

Dreger, Christian; Kholodilin, Konstantin A.

Article

Spekulative Preisentwicklung an den Immobilienmärkten: Elemente eines Frühwarnsystems

DIW Wochenbericht

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Dreger, Christian; Kholodilin, Konstantin A. (2011) : Spekulative Preisentwicklung an den Immobilienmärkten: Elemente eines Frühwarnsystems, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 78, Iss. 37/38, pp. 2-9

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/152193>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Spekulative Preisentwicklung an den Immobilienmärkten: Elemente eines Frühwarnsystems

Von Christian Dreger und Konstantin Kholodilin

Von spekulativen Übertreibungen an den Vermögensmärkten können erhebliche makroökonomische Verluste für Produktion und Beschäftigung ausgehen. Solche Entwicklungen sollten möglichst frühzeitig und verlässlich erkannt werden, um eine Gegensteuerung durch entsprechende wirtschaftspolitische Maßnahmen zu ermöglichen.

Diesem Ziel dient das Frühwarnsystem, welches das DIW Berlin im Auftrag des Bundesfinanzministeriums für den Immobilienmarkt entwickelt hat. Dieses Frühwarnsystem diagnostiziert spekulativ bedingte Preissprünge auf den Immobilienmärkten. Werden spekulative Preisbewegungen frühzeitig erkannt, bleiben der Wirtschaftspolitik Spielräume, um angemessen auf die Entwicklung zu reagieren und unter Umständen eine weitere Aufblähung der Blasen zu verhindern.

Von spekulativen Preisbewegungen an den Vermögensmärkten können erhebliche makroökonomische Verluste für Produktion und Beschäftigung ausgehen. So trug um die Jahrtausendwende das abrupte Ende des New-Economy-Booms zu einer Rezession in vielen Industriestaaten bei. Das Platzen der US-Immobilienpreisblase 2007/2008 gilt als einer der Auslöser der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise. Durch das Platzen einer Vermögenspreisblase können beachtliche Kosten für die Volkswirtschaft auftreten, die aus der Rekapitalisierung der Finanzsysteme resultieren. Die Staatsverschuldung steigt rapide an, teils weil Steuereinnahmen wegbrechen, teils weil umfangreiche Konjunkturprogramme und Hilfsmaßnahmen durchgeführt werden, auch um die drohenden Wachstumseinbußen zu begrenzen.

Oft liegen die Anfänge einer Vermögenspreisblase in Zeiten einer wirtschaftlichen Expansion. Das Risikobewusstsein der Akteure nimmt ab, Liquiditätsrestriktionen werden weniger bindend und Kredite leichter verfügbar. Dies heizt die Entwicklung weiter an. Die Vermögenspreise werden in immer stärkerem Ausmaß von den Preiserwartungen getrieben. Die Einschätzungen stehen zunehmend nicht mehr im Einklang mit den Werten, die aufgrund der ökonomischen Fundamentalvariablen wie etwa dem Einkommen gerechtfertigt wären. Die Akteure verhalten sich nicht länger rational, sondern orientieren sich in ihrem Verhalten an Marktführern. Die Entwicklung gleicht einem Herdenverhalten. Der geeignete Zeitpunkt des Ausstiegs ist für den Einzelnen kaum vorhersehbar.¹ Aus unterschiedlichen Gründen kann die Entwicklung schließlich zum Stillstand kommen; die Ungleichgewichte werden schlagartig offenbar.

¹ Vgl. auch Shiller, R. (2005): *Irrational exuberance*. Princeton University Press, Princeton, NJ, und De Grauwe, P. (2008): *Animal spirits and monetary policy*. CESifo Working Paper 2418.

Spekulativ überzeichnete Vermögenspreise können die gesamtwirtschaftliche Nachfrage über einen bestimmten Zeitraum hinweg stimulieren. Dadurch entsteht ein zusätzlicher Inflationsdruck, der die Aufgabe der Geldpolitik, die Stabilität des Preisniveaus zu sichern, erschwert. Darüber hinaus kommt es zu einer ineffizienten Allokation der Ressourcen, beispielsweise Investitionen in den Bau von Immobilien, die wegen mangelnder Nachfrage dann leer stehen werden. Des Weiteren können private Haushalte zeitweise über ihre Verhältnisse konsumieren und beim Platzen einer Vermögensillusion ihre Ausgaben zurückfahren. Ein typisches Beispiel für Vermögensblasen sind übermäßig steigende Aktienkurse, die mitunter auch mit überzogenen Investitionsaktivitäten der Unternehmen einhergehen und zum Entstehen von Überkapazitäten beitragen können.

