor aus. In Abbildung III. 8 werden die Wohnungsbauinvestitionen den entsprechenden Rentabilitätszahlen im Zeitraum 1995-2004 gegenübergestellt, woraus sich für die meisten Länder ein nicht sehr starker, aber doch signifikant positiver Zusammenhang ablesen lässt. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass noch andere Faktoren als Determinanten der Bautätigkeit eine wichtige Rolle spielen. Im Einzelnen könnten Angebotshemmnisse in Form von Planungsbeschränkungen, ein Mangel an Bauland oder die Wettbewerbsbedingungen in der Bauwirtschaft eine Bremswirkung auf das Wachstum der Wohnungsbauinvestitionen ausgeübt haben.

... und die Finanzstabilität

Drastische Abwärtskorrekturen der Vermögenswertpreise, darunter auf den Wohnimmobilienmärkten, können Folgen für den Bankensektor haben, die sich ihrerseits negativ auf die öffentlichen Finanzen und die makroökonomische Stabilität insgesamt auswirken können³¹. Wenn die Finanzintermediäre die Risiken falsch einschätzen, erhöht sich die Gefahr, dass Kreditvergabe- und Vermögenspreisbooms außer Kontrolle geraten und es zu einem Einbruch kommt. In diesem Zusammenhang gibt die prozyklische Rückstellungsbildung der Banken Anlass zu Besorgnis. Die Banken können in Haussephasen an den Wohnimmobilienmärkten dazu neigen, keine

Figure III.8. **Housing investment and the Q ratio**
1995-2004



1. The Q ratio is defined as nominal house prices divided by the housing investment deflator.
Source: Table III.4 in the Appendix and OECD Economic Outlook 78 database.

31. Vgl. Eschenbach und Schuknecht (2002) sowie Girouard und Price (2004).

ausreichenden Rückstellungen für Forderungsausfälle zu bilden, und es ist möglich, dass die Bankenaufsicht ihrerseits zögert, sie ohne stichhaltige Belege dazu anzuhalten³². Wenn es dann zu einem größeren Schock kommt, verfügen die Banken u.U. nicht über ein ausreichendes finanzielles Polster, um die Verluste zu decken, was sich negativ auf die Kreditverfügbarkeit auswirken kann.

Die Ansichten über die Rolle der Geldpolitik gehen auseinander

In Bezug auf die Frage, wie die Währungsbehörden auf Entwicklungen der Vermögenswertpreise einschließlich der Hauspreise reagieren sollten, gehen die Ansichten stark auseinander. Einige Beobachter sind der Ansicht, dass die Zentralbanken nur insoweit auf die Wohnimmobilienpreise (und sonstigen Vermögenswertpreise) reagieren sollten, wie sie Informationen über die künftige Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktion und der Inflation beinhalten und zur Stabilisierung der Wohnimmobilienzyklen, falls dies gewünscht wird, alternative Politikinstrumente (Steuern und Regulierungen) eingesetzt werden sollten³³. Andere vertreten die Auffassung, dass sich die Zentralbanken „gegen den Wind stemmen“ sollten, indem sie bei einem abnormal starken Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise – vor allem wenn dieser mit Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems verbunden ist – einen restriktiveren geldpolitischen Kurs verfolgen, als angesichts der allgemeinen Nachfragebedingungen eigentlich erforderlich wäre, wobei das Umgekehrte für den Fall eines Einbruchs der Preise gelten sollte³⁴. Bei einem Abschwung hängt die Frage, inwieweit die Geldpolitik reagieren muss, wesentlich vom Ausmaß des Schocks und der Fähigkeit der Wirtschaft ab, ihn zu absorbieren³⁵.

32. Vgl. Dobson und Hufbauer (2001).

33. Vgl. Bernanke (2002). Nach dieser Ansicht würden die Kosten einer Intervention im Fall eines raschen Anstiegs der realen Wohnimmobilienpreise den Nutzen überwiegen, allein schon wegen der langen und variablen Verzögerungen in den Transmissionsmechanismen. So gesehen könnte eine vorsorglich vorgenommene Zinserhöhung (über das zur Wahrung der Preisstabilität als notwendig erachtete Maß hinaus) durchaus kontraproduktiv wirken (d.h. ihre Effekte würden u.U. erst zum Tragen kommen, wenn der Wohnimmobilienmarkt seinen Höhepunkt bereits überschritten hat). Eine Straffung der Geldpolitik mit dem Ziel, eine Wohnimmobilienblase zum Platzen zu bringen (sofern sich eine solche überhaupt mit Sicherheit identifizieren lässt), wird außerdem auch als potenziell schädigend für andere Sektoren betrachtet.

34. Vgl. Europäische Zentralbank (2005) und Issing (2003).

35. Einer Schätzung zufolge entspräche eine Umkehr des langfristigen Preis-Miet-Verhältnisses in den Vereinigten Staaten z.B. einem Schock im Umfang von ungefähr der Hälfte des Einbruchs der US-Aktienmärkte im Zeitraum 2000-2002, der wahrscheinlich leicht absorbiert werden könnte (Yellen, 2005). Eher schockresistente Volkswirtschaften sind durch flexible Arbeits- und Produktmärkte sowie gut funktionierende Finanzsysteme gekennzeichnet. In diesen Volkswirtschaften ist das Wachstumspotenzial üblicherweise höher als im Durchschnitt des OECD-Raums.