Verhinderung von Preisblasen durch präventive Wirtschaftspolitik

Im Grundsatz kann die Politik durch geeignete Maßnahmen dem Entstehen und dem Aufblähen von Preisblasen auf den Vermögensmärkten entgegenwirken.² Dafür müssen ihr verlässliche Entscheidungsgrundlagen zur Verfügung stehen. Vor allem gilt es, Preisblasen als solche zu erkennen, was gerade in ihrer Entstehungsphase nicht leicht ist. Dies wird dadurch erschwert, dass sich Vermögenspreise auch im Rahmen üblicher konjunktureller Entwicklungen bewegen oder durch längerfristig wirkende Trends beeinflusst werden. So sind anziehende Immobilienpreise zu erwarten, wenn sich konjunkturbedingt die Einkommen in einer Volkswirtschaft erhöhen. Höhere Aktienkurse sind oft ein Indiz für bessere Gewinnaussichten von börsennotierten Unternehmen. Steigende Rohstoffpreise können unter Umständen auf das weltwirtschaftliche Wachstum zurückgeführt werden. In all diesen Fällen sind fundamentale Bestimmungsgründe für die Preisentwicklung ausschlaggebend.

Ohne ein geeignetes Diagnoseinstrumentarium ist das Risiko hoch, dass Preissteigerungen im Zusammenhang mit solchen Entwicklungen fälschlicherweise als Blase interpretiert und Maßnahmen wie etwa zur Dämpfung der Konjunktur ergriffen werden. Es drohen dann gravierende Wohlfahrtseinbußen. Die Herausfor-

² Um künftig krisenhafte Zuspitzungen zu verhindern, wird von einigen Forschern eine Erweiterung des makropolitischen Instrumentariums gefordert; vgl. Blanchard, O., Dell'Ariccia, G., Mauro, P. (2010): Rethinking macroeconomic policy. IMF Staff Position Note SPN/10/03. Des Weiteren wird vorgeschlagen, dass sich Zentralbanken gegen den Markttrend verhalten sollten; vgl. u. a. Bordo, M. D., Jeanne, O. (2002): Boom-busts in asset prices, economic instability and monetary policy. NBER Working Paper 8966 und Borio, C. (2006): Monetary and financial stability: Here to stay? Journal of Banking and Finance, 30, 3407-3414.

derung besteht somit darin, spekulative Übertreibungen von der fundamental determinierten Preisentwicklung zu trennen und Indikatoren zu konstruieren, die ein möglichst frühzeitiges und verlässliches Erkennen einer Blase erlauben.

Das DIW Berlin hat für das Bundesministerium der Finanzen ein Frühwarnsystem entwickelt.³ Dieses System ist wegen der recht einfachen Verfügbarkeit der benötigten Daten leicht aktualisierbar. Im Folgenden wird dieses Instrument für den Immobilienmarkt vorgestellt. Immobilienbesitz nimmt für viele private Haushalte einen hohen Anteil an den Vermögensanlagen ein. Anders als beispielsweise bei Aktienkursen bauen sich spekulative Entwicklungen auf den Immobilienmärkten in der Regel langsamer auf, so dass ihre Früherkennung einfacher ist.⁴ Preisblasen sind des Weiteren eher seltene Ereignisse. Jede Preisblase hat zwar ihre Besonderheiten, dennoch können Regelmäßigkeiten abgeleitet werden, um künftig besser gewappnet zu sein. Zur Bestimmung der Ursachen von spekulativen Preisentwicklungen auf dem Immobilienmarkt werden die Entwicklungen in zwölf Industrieländern betrachtet.⁵

Wann stellen Preissteigerungen eine Blasenbildung dar?

Für die Konstruktion eines Frühwarnsystems ist die Bestimmung und zeitliche Abgrenzung früherer Preisblasen unabdingbar. Sind die Blasen definiert und erkannt, lassen sich die kritischen Faktoren ermitteln, die für ihre Entwicklung ausschlaggebend sind. Die Abgrenzung der Blasen erfolgt länderspezifisch. Dies ist insbesondere für Immobilienmärkte anzuraten, da diese stark von lokalen Bedingungen geprägt sind. Für eine möglichst robuste Bestimmung werden sowohl Filter als auch sogenannte Strukturmodelle eingesetzt.

³ Dieser Wochenbericht ist eine politikorientierte Zusammenfassung des Forschungsprojektes „Methoden zur Analyse der Entwicklung von Vermögenspreisen mit Blick auf Erkennung von Anzeichen für Blasenbildung“, das die Autoren im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen durchgeführt haben. Vgl. Dreger, C., Kholodilin, K. (2011): An early warning system to predict the house price bubbles. DIW Discussion Papers 1142.

⁴ Zu stilisierten Fakten für Immobilienpreisblasen vgl. Helbling, T., Terrones, M. (2003): Real and financial effects of bursting asset price bubbles. IMF World Economic Outlook, April, 61-76.

⁵ Den Berechnungen liegen unterschiedliche Datenquellen zugrunde. Die Immobilienpreisindizes wurden der NiGEM-Datenbasis entnommen, die Verhältnisse zwischen Immobilienpreisen und Bruttoinlandsprodukt (BIP) beziehungsweise zu Mieten wurden uns freundlicherweise von Herrn A. Christophe von der OECD zur Verfügung gestellt. Die Regulierungsvariable, die den Zeitpunkt der Deregulierung des Hypothekenmarktes darstellt, ist aus dem Papier von Agnello, L. und Schuknecht, L. (2011): Booms and busts in housing markets: Determinants and implications. Journal of Housing Economics, 20 (3), 171-190 entnommen. Weitere Variablen stammen aus Datastream und Global Insight oder wurden von den Autoren selbst berechnet.

Bei den Filterverfahren werden Phasen einer ungewöhnlichen Preisentwicklung durch Abweichungen von geglätteten Zeitreihen identifiziert.⁶ Ein erhebliches Abweichen der realen Vermögenspreise von ihrem längerfristigen Trend kann jedoch nicht nur auf Spekulation zurückgeführt werden, sondern auch durch fundamentale Faktoren wie reales Einkommen, Zinsen und Bevölkerungswachstum bedingt sein.⁷ Zur Ermittlung eines übermäßigen Preisanstiegs sind daher Schwellenwerte einzuführen. Diese sollen verhindern, dass Preisentwicklungen, die durch den Konjunkturverlauf sozusagen „ökonomisch fundamental“ hervorgerufen sind, fälschlicherweise als Blasen identifiziert werden.

Daneben werden strukturelle Modelle eingesetzt, die eine inhaltliche Interpretation der Preisentwicklung ermöglichen. Fundamental bestimmte Preise lassen sich als Schätzwerte einer Regression auffassen, in der Vermögenspreise auf verschiedene Einflussgrößen zurückgeführt werden. In der Literatur werden die Immobilienpreise durch Einkommen, Realzinssätze, Bevölkerung und Urbanisierung erklärt.⁸ So sind bei steigenden Einkommen und wachsender Bevölkerung höhere Immobilienpreise zu erwarten, weil die Nachfrage nach Wohnraum anzieht. Der Realzinssatz wirkt hingegen negativ, weil bei steigenden Zinssätzen andere Vermögensanlagen attraktiver werden und sich die Finanzierungskosten für Immobilien erhöhen. Ein hoher Urbanisierungsgrad zeigt an, dass eine Landflucht bereits weit vorangeschritten ist, wodurch der größte Preisanstieg für Immobilien in den Ballungszentren bereits vorüber ist.

Ein deutliches Zeichen für eine Blase ist es, wenn die Preise über einen längeren Zeitraum von der modellbasierten Entwicklung nach oben hin abweichen. Um möglichst belastbare Ergebnisse hinsichtlich früherer Blasen zu erhalten, werden zwei Verfahren angewendet und miteinander kombiniert. Dabei müssen sich die mit beiden Techniken ermittelten Zeiträume, in denen möglicherweise Immobilienpreisblasen aufgetreten sind, wenigstens zum Teil überlappen. Für die zeitliche Bestimmung der Blasen wird jeweils mit verschiedenen Schwellenwerten experimentiert. Letztlich wird die Konstellation gewählt, bei der die Übereinstimmung zwischen den Verfahren möglichst hoch ist.

⁶ Die Beurteilung erfolgt relativ zu einem Trend, der mit üblichen Verfahren, beispielsweise mit dem Hodrick-Prescott-Filter, extrahiert wird.

⁷ Um die Vermögenspreisdynamik relativ zur allgemeinen Preisentwicklung zu beurteilen, werden reale Vermögenspreise verwendet. Je nach Datenverfügbarkeit werden der Preisindex des privaten Verbrauchs oder der Deflator des Bruttoinlandsprodukts herangezogen.

⁸ Für eine Zusammenfassung der potenziellen Determinanten der realen Immobilienpreise vgl. Girouard, N., Kennedy, M., Van Den Noord, P., André, C. (2006): Recent house price developments: The role of fundamentals. OECD Economics Department Working Papers 47.