ANHANG

Table III.4. Definition and source for house prices

	House price definition	Seasonal adjustment	Source
United States	Nationwide single family house price index	No	OFHEO, 1975Q1-2005Q2
Japan	Nationwide urban land price index	No	Japan Real Estate Institute, 1990S1-2005S1
Germany	Index for total Germany, total resales	--	Bundesbank, 1994-2004
France	Indice de prix des logements anciens, France	No	INSEE, 1996Q1-2005Q1
Italy	Media 13 area urbane numeri indice dei prezzi medi di abitazioni, usate	No	Nomisma, 1991S1-2005S1
United Kingdom	Mix-adjusted house price index	No	ODPM, 1968Q2-2005Q2
Canada	Multiple listing series, average price in Canadian dollars	Yes	Ministry of Finance, 1980Q1-2005Q2
Australia	Index of a weighted average of 8 capital cities	No	Australia Bureau of Statistics, 1986Q2-2005Q2
Denmark	Index of one-family house sold	No	Statistics Denmark, 1971Q1-2004Q3
Spain	Precio medio del m2 de la vivienda, mas de un ano de antiguedad	No	Banco de Espana, 1987Q1-2004Q4
Finland	Housing prices in metropolitan area, debt free, price per m2	No	Bank of Finalnd, 2000Q1-2005Q2
Ireland	Second hand houses	Yes	Irish Department of Environment 1980Q1-2005Q1
Korea	Nationwide house price index	No	Kookmin Bank, January 86-May 2005
Netherlands	Existing dwellings	No	Nederlandsche Bank, January 76-May 2005
Norway	Nationwide index for dwellings	Yes	Statistics Norway, Table 03860, 1992Q1-2005Q2
New Zealand	Quotable value index for dwellings (new and existing)	No	Reserve Bank, 1979Q4-2005Q1
Sweden	One and two dwelling buildings	No	Statistics Sweden, 1986Q1-2005Q2
Switzerland	Single-family home	No	Swiss National Bank, 1970Q1-2005Q2

Note: Quarterly and/or annual data provided by the Bank for International Settlements (based on national sources) have been used in the countries for which the sample period (1970Q1 – 2005Q2) was incomplete.

Source: OECD compilation.

Statlink: <http://dx.doi.org/10.1787/274542826507>

Table III.5. Summary statistics on real house price cycles

1970 Q1 -2005 Q1						
	Number	Average duration (quarters)	Average price change (per cent)	Maximum duration (quarters)	Maximum price change (per cent)	Number of turns > 15%
Upturns						
United States	3	17.0	15.3	23	17.0	1
Japan	2	34.5	67.0	54	77.6	2
Germany	3	21.3	12.1	27	15.7	1
France	2	35.5	32.1	44	33.0	2
Italy	2	34.5	81.9	44	98.0	2
United Kingdom	3	18.3	64.2	30	99.6	3
Canada	4	15.5	31.6	27	66.5	2
Australia	6	14.3	31.6	32	84.7	3
Denmark	2	25.0	44.3	37	56.5	2
Finland	3	25.7	61.9	40	111.8	3
Korea ¹	2	12.5	29.0	15	33.5	2
Ireland	2	29.0	40.8	46	53.9	2
Netherlands	1	33.0	98.4	33	98.4	1
New Zealand	4	15.8	37.3	22	62.7	4
Norway	2	14.0	33.7	16	56.3	1
Spain	3	15.0	63.6	23	134.8	3
Sweden	2	19.0	35.8	22	42.5	2
Switzerland	3	28.3	40.2	53	73.5	2
Average	2.7	22.7	45.6	32.7	67.6	2.1
Downturns						
United States	3	14.3	-9.9	21	-13.9	0
Japan	1	15.0	-30.5	15	-30.5	1
Germany	2	16.5	-10.7	25	-15.3	1
France	2	18.5	-18.0	23	-18.1	2
Italy	2	22.0	-30.6	23	-35.3	2
United Kingdom	3	16.3	-25.0	25	-33.7	2
Canada	4	13.0	-13.5	17	-20.9	1
Australia	5	10.0	-10.1	19	-14.7	0
Denmark	2	21.5	-36.2	29	-36.8	2
Finland	3	14.0	-28.4	19	-49.7	2
Korea ¹	2	22.5	-26.7	39	-47.5	1
Ireland	2	16.0	-15.5	23	-27.1	1
Netherlands	1	29.0	-50.4	29	-50.4	1
New Zealand	4	15.0	-15.1	25	-37.8	1
Norway	3	21.3	-19.8	28	-40.6	1
Spain	3	19.3	-21.6	31	-32.2	2
Sweden	3	22.3	-22.7	26	-37.9	2
Switzerland	2	26.5	-34.8	41	-40.7	2
Average	2.6	18.5	-23.3	25.4	-32.4	1.3

Note: The minimum length for a phase (upturn or a downturn) has been set to 6 quarters and phases continuing beyond 2005 Q1 are excluded.

1. The period covered for Korea starts in 1986 Q1.

Source: OECD calculations.

Table III.6. Major real house price cycles by country

	Upturns	Duration (quarters)	Downturns	Duration (quarters)
United States	1982Q3-1989Q4: +17.0%	23		
	1995Q1-2005Q2: +52.7%	41		
Japan	1970Q1-1973Q4: +56.5%	15	1973Q4-1977Q3: -30.5%	15
	1977Q3-1991Q1: +77.6%	54	1991Q1-2005Q1: -40.7%	56
Germany	1976Q2-1981Q2: +15.7%	20	1981Q2-1987Q3: -15.3%	25
			1994Q2-2004Q4: -20.5%	42
France	1970Q1-1981Q1: +31.2%	44	1981Q1-1984Q3: -18.1%	14
	1984Q3-1991Q2: +33.0%	27	1991Q2-1997Q1: -18.0%	23
	1997Q1-2005Q1: +74.3%	32		
Italy	1970Q1-1981Q1: +98.0%	44	1981Q1-1986Q2: -35.3%	21
	1986Q2-1992Q3: +65.8%	25	1992Q3-1998Q2: -26.0%	23
	1998Q2-2005Q1: +49.6%	27		
United Kingdom	1970Q1-1973Q3: +64.9%	14	1973Q3-1977Q3: -33.7%	16
	1977Q3-1980Q1: +28.0%	11		
	1982Q1-1989Q3: +99.6%	30	1989Q3-1995Q4: -27.8%	25
	1995Q4-2005Q2: +137.4%	38		
Canada	1970Q1-1976Q4: +46.4%	27	1981Q1-1985Q1: -20.9%	16
	1985Q1-1989Q1: +66.5%	16		
	1998Q3-2005Q2: +39.2%	27		
Australia	1970Q1-1974Q1: +36.3%	16		
	1987:1-1989Q1: +35.9%	8		
	1996Q1-2004Q1: +84.7%	32		
Denmark	1970Q1-1979Q2: +32.1%	37	1979Q2-1982Q4: -36.8%	14
	1982Q4-1986Q1: +56.5%	13	1986Q1-1993Q2: -35.6%	29
	1993Q2-2004Q3: +93.4%	45		
Finland	1970Q1-1974Q2: +23.6%	10	1974Q2-1979Q1: -30.3%	19
	1979Q1-1989Q1: +111.8%	40	1989Q1-1993Q2: -49.7%	17
	1993Q2-2000Q1: +50.3%	27		
	2001Q3-2005Q2: +23.6%	15		
Ireland	1970Q1-1981Q3: +53.9%	46	1981Q3-1987Q2: -27.1%	23
	1987Q2-1990Q2: +27.7%	12		
	1992Q3-2005Q1: +242.7%	50		
Korea ¹	1987Q3-1991Q2: +33.5%	15	1991Q2-2001Q1: -47.5%	39
	2001Q1-2003Q3: +24.5%	10		
Netherlands	1970Q1-1978Q2: +98.4%	33	1978Q2-1985Q3: -50.4%	29
	1985Q3-2005Q1: +183.1%	78		
New Zealand	1970Q1-1974Q3: +62.7%	18	1974Q3-1980Q4: -37.8	25
	1980Q4-1984Q2: +32.5%	14		
	1986Q4-1989Q1: +15.1%	9		
	1992Q1-1997Q3: +38.9%	22		
	2000Q4-2005Q1: +56.0%	17		
Norway	1983Q4-1986Q4: +56.3%	12	1986Q4-1993Q1: -40.6%	25
	1993Q1-2005Q2: +136.3%	49		
Spain	1970Q1-1974Q3: +27.5%	14		
	1976Q2-1978Q2: +28.6%	8	1978Q2-1986Q1: -32.2%	31
	1986Q1-1991Q4: +134.8%	23	1991Q4-1996Q4: -18.3%	20
	1996Q4-2004Q4: +114.2%	32		
Sweden	1974Q1-1979Q3: +29.2%	22	1979Q3-1986Q1: -37.9%	26
	1986Q1-1990Q1: +42.5%	16	1990Q1-1996Q2: -28.2%	25
	1996Q2-2005Q2: +80.1%	36		
Switzerland	1970Q1-1973Q3: +37.7%	14	1973Q3-1976Q3: -29.0%	12
	1976Q3-1989Q4: +73.5%	53	1989Q4-2000Q1: -40.7%	41