Immobilienpreisblasen treten relativ selten auf

Immobilienpreisblasen sind in den betrachteten Ländern in unterschiedlichen Perioden aufgetreten, bleiben aber insgesamt recht selten (Abbildung 1).⁹ Die häufigsten Blasenbildungen sind für Spanien und das Vereinigte Königreich zu verzeichnen. Die Immobilienpreise in diesen Ländern waren in der Vergangenheit noch stärker von spekulativen Schüben geprägt als in den USA. In Frankreich und Deutschland haben sich dagegen weniger Preisblasen ereignet. Die einzige Blase in Deutschland hat sich über den Zeitraum vom letzten Quartal 1992 bis zum dritten Quartal 1994 erstreckt. Zu einem Immobilienboom ist es im Zuge der deutschen Wiedervereinigung gekommen, der zu Überinvestitionen im Wohnungsbau und gewerblichen Bau geführt hat. Nach dem Platzen der Blase sind die Bauinvestitionen über ein Jahrzehnt lang gesunken. In den Niederlanden war hingegen in den letzten beiden Jahrzehnten keine Blase erkennbar, obwohl die Immobilienpreise meist angezogen haben. Der Anstieg ist in diesem Fall aber durch die Fundamentalvariablen begründet. Überhitzungen konnten nicht diagnostiziert werden.

Was sind die Ursachen für Immobilienpreisblasen?

Grundlegend für ein wirtschaftspolitisch relevantes Frühwarnsystem ist die Bestimmung der Triebfedern von Preisblasen. Hierzu werden zwei Methoden betrachtet: ein Signalansatz und Logitmodelle. Beide Verfahren basieren auf einer Panelanalyse, in die die Daten aller zwölf hier betrachteten Industrieländer eingehen. Eine länderspezifische Untersuchung ist indes nicht angeraten, weil die Anzahl der Blasen pro Land zu gering ist.

Überschreitung von Schwellenwerten löst Krisensignal aus

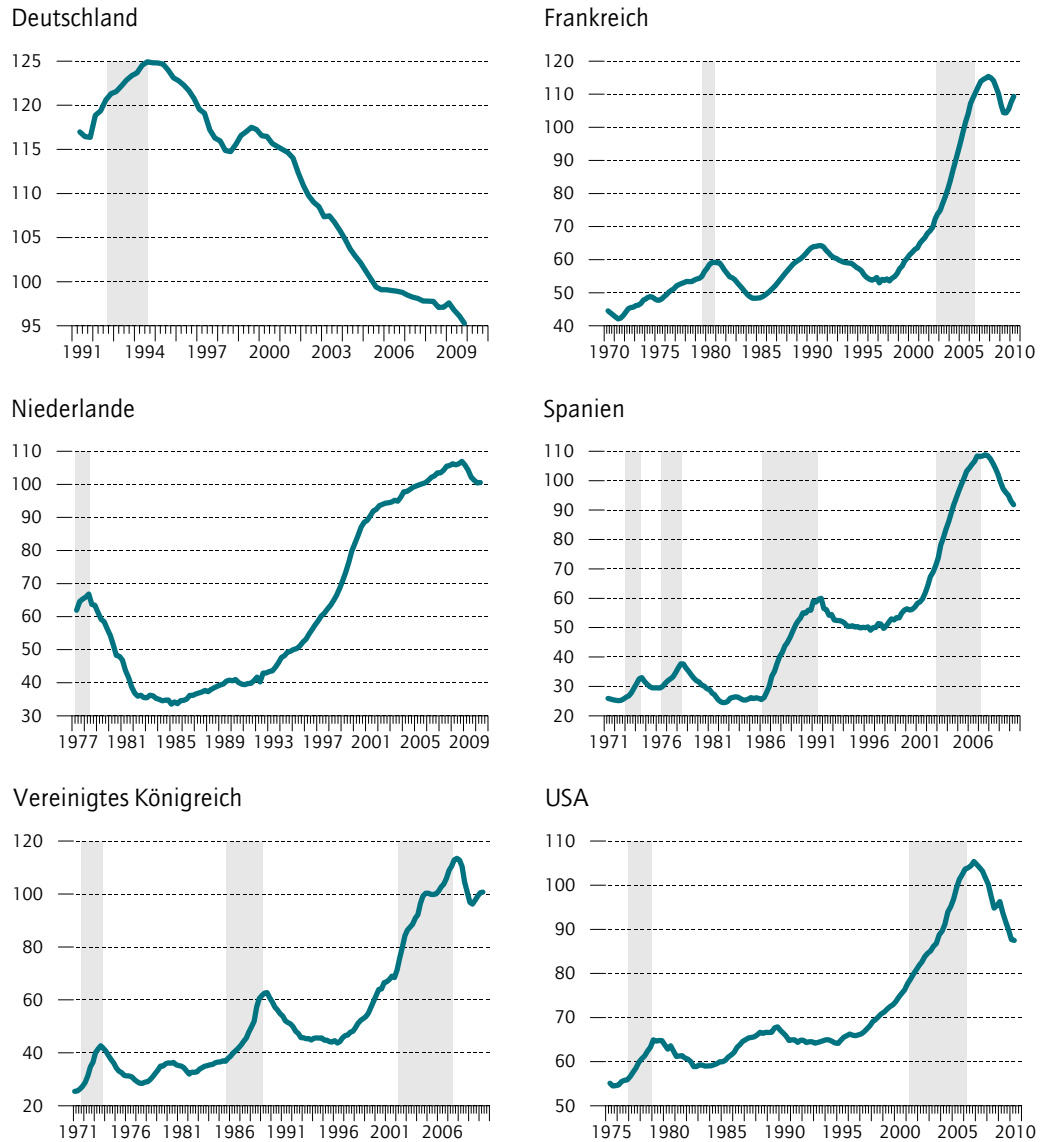
Beim Signalansatz werden frühere blasenhafte Entwicklungen untersucht und diejenigen Variablen identifiziert, die für die Prognose des Eintretens der Blase relevant sein könnten. Dazu werden kritische Obergrenzen für die potenziellen Erklärungsgrößen ermittelt. Die Schwellenwerte werden so festgelegt, dass Blasen einerseits erkannt, andererseits aber möglichst wenige Fehlalarme produziert werden. Als Gütekriterium wird ein Genauigkeitsmaß verwendet, das auf zwei Elementen