1. The period covered for Korea starts in 1986 Q1.

Source: OECD calculations.

 Statlink: <http://dx.doi.org/10.1787/274542826507>

Tabelle III.7 Überblick über jüngste empirische Studien zur Bestimmung von Wohnimmobilienpreisen

Land und Autoren	Methodik	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem Wohnungsbestand	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem verfügbaren Realeinkommen	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem Realzinssatz	Sonstige Variablen	Geschätzte Überbewertung	Kommentare
Vereinigte Staaten							
Meen (2002)	ECM, Q3 1981 – Q2 1998	-7.9	2.7	-1.3	Realvermögen = 0.7		Der starke Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise ist nicht auf eine schwache Angebotsreaktion zurückzuführen. Bei Ausklammerung der Variable für den Wohnungsbestand wird die Einkommenselastizität nach unten verzerrt.
Schnure (2005)	Panelschätzung für regionale Wohnimmobilienpreise, kurzfristige Spezifikation 1978-2004		0.2 bis 0.3 kurzfristiger Effekt	-0.6 bis -1.7 kurzfristiger Effekt	Arbeitslosigkeit = -0.9 bis -1.2, Erwerbsbevölkerung = 0.4 bis 1.8, kurzfristiger Effekt	Keine Befunde für Überbewertung	Verstärkte Reagibilität gegenüber Zinssätzen seit 1990 auf Grund der Liberalisierung des Zugangs zu Hypothekenkrediten und des größeren Rückgriffs auf Verbriefung. Zahl der Beobachtungen: 531-946.
McCarthy und Peach (2004)	Nachfrage- und Angebotsgleichungen, ML-Schätzung von Johansen, Q1 1981–Q3 2003	-3.2	3.2			Keine Überbewertung seit Mitte der neunziger Jahre	Die OFHEO und der Preisindex für gleichwertigen Neubau liefern dieselbe Schlussfolgerung.
Japan							
Nagahata et al. (2004)	Panel-Kointegrationsanalyse für 47 Präfekturen, 1976-2001		0.2 bis 0.5	-0.6 bis -4.5	Preiserwartungen = 0.8 bis 0.9	In Tokio haben die Grundstückspreise etwa 2002 ihren Tiefstand erreicht, nicht aber in anderen Gegenden	Der Anteil notleidender Kredite hat kurzfristig eine erhebliche Erklärungskraft.
Euroraum							
Annett (2005)	ECM für acht Länder		0.7, variabel bei Log-Differenzen	-0.01 bis -0.02, variabel bei Log-Differenzen	Realkredit = 0.2 oder Realgeld 0.1, variabel bei Log-Differenzen		Realkredit und -geld sind wichtige Bestimmungsfaktoren bei langfristigen Trendentwicklungen.
Annett (2005)	Panel-Regressionen für Untergruppen von Ländern auf der Basis gemeinsamer institutioneller Merkmale, kurz- bis mittelfristige Gleichungen		0.1 bis 1.4, kurzfristiger Effekt	-0.01 bis -0.03, kurzfristiger Effekt	Realkredit = 0.08 bis 0.2, Realgeld = 0.4 bis 0.6, kurzfristiger Effekt		Institutionelle Faktoren tragen zur Erklärung der Beziehung zwischen Kredit und Wohnimmobilienpreisen bei.

Tabelle III.7 (Forts.) **Überblick über jüngste empirische Studien zur Bestimmung von Wohnimmobilienpreisen**

Land und Autoren	Methodik	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem Wohnungsbestand	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem verfügbaren Realeinkommen	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem Realzinssatz	Sonstige Variablen	Geschätzte Überbewertung	Kommentare
Frankreich							
Bessone et al. (2005)	Nachfrage- und Angebotsgleichungen, ML-Schätzung von Johansen, 1986-2004	-3.6	8.3			Keine Befunde für Überbewertung im Jahr 2004	Wohnimmobilienpreise nur für Paris.
Vereinigtes Königreich							
Meen (2002)	ECM, Q3 1969 – Q1 1996	-1.9	2.5	-3.5	Realvermögen = 0.4		Der starke Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise ist z.T. auf eine schwache Angebotsreaktion zurückzuführen. Bei Ausklammerung der Variable für den Wohnungsbestand wird die Einkommenselastizität nach unten verzerrt.
Hunt und Badia (2005)	ECM, Q4 1972 – Q4 2004		1.91 in Q4 1999 und 1.5 in Q4 2004	-6.0 in Q4 1999		34% in Q4 1999 und 60% in Q2 2004	Verbesserungen des geld- und finanzpolitischen Rahmens haben das langfristig durchhaltbare Preisniveau über das hinaus angehoben, was diese lineare Schätzungstechnik erfassen kann, so dass vielleicht nur wenig Überbewertung vorliegt.
Australien							
Abelson et al. (2005)	ECM, Q1 1975 – Q1 2003	-3.6	1.7	-5.4	VPI = 0.8, Arbeitslosigkeit = -0.2, Bestandsindex = -0.1		Der VPI erfasst die Investitionsvorteile nach Steuern (erwartete Kapitalgewinne und Steuervergünstigungen).
Dänemark							
Wagner (2005)	ECM, Q4 1984 – Q1 2005	-2.9	2.9	-7.7	Demographie = 2.9	9/10 des Anstiegs seit 1993 werden durch die Fundamentaldaten erklärt.	Die Grundstücksknappheit im Raum Kopenhagen und der vorübergehende Effekt der Einführung tilgungsfreier Hypothekendarlehen könnten auch zum Anstieg der Wohnimmobilienpreise beigetragen haben.
Finnland							
Oikarinen (2005)	ECM, Q1 1975 – Q2 2005		0.8 bis 1.3	-2.2 bis -7.5	Baukosten = 1.1 bis 2.3	Keine Überbewertung in den vergangenen Jahren	Nur Stadtgebiet Helsinki. Verwendung einer Trendvariablen zur Erfassung der Effekte der Finanzliberalisierung.

Tabelle III.7 (Forts.) Überblick über jüngste empirische Studien zur Bestimmung von Wohnimmobilienpreisen

Land und Autoren	Methodik	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem Wohnungsbestand	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem verfügbaren Realeinkommen	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem Realzinssatz	Sonstige Variablen	Geschätzte Überbewertung	Kommentare
Irland							
OECD Economic Survey (2006)	ECM, Q1 1977 – Q4 2004 für neue und gebrauchte Wohnungen	-2.0 für neue Wohnungen, -0.007 für gebrauchte Wohnungen (Zeittrend für die Bevölkerungsgruppe 25-44 Jahre)	1.8 für neue und gebrauchte Wohnungen	-1.8 für neue und gebrauchte Wohnungen		20% seit Ende 2004 für neue Wohnungen und 10% für gebrauchte Wohnungen	Der starke Anstieg der Preise für gebrauchte Wohnungen im Verhältnis zu Neubauten seit Mitte der neunziger Jahre könnte sich z.T. aus angebotsseitigen Engpässen erklären. Die kurzfristigen Einkommenselastizitäten sind in beiden Gleichungen hoch.
McQuinn (2004)	3 inverse Gleichungen: Nachfrage, Angebot und Wohnungsbestand, Q1 1980 – Q4 2002	-0.5	0.1 bis 0.2	-0.005	Nettozuwanderung = 0.02, bewilligte Hypothekenkredite = 1.0	Wenig Abweichung von den Fundamentaldaten in den letzten Jahren	Die Kosten für Bauland sind ein wichtiger Faktor für den jüngsten Preisanstieg bei Neubauten.
Niederlande							
OECD Economic Survey (2004)	ECM, 1970-2002	-0.5	1.9	-7.1			Der starke Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise ist hauptsächlich auf die schwache Angebotsreaktion zurückzuführen.
Verbruggen et al. (2005)	ECM, 1980-2003	-1.4	1.3	-5.9		10% im Jahr 2003	
Hofman (2005)	ECM, Q1 1974 – Q3 2003		1.5	-9.4		Keine Abweichung von den Fundamentaldaten im Jahr 2004	Van Rooij (1999) konnte ebenfalls keine langfristigen Effekte des Wohnraumangebots feststellen.
Norwegen							
Jacobsen (2005)	ECM, Q1 1990 – Q1 2004	-1.7	1.7	-3.2	Arbeitslosigkeit = 0,5	Keine Überbewertung in den vergangenen Jahren	Bei Ausklammerung des Wohnungsbestands fällt die Einkommenselastizität auf 1.2.
Spanien							
OECD Economic Survey (2004b)	ECM, 1989-2003	-6.9 bis -8.1	3.3 bis 4.1		Bevölkerung = 12 bis 16.9		Der starke Anstieg der realen Wohnimmobilienpreise ist nicht auf eine schwache Angebotsreaktion zurückzuführen.
Ayuso et al. (2003) und Banca de Espana (2004)	1978-2002		2.8	-4.5 (in nominaler Rechnung) bei einer Einkommenselastizität von 1, ansonsten nicht signifikant	Aktienmarkrendite = -0.3	8-17% Mitte 2002, 14-19% im Jahr 2003 und 24-31% im Jahr 2004	

Tabelle III.7 (Forts.) **Überblick über jüngste empirische Studien zur Bestimmung von Wohnimmobilienpreisen**

Land und Autoren	Methodik	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem Wohnungsbestand	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem verfügbaren Realeinkommen	Elastizität der realen Wohnimmobilienpreise gegenüber dem Realzinssatz	Sonstige Variablen	Geschätzte Überbewertung	Kommentare
Ländergruppe							
Sutton (2002)	VAR-Modell für Vereinigte Staaten, Australien, Kanada, Vereinigtes Königreich, Niederlande und Irland, 70er Jahre – Q1 2002			Kurzfristige Sätze = -0.5 bis 1.5, schwächer bei langfristigen Sätzen, mit den niedrigsten Schätzwerten für die USA und das Vereinigte Königreich und den höchsten Werten für die Niederlande	BSP = 1 bis 4 nach 3 Jahren, am größten in Irland. Aktienkurse = 1 bis 5 nach 3 Jahren, am größten im Vereinigten Königreich	Überbewertung in allen Ländern außer Kanada im Zeitraum Q1 1995 – Q2 2002, am stärksten in Irland	
Tsatsaronis und Zhu (2004)	VAR-Modell für 17 Länder, gruppiert nach ihren Hypothekenfinanzierungsstrukturen 1970-2003		Erklärt weniger als 10% der Gesamtschwankungen bei Wohnimmobilienpreisen nach 5 Jahren	Erklärt 11% der Gesamtschwankungen bei Wohnimmobilienpreisen nach 5 Jahren	Die Inflation erklärt 50% der Gesamtschwankungen bei Wohnimmobilienpreisen nach 5 Jahren, während auf Bankkredit und Laufzeiten jeweils etwa 10% entfallen		Die Struktur der Hypothekenmärkte ist für das Ausmaß der Inflationsreagibilität auf Zinssätze und die Stärke des Bankkreditkanals von Bedeutung.
Terrones und Otrok (2004)	Dynamische Panelregressionen für 18 Länder 1970-2003	1.1		-1.0	Bevölkerungswachstum = 0.3, Finanzierbarkeit von Wohnraum = 0.1, verzögerte abhängige Variable = 0.5	Zwischen 1997 und 2003 Überbewertung von 10-20% in Australien, Irland, Spanien und im Vereinigten Königreich und max. 10% in Schweden und den USA	Die Anstiegsrate der realen Wohnimmobilienpreise ist sehr stabil, lässt eine langfristige Rückkehr zu den Fundamentaldaten und eine Abhängigkeit von der Grundverfassung der Wirtschaft erkennen. Zahl der Beobachtungen = 524.