⁹ Im Großen und Ganzen schließt sich diese Chronologie den Resultaten anderer Autoren an, siehe beispielsweise Bordo, M.D., Jeanne, O. (2002): a.a.O., Helbling, T., Terrones, M. (2003): a.a.O., Adalid, R., Detken, C. (2007): Liquidity shocks and asset price boom/bust cycles. ECB Working Paper 732, Laeven, L., Valencia, F. (2008): Systemic banking crises: A new database. IMF Working Paper 08/224.

Abbildung 1

Entwicklung der realen Immobilienpreisindizes und Zeiträume mit Preisblasen

Immobilienpreisindex in Punkten



Anmerkung: Zeiträume mit Preisblasen sind grau hinterlegt.

Quelle: Vgl. Fußnote 5; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2011

Immobilienpreisblasen sind relativ selten und bauen sich langsam auf.

ten basiert: dem Anteil der korrekt identifizierten Blasen gemessen an der Anzahl der tatsächlichen Blasen und dem Anteil der korrekt vorhergesagten Nichtblasen an allen Nichtblasen. Letzteres sind Perioden, in denen keine Blasen auftraten. Die optimale Schwelle ist erreicht, wenn die Summe der beiden Elemente möglichst groß ist. Damit werden die beiden Eigenschaften

„verlässlich angezeigte Blasen“ und „möglichst wenige Fehlarmerne“ gleich gewichtet.

Die Überschreitung des Schwellenwertes einer Variablen wird als Signal einer aufziehenden oder bereits vorhandenen Blase interpretiert. Aus mehreren Signalen, die auf verschiedenen Variablen basieren, wird ein

kombinierter Indikator konstruiert. Je mehr Variablen auf eine entstehende Blase hindeuten, desto höher ist der Wert des Indikators. Es bietet sich an, die Variablen, mit denen eine relativ verlässliche Diagnose möglich ist, stärker zu gewichten.

Die Ergebnisse des Signalansatzes (Tabelle 1) zeigen beispielsweise, dass die Geldmenge ein Signal für eine Blase aussendet, wenn sie ihren Trendverlauf um 20 Prozent übersteigt. Weitere wichtige Einflussgrößen sind unter anderem das Verhältnis zwischen Hauspreisen und Mieten sowie das Verhältnis zwischen Hauspreisen und Einkommen. Je höher die Hauspreise relativ zu den Mieten beziehungsweise Einkommen sind, desto eher liegen spekulative Entwicklungen der Immobilienpreise vor. Das Kreditwachstum spielt für die Prognose spekulativer Entwicklungen ebenfalls eine Rolle. Der Erklärungsbeitrag dieser Variable ist mit einer Gewichtung von sieben Prozent weniger ausgeprägt als der der Liquiditätsindikatoren insgesamt. Jedoch ist das Kreditwachstum einflussreicher als das Verhältnis der Kredite zum BIP. Der öffentlichen Defizitquote kommt mit einem Gewicht

von knapp vier Prozent hingegen eine vergleichsweise geringe Bedeutung zu.¹⁰

Expansive Geldpolitik und laxe Kreditvergabe erhöhen Wahrscheinlichkeit für spekulative Entwicklungen