Quelle: Zusammenstellung der OECD.

Table III.8. Stationarity test for price-to-income and price-to-rent ratios

	<i>Augmented Dickey-Fuller unit root test</i>			
	Price-to-income ratio		Price-to-rent ratio	
	1970Q1 - 2004Q4	1970Q1 - 2000Q4	1970Q1 - 2004Q4	1970Q1 - 2000Q4
United States	-1.15	-0.98	-0.92	-2.37
Japan	-1.34	-2.03	-2.05	-2.58
Germany	-1.04	-1.31	-0.23	-0.61
France	-1.71	-1.85	-1.33	-2.89**
Italy	-2.37	-2.13
United Kingdom	-2.43	-3.51***	-1.53	-3.15**
Canada	-1.36	-1.58	0.14	-1.58
Australia	1.47	-1.76	-0.49	-1.82
Denmark	-1.91	-1.94	-1.68	-2.08
Finland	-3.20 **	-2.97**	-1.53	-2.13
Ireland	-0.03	-2.82*	0.73	-1.14
Netherlands	-1.97	-2.29	-2.09	-2.74*
New Zealand	-2.25	-1.81	-1.12	-3.61***
Norway	-0.39	-2.18	-1.41	-1.89
Spain	-0.18	-1.55	-0.13	-1.36
Sweden	-2.08	-1.93	-2.17	-2.91**
Switzerland	-1.60	-1.46	-2.64 *	-2.70*
Korea	-0.97	-0.65	-3.32**	-1.91

Note: *, ** and *** indicate the stationarity at the 10%, 5% and 1% level respectively. The lag structures for the ADF equations are chosen using the Schwarz Information Criterion. The critical values are from MacKinnon (1996). For Denmark, Ireland, Italy, Korea and Norway, the sample is shorter due to data availability.

Source: OECD calculation.

Statlink: <http://dx.doi.org/10.1787/274542826507>

Literaturverzeichnis

- Abelson, P., R. Joyeux, G. Milunovich und D. Chung (2005), "Explaining house prices in Australia: 1970-2003", *Economic Record*, Vol. 81.
- Ahearne, A., J. Ammer, B. Doyle, L. Kole und R. Martin (2005), "House prices and monetary policy: A cross-country study", *International Finance Discussion papers*, No. 841, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Annett, A. (2005), "Euro area policies: Selected issues", *IMF Country Report*, No. 05/266.
- Australian Bureau of Statistics (2004), "The impact of rising house prices on the WA economy", *Western Australian Statistical Indicators*, 4. Quartal.
- Ayuso, J., J. Martinez, L. Maza und F. Restoy (2003), "House prices in Spain", *Economic Bulletin*, Banco de Espana, Oktober.
- Banco de Espana (2004), "Annual Report".
- Barker, K. (2004), *Review of Housing Supply*, Final Report, HM Treasury.
- Barham, G. (2004), "The effects of taxation policy on the cost of capital in housing – a historical perspective (1976 to 2003)", Financial Stability Report of Ireland.
- Bernanke, B. (2002), "Asset-price bubbles and monetary policy", Stellungnahme vor dem New York Chapter of the National Association for Business Economics, 15. Oktober, New York.
- Bessone, A.-J., B. Heitz und J. Boissinot (2005), "Marché immobilier: voit-on une bulle?", *Note de Conjoncture*, INSEE, März.
- Borio, C. and P. McGuire (2004), "Twin peaks in equity and housing prices?", *BIS Quarterly Review*, März.
- Bry, G. und C. Boschan (1971), *Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs*, NBER, New York.
- Canada Mortgage and Housing Corporation (2004), "House prices, borrowing against home equity, and consumer expenditure", *Research Highlights, Socio-economic Series 04-006*, Januar.
- Canadian Imperial Bank of Commerce (CIBC) (2005), "Household credit analysis", *World Markets, Economics and Strategy*, 13. Juni, Toronto.
- Capozza, D., P. Hendershott, C. Mack und C. Mayer (2002), "Determinants of real house prices dynamics", *NBER Working Paper Series*, No. 9262.
- Catte, P., N. Girouard, R. Price und C. André (2004), "Housing markets, wealth and the business cycle", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 394.
- Cerny, A., D. Miles und L. Schmidt (2005), "The impact of changing demographics and pensions on the demand for housing and financial assets", *CEPR Discussion paper series*, No. 5143.
- Clayton Research/Ipsos-Reid (2005), *The FIRM Residential Mortgage Survey*, Kanada.
- Cournède, B. (2005), "Housing prices and inflation in the euro area", *OECD Economics Department Working Papers*, No. 450.
- Danmarks Nationalbank (2005), *Financial Stability Report*.
- Debelle, G. (2004), "Household debt and the macroeconomy", *BIS Quarterly Review*, März.
- Dobson, W. und G. Hufbauer (2001), *World Capital Markets – Challenges for the G10*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Eschenbach, F. und L. Schuknecht (2002), "The fiscal costs of financial instability revisited", *ECB Working Papers*, No. 191.

- Europäische Zentralbank (2003), *Monatsbericht*, Oktober.
- Europäische Zentralbank (2005), “Vermögensblasen und Geldpolitik”, *Monatsbericht*, April.
- Europäischer Hypothekenverband (2004), *Hypostat 2003 European Housing Finance Review*, Brüssel.
- Evans, A. und O. Hartwich (2005), “Bigger, better, faster, more: Why some countries plan better than others”, Policy Exchange, Localis, London.
- Finnische Zentralbank (2004), “Financial Stability, Special issue”, *Bank of Finland Bulletin*.
- FitzGerald, J. (2005), “The Irish housing stock: growth in number of vacant dwellings”, Sonderbeitrag in ESRI, *Quarterly Economic Commentary*, Dublin, Frühjahr.
- Gallent, N. und K. Kim (2001), “Land zoning and local discretion in the Korean planning system”, *Land Use Policy*, Vol. 18, Issue 3.
- Gallin, J. (2003), “The long-run relationship between house prices and incomes: evidence from local housing markets”, *Finance and Economics Discussion Series*, No. 2003-17, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Gallin, J. (2004), “The long-run relationship between house prices and rents”, *Finance and Economics Discussion Series*, No. 2004-50, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Girouard, N. und S. Blöndal (2001), “House prices and economic activity”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 279.
- Girouard, N. und R. Price (2004), “Asset price cycles, “one-off” factors and structural budget balances”, *OECD Economics Department Working Papers*, No. 391.
- Glaeser, E. und J. Gyourko (2003), “The impact of building restrictions on housing affordability”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Juni.
- Glaeser, E., J. Gyourko und R. Saks (2005), “Why have housing prices gone up?”, *Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper*, No. 2061.
- Gurkaynak, R. (2005), “Econometric tests of asset price bubbles: taking stock”, *Finance and Economics Discussion Series*, No. 2005-04, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Gyourko, J., C. Mayer und T. Sinai (2004), “Superstar cities”, *Wharton Working Paper*, Juli.
- Hannah, L., K.-H. Kim und E. Mills (1993), “Land use controls and housing prices in Korea”, *Urban Studies*, Vol. 30, No. 1.
- Harding, D. (2003), “Towards an econometric foundation for turning point based analysis of dynamic processes”, Arbeitsdokument für das 2003 Australian Meeting of the Econometric Society.
- Helbling, T. (2005), *Housing Price Bubbles – A Tale based on Housing Price Booms and Busts*, BIS Papers, No. 21, Real Estate indicators and Financial Stability.
- Himmelberg, C., C. Meyer und T. Sinai (2005), “Assessing high house prices: Bubbles, fundamentals, and misperceptions”, *Staff Report* No. 218, Federal Reserve Bank of New York, September.
- Hofman, D. (2005), “Kingdom of the Netherlands – Netherlands: Selected issues”, *IMF Country Report*, No. 05/225.
- Hunt, B. und M. Badia (2005), “United Kingdom: Selected issues”, *IMF Country Report*, No. 05/81.
- International Bureau of Fiscal Documentation (1999), *European Tax Handbook 1999*, Amsterdam.
- Issing, O. (2003), “Monetary and financial stability: Is there a trade-off?”, Rede auf der Konferenz zum Thema “Monetary stability, Financial Stability and the Business Cycle”, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.

- Jacobsen, D. und B. Naug (2005), "What drives house prices?", *Norges Bank Economic Bulletin*, No. 05, 1.Vj.
- Koeva, P. und M. Moreno (2004), "Ireland: selected issues", *IMF Country Report*, No. 04/349.
- Kohler, M. und A. Rossiter (2005), "Property owners in Australia: a snapshot", *Research Discussion Paper*, No. 2005-03, Economic Research Department, Reserve Bank of Australia.
- Krainer, J. (2005), "Housing markets and demographics", *FRBSF Economic Letter*, No. 2005-21, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Krainer, J. und C. Wei (2004), "House prices and fundamental values", *FRBSF Economic Letter*, No. 2004-27, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Macfarlane, I. (2003), "Do Australian households borrow too much?", *Reserve Bank of Australia Bulletin*, April.
- MacKinnon, J.G. (1996), "Numerical distribution functions for the unit root and cointegration tests", *Journal of Applied Econometrics*, No. 11.
- Mayer, C. und C. Somerville (2000), "Land use regulation and new construction", *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 30, Issue 6.
- McCarthy, J. und R. Peach (2004), "Are home prices the next bubble?", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, Dezember.
- McQuinn, K. (2005), "A model of Irish housing sector", *Central Bank of Ireland Technical Paper*, 1/Rt/04.
- Meen, G. (2002), "The time-series behaviour of house prices: A transatlantic divide", *Journal of Housing Economics*, No. 11.
- Morgan Stanley (2005), "Housing bubble metrics", *US Economics*, 27. Mai.
- Nagahata, T., Y. Saita, T. Sekine und T. Tachibana (2004), "Equilibrium land prices of Japanese prefectures: A panel cointegration analysis", *Bank of Japan Working Paper Series*, No. 04-E-9.
- Norges Bank (2005), *Financial Stability*, 1/2005.
- OECD (2004), *Economic Survey of the Netherlands*, Paris.
- OECD (2004a), *Economic Survey of the United Kingdom*, Paris.
- OECD (2004b), *Economic Survey of Spain*, Paris.
- OECD (2005), *Economic Survey of Korea*, Paris.
- OECD (2005a), *Economic Survey of the United Kingdom*, Paris.
- OECD (2006), *Economic Survey of Ireland*, Paris, erscheint demnächst.
- Oikarinen, E. (2005), "Is housing overvalued in the Helsinki Metropolitan Area", *Keskusteluaiheita Discussion papers*, No. 992, The Research Institute of the Finnish Economy.
- Ortalo-Magné, F. und S. Rady (1999), "Boom in, bust out: Young households and the housing price cycle", *European Economic Review*, No. 43.
- Ortalo-Magné, F. und S. Rady (1999), "Housing market dynamics: On the contribution of income shocks and credit constraints", *University of Munich, Department of Economics Discussion paper*, No. 2005-01.
- Otrock, C. und M. Terrones (2005), *House Prices, Interest Rates and Macroeconomic Fluctuations*, IWF und University of Virginia, Mimeo.
- Poterba, J. (1992), "Taxation and housing: Old questions, new answers", *American Economic Review*, Vol. 82, No. 2.
- Quigley, J. und S. Raphael (2004), "Is housing unaffordable? Why isn't it more affordable?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, No. 1.