Die Alternative zum Signalansatz besteht in einer Logitregression. In diesem Modell wird die Wahrscheinlichkeit für eine gemäß Filter- und Strukturverfahren gemeinsam definierte Preisblase durch ökonomische Bestimmungsfaktoren erklärt. Gemäß dem Logitmodell wird die Wahrscheinlichkeit für eine Preisblase (definiert als 1 für die Perioden mit Blase und 0 für die Perioden ohne Blase) vor allem von Größen bestimmt, die die finanziellen Bedingungen in der Volkswirtschaft abbilden (Tabelle 2). So erhöht ein kräftiges nominales

10 Eine hohe Gewichtung von Liquiditäts- und/oder Kreditvariablen wird auch in den meisten Studien der Literatur gefunden, siehe auch Borio, C., Lowe, P. (2004): Securing sustainable price stability: Should credit come back from the wilderness? Bank for International Settlements Working Paper 157 und Agnello, L., Schuknecht, L., a. a. O.

Tabelle 1

Einflussfaktoren des Auftretens der Preisblasen am Immobilienmarkt: Schwellenwerte und Gewichte gemäß Signalansatz

Variable	Schwellenwert	Gewichtung
Kurzfristiger Zinssatz	0,4	5,7
Kurzfristiger Realzinssatz	0,4	5,6
Zinsstruktur	3	3,7
Realer effektiver Wechselkurs	1	6,9
Miete	0,4	5
Hauspreise-Einkommen-Verhältnis	1	7,6
Hauspreise-Mieten-Verhältnis	1	8
Investitionsquote	1	7,9
Kreditwachstum, nominal	0,6	7
Kreditwachstum, real	1	7
Verhältnis Kredite zu BIP	1	5,5
Wachstum BIP pro Kopf	0,2	6,5
Geldmenge	0,2	4,6
Wachstum der nominalen Liquidität	0,8	8
Wachstum der realen Liquidität	1,2	7,1
Öffentliche Defizitquote	1,4	3,8

Anmerkung: Bestimmung des optimalen Schwellenwertes durch Maximierung des im Text beschriebenen Gütekriteriums. Gewichtung in Prozent, entsprechend der individuellen Vorhersagequalität.

Quelle: Vgl. Fußnote 5; Berechnungen des DIW Berlin.

Überschreiten die Investitionsquote oder Hauspreisvariablen ihre Schwellenwerte, sendet dies ein gewichtiges Indiz für eine Preisblase.

Tabelle 2

Schätzergebnisse eines Logitmodells für die Wahrscheinlichkeit des Auftretens von Immobilienpreisblasen

Erklärungsgröße	Wirkungsrichtung	Gewicht
Konstante	-	
Realer Wechselkurs(-2)	+	7,1
Investitionsquote	+	7,2
Δ (Hauspreise-Einkommen-Verhältnis)	+	22,5
Δ (Hauspreise-Einkommen-Verhältnis)(-1)	+	
Δ (Hauspreise-Einkommen-Verhältnis)(-2)	+	
Hauspreise-Mieten-Verhältnis	+	7,4
Δ Geldmenge	+	14,1
Δ Geldmenge(-1)	+	
Δ BIP pro Kopf(-1)	+	6,9
Verhältnis Kredite zu BIP(-1)	+	13,6
Quadrat des Verhältnisses Kredite zu BIP	-	
Kreditwachstum, nominal	+	7
Öffentliche Defizitquote* Steuersatz	-	6,7
Regulierung ¹	-	7,5
Beobachtungen		1061
Länder		10

Anmerkung: Abhängige Variable: Wahrscheinlichkeit für eine Preisblase. Gewichtung (in Prozent, rechte Spalte) nach Maßgabe der log odds ratio und Konkordanzkoeffizienten.