- Rele H. ter und G. van Steen (2001), "Housing subsidisation in the Netherlands: measuring its distortionary and distributional effects", *CPB Discussion Paper*, No. 2.
- Reserve Bank of Australia (2004), *Statement on monetary policy*, Februar.
- Riksbank (2004), "Household indebtedness in an international perspective", *Financial Stability Report*, No. 1.
- Scanlon, K. und C. Whitehead (2004), "International trends in housing tenure and mortgage finance", Council of Mortgage Lenders Research, November.
- Scanlon, K. und C. Whitehead (2005), "The profile and intentions of buy-to-let investors", Council of Mortgage Lenders Research, März.
- Schnure, C. (2005), "United States: Selected issues", *IMF Country Report*, No. 05/258.
- Sutton, G. (2002), "Explaining changes in house prices", *BIS Quarterly Review*, September.
- Terrones, M. und C. Otrok (2004), "The global house price boom", *IMF World Economic Outlook*, September.
- Tsatsaronis, K. und H. Zhu (2004), "What drives housing price dynamics: Cross country evidence", *BIS Quarterly Review*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, März.
- Van den Noord, P. (2005), "Tax incentives and house prices in the euro area: Theory and evidence", *Economie Internationale*, No. 101.
- Verbruggen, J., H. Kranendonk, M. van Leuvensteijn und M. Toet (2005), "Welke factoren bepalen de ontwikkeling van de huizenprijs in Nederland?", *CPB Document*, No. 81, April.
- Wagner, R. (2005), "En model for de danske ejerboligpriser", *Økonomi – og Erhvervsministeriets arbejdsrapport*, No. 1.
- Weeken, O. (2004), "Asset pricing and the housing market", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Frühjahr.
- Wilhelm, F. (2005), "L'évolution actuelle du crédit à l'habitat en France est-elle soutenable?", *Bulletin de la Banque de France*, No. 140.
- Yellen, J. (2005), *Housing bubbles and monetary policy*, Vorlage bei der Fourth Annual Haas Gala, Federal Reserve Bank of San Francisco, 21. Oktober.

INHALTSVERZEICHNIS

Einführung: Weniger robust als es den Anschein hat?	vii
I. Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage	1
Überblick	1
Der Aufschwung gewinnt nach und nach an Breite	3
Wichtigste Merkmale und Risiken der derzeitigen Situation	6
Kurzfristig bestehen Aussichten auf eine dynamische Konjunkturentwicklung	17
Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik	24
Anhang I.1: Inwieweit sind die Sparquoten der privaten Haushalte international vergleichbar?	33
Anhang I.2: Revidierte fiskalische Elastizitäten für die OECD-Länder	35
II. Entwicklung in den einzelnen OECD-Ländern und ausgewählten Nicht-OECD-Volkswirtschaften	41
Vereinigte Staaten	41
Japan	46
Euroraum	51
Deutschland	56
Frankreich	61
Italien	66
Vereinigtes Königreich	71
Kanada	76
Australien	81
Belgien	84
Dänemark	87
Finnland	90
Griechenland	93
Irland	96
Island	99
Korea	102
Luxemburg	105
Mexiko	108
Neuseeland	111
Niederlande	114
Norwegen	117
Österreich	120
Polen	123
Portugal	126
Schweden	129
Schweiz	132
Slowakische Republik	135
Spanien	138
Tschechische Republik	141
Türkei	144
Ungarn	147
Brasilien	150
China	153
Russische Föderation	156
III. Jüngste Entwicklungen bei den Wohnimmobilienpreisen: Die Rolle der wirtschaftlichen Fundamentaldaten	159
Einleitung und Zusammenfassung	159
Dieser Preisboom am Wohnimmobilienmarkt ist anders	161
Wohnimmobilienpreise und ihre grundlegenden Bestimmungsfaktoren	163
Wohnimmobilienzyklen und Wirtschaftstätigkeit	177
Anhang	181
Verzeichnis der Sonderkapitel in den letzten Ausgaben des <i>OECD-Wirtschaftsausblick</i>	193
Statistischer Anhang	195
Ländereinstufung	196
Gewichtungsschema für aggregierte Messgrößen	196
Unwiderruflich festgelegte Euro-Umrechnungskurse	196
National accounts reporting systems and latest data updates	197
Anhangstabellen (englische Fassung)	199

Kästen

I.1	Wie groß ist China?	4
I.2	Die Ölpreise dürften auf mittlere Sicht hoch bleiben	11
I.3	Wirtschaftspolitische und sonstige Annahmen für die zentralen Projektionen	21
I.4	Erklärungen zur Kerninflation	26
I.5	Der Haushaltskonsolidierung gebührt nach wie vor Priorität	30
III.1	Die Nutzungskosten von Wohneigentum	169
III.2	Regionale Wohnimmobilienmärkte in den Vereinigten Staaten	174

Tabellen (englische Fassung)

I.1	The expansion should continue	2
I.2	Growth remains buoyant	19
I.3	The upswing is broadening	22
I.4	Sustained world trade growth and widening external imbalances	23
I.5	Fiscal deficits remain too high	28
III.1	Households mortgage debt and interest burden	168
III.2	Sensitivity of fundamental price-to-rent ratios to a change in the housing user cost	173
III.3	Neue Produktinnovationen auf den Hypothekemärkten ausgewählter Länder	177
III.4	Definition and source for house prices	181
III.5	Summary statistics on real house price cycles	182
III.6	Major real house price cycles by country	183
III.7	Überblick über jüngste empirische Studien zur Bestimmung von Wohnimmobilienpreisen	184
III.8	Stationarity test for price-to-income and price-to-rent ratios	188

Abbildungen (englische Fassung)

I.1	Energy prices have risen on a broad front	7
I.2	Oil demand has risen strongly since 2003	8
I.3	Supply constraints have become increasingly tight	9
I.4	The inflation response has been weaker than in the past	10
I.5	The US external deficit is widening	14
I.6	Long-term interest rate are starting to rise in nominal and real terms	16
I.7	Business confidence is improving	18
I.8	Headline and core inflation are diverging	25
I.9	Policy rates are moving in different directions	25
I.10	Progress in fiscal consolidation in the euro area is disappointing	31
I.11	Household saving rates	34
I.12	Cyclical sensitivity of fiscal balances	36
I.13	Actual and cyclically-adjusted fiscal balances	37
III.1	Real house prices have generally been rising	160
III.2	OECD real house prices and the business cycle	162
III.3	Cross-country coincidence of real house price increases	162
III.4	Price-to-income and price-to-rent ratios	164
III.5	Price-to-rent ratios: actual and fundamental	170
III.6	Population and house prices	175
III.7	Inflation and real house price adjustment	178
III.8	Housing investment and the Q ratio	179