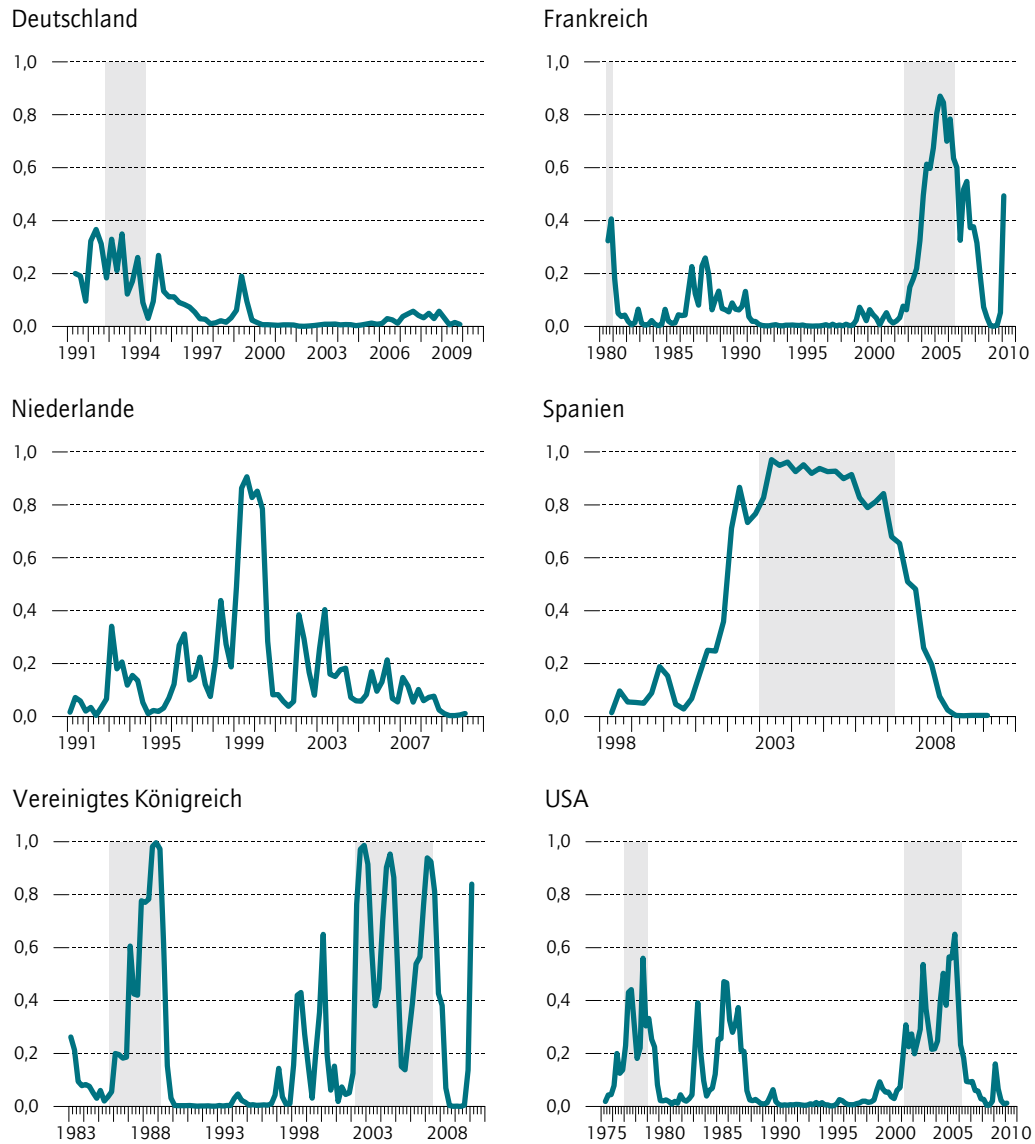
¹ Deregulierung des Hypothekenmarktes wird als Scheinvariable definiert, die ab dem Zeitpunkt, wenn der Hypothekenmarkt dereguliert wurde, gleich 1 ist, und vorher gleich 0 ist. Vgl. Agnello und Schuknecht, a. a. O.

Quelle: Vgl. Fußnote 5; Berechnungen des DIW Berlin.

Kredit- und monetäre Bedingungen tragen am stärksten zum Aufbau von Immobilienpreisblasen bei.

Abbildung 2

Perioden des Auftretens der spekulativen Blasen an den Immobilienmärkten gemäß des Logit-Modells
Wahrscheinlichkeit



Anmerkung: Zeiträume mit Preisblasen sind grau hinterlegt.

Quelle: Vgl. Fußnote 5; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2011

Immobilienpreisblasen sind relativ selten und bauen sich langsam auf.