Verwendete Zeichen

\$	US-Dollar	.	Dezimalstelle
¥	Japanischer Yen	I, II	Kalenderhalbjahre
£	Pfund Sterling	Q1, Q4	Quartale
€	Euro	Billion	Milliarden
mb/d	Millionen Barrel/Tag	Trillion	Billionen
..	Keine Angaben verfügbar	s.a.a.r.	Saisonbereinigte Jahresraten
0	Null oder nahe null	n.s.a.	Nicht saisonbereinigt
–	Nicht zutreffend		

Summary of projections

	2005	2006	2007	Per cent									Fourth quarter			
				2005 Q4	2005 Q1	2006 Q2	2006 Q3	2006 Q4	2007 Q1	2007 Q2	2005	2006	2007			
Real GDP growth																
United States	3.6	3.5	3.3	3.7	3.3	3.5	3.5	3.3	3.2	3.2	3.7	3.4	3.1			
Japan	2.4	2.0	2.0	1.7	1.9	2.1	1.9	2.0	2.0	2.1	3.2	2.0	2.1			
Euro area	1.4	2.1	2.2	2.2	1.9	2.0	2.2	2.1	2.2	2.2	1.8	2.1	2.2			
Total OECD	2.7	2.9	2.9	3.1	3.0	2.8	2.6	2.9	3.2	2.9	3.0	2.8	2.9			
Inflation																
United States	2.7	2.5	2.3	2.9	2.2	2.3	2.3	2.3	2.6	2.2	2.9	2.3	2.2			
Japan	-1.1	-0.1	0.6	-0.2	0.0	0.1	0.3	0.5	0.6	0.7	-1.3	0.2	0.8			
Euro area	1.8	1.7	1.9	1.9	1.5	1.5	1.5	1.8	2.0	2.1	1.9	1.6	2.0			
Total OECD	2.1	1.9	1.9	1.5	1.4	2.1	2.4	2.0	1.7	1.8	1.9	2.0	1.9			
Unemployment rate																
United States	5.1	4.8	4.7	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7	5.0	4.8	4.7			
Japan	4.4	3.9	3.5	4.3	4.1	4.0	3.9	3.8	3.7	3.5	4.3	3.8	3.3			
Euro area	8.7	8.4	8.1	8.6	8.5	8.5	8.4	8.4	8.3	8.2	8.6	8.4	8.0			
Total OECD	6.5	6.3	6.0	6.4	6.3	6.3	6.2	6.2	6.1	6.1	6.4	6.2	5.9			
World trade growth	7.3	9.1	9.2	9.3	8.8	8.8	8.9	9.1	9.3	9.4	8.1	8.9	9.3			
Current account balance																
United States	-6.5	-6.7	-7.0													
Japan	3.4	3.9	4.7													
Euro area	-0.2	-0.2	-0.1													
Total OECD	-1.8	-2.0	-2.0													
Cyclically-adjusted fiscal balance																
United States	-3.6	-4.2	-3.9													
Japan	-6.3	-6.1	-6.4													
Euro area	-2.2	-2.1	-2.0													
Total OECD	-3.1	-3.3	-3.2													
Short-term interest rate																
United States	3.5	4.8	4.9	4.2	4.6	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.2	4.9	4.9			
Japan	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.6	0.0	0.0	1.0			
Euro area	2.2	2.2	2.9	2.2	2.2	2.2	2.2	2.3	2.6	2.8	2.2	2.3	3.3			

Note: Real GDP growth, inflation (measured by the increase in the GDP deflator) and world trade growth (the arithmetic average of world merchandise import and export volumes) are seasonally and working-day-adjusted annual rates. The "fourth quarter" columns are expressed in year-on-year growth rates where appropriate and in levels otherwise. The unemployment rate is in per cent of the labour force while the current account balance is in per cent of GDP. The cyclically-adjusted fiscal balance is in per cent of potential GDP. Interest rates are for the United States: 3-month eurodollar deposit; Japan: 3-month certificate of deposits; euro area: 3-month interbank rate.

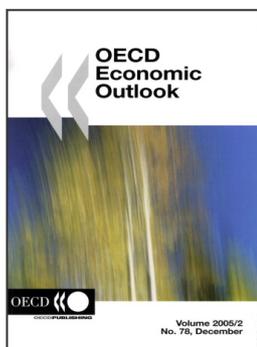
Assumptions underlying the projections include:

- no change in actual and announced fiscal policies;

- unchanged exchange rates as from 11 November 2005; in particular 1\$ = 118.00 yen and 0.85 euros;

The cut-off date for other information used in the compilation of the projections is 22 November 2005.

Source: OECD Economic Outlook 78 database.



From:
OECD Economic Outlook, Volume 2005 Issue 2

Access the complete publication at:
https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2005-2-en

Please cite this chapter as:

OECD (2006), "Jüngste Entwicklungen bei den Wohnimmobilienpreisen: Die Rolle der Wirtschaftlichen Fundamentaldaten", in *OECD Economic Outlook, Volume 2005 Issue 2*, OECD Publishing, Paris.

DOI: https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2005-2-38-de

Das vorliegende Dokument wird unter der Verantwortung des Generalsekretärs der OECD veröffentlicht. Die darin zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Argumente spiegeln nicht zwangsläufig die offizielle Einstellung der OECD-Mitgliedstaaten wider.

This document and any map included herein are without prejudice to the status of or sovereignty over any territory, to the delimitation of international frontiers and boundaries and to the name of any territory, city or area.

You can copy, download or print OECD content for your own use, and you can include excerpts from OECD publications, databases and multimedia products in your own documents, presentations, blogs, websites and teaching materials, provided that suitable acknowledgment of OECD as source and copyright owner is given. All requests for public or commercial use and translation rights should be submitted to rights@oecd.org. Requests for permission to photocopy portions of this material for public or commercial use shall be addressed directly to the Copyright Clearance Center (CCC) at info@copyright.com or the Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC) at contact@cfcopies.com.