Geldmengenwachstum die Wahrscheinlichkeit einer von spekulativen Faktoren getriebenen Entwicklung der Immobilienpreise. Dies gilt auch für das nominale Kreditwachstum und das Verhältnis der Kredite zum BIP. Wie im Signalansatz spielt das Verhältnis zwischen Hauspreisen und Mieten sowie die Änderung des Verhältnisses zwischen Hauspreisen und Einkommen eine

entscheidende Rolle. Zudem steigt die Wahrscheinlichkeit für die Herausbildung einer Preisblase im Konjunkturaufschwung. Dies zeigt das positive Vorzeichen des Wachstums der Pro-Kopf-Einkommen und der Investitionsquote an. Für die Diagnose von Immobilienpreisblasen ist die Entwicklung der Hauspreise relativ zu den Einkommen oder Mieten von wesentlicher Bedeu-

tung. Die Variablen erhalten im Gesamtindikator ein kumuliertes Gewicht von nahezu 30 Prozent (Summe aus den Einzelgewichten von 22,5 und 7,4). Die Kreditgrößen sind zusammen mit über 20 Prozent vertreten, während auf die Liquiditätsbedingungen ein Anteil von gut 14 Prozent entfällt. Die Wahrscheinlichkeiten für eine Preisblase sind in Abbildung 2 dargestellt. Da die Prognosekraft des Logitmodells etwas besser als im Signalansatz ausfällt, werden hier nur die Ergebnisse gemäß der Logitanalyse ausgewiesen.

Insgesamt zeigen die Ergebnisse des Logitmodells, dass den monetären und finanziellen Bedingungen eine wesentliche Rolle beim Entstehen und der Aufblähung von spekulativen Preisblasen an den Immobilienmärkten zukommt. Dabei ist es sinnvoll, den Verlauf von Geldmengen und Kreditaggregaten gemeinsam zu beobachten, um Anzeichen für künftige krisenhafte Entwicklungen zu erhalten. Darüber hinaus kommen noch weitere Indikatoren in Frage, wie etwa die konjunkturelle Situation oder die realen Wechselkurse. Insbesondere für kleine Länder kann eine kumulative Aufwertung der Landeswährung ein wichtiges Merkmal darstellen, weil so der Druck erfasst wird, der von internationalen Kapitalzuflüssen ausgeht.

Alles in allem steigt die Wahrscheinlichkeit für eine von spekulativen Faktoren durchsetzte Preisentwicklung, wenn die Geldpolitik expansiv ausgerichtet und die Kreditvergabe erleichtert ist. Eine Konzentration auf Liquiditäts- und Kreditvariablen reicht jedoch nicht aus.

Das Entstehen von Preisblasen ist ein komplexer Prozess, der sich nicht auf der Grundlage nur einiger Va-

riablen erfassen lässt: Weitere Variablen, wie etwa das Pro-Kopf-Einkommen, die Investitionsquoten oder die finanzielle Situation der öffentlichen Haushalte, sind ebenfalls zu berücksichtigen, um profunde Einschätzungen zu erhalten.

Fazit

Spekulativ bedingte Preisblasen an den Immobilienmärkten können die Konjunktur über einen längeren Zeitraum hinweg schwer beeinträchtigen. Eine wichtige Aufgabe der vorausschauenden Wirtschaftspolitik ist es daher, gegen entstehende Preisblasen anzugehen. Wie die Erfahrungen der Vergangenheit gezeigt haben, tritt das Platzen solcher Blasen aber meist überraschend ein. Die Politik benötigt deshalb Instrumente zur verlässlichen und möglichst frühzeitigen Diagnose spekulativer Preissteigerungen. Das DIW Berlin hat im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen ein solches Frühwarnsystem entwickelt.

In dem hier vorgestellten Frühwarnsystem werden unterschiedliche Informationen optimal gewichtet, um eine möglichst verlässliche Diagnose der Immobilienpreisentwicklung und Vorhersage spekulativer Preissprünge zu gewährleisten. Die Ergebnisse verdeutlichen, dass das Entstehen von Preisblasen ein komplexer Prozess ist und von verschiedenen Faktoren getrieben wird. Dazu zählen insbesondere die Kredit- und Geldausstattung in einer Volkswirtschaft. Darüber hinaus spielen Erklärungsgrößen wie etwa die konjunkturelle Situation, die Einkommensentwicklung der privaten Haushalte und die öffentlichen Finanzen eine Rolle.

Prof. Dr. Christian Dreger ist Leiter der Abteilung Makroökonomie | cdreger@diw.de

Dr. Konstantin Kholodilin ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie | kkholodilin@diw.de

JEL: C25, C33, E32, E37

Keywords: House prices, early warning system, price bubbles



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e.V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
www.diw.de
78. Jahrgang

Der nächste Wochenbericht
erscheint am 28. September 2011.

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tilman Brück
Prof. Dr. Christian Dreger
Dr. Ferdinand Fichtner
PD Dr. Joachim R. Frick
Prof. Dr. Martin Gornig
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Karsten Neuhoff, Ph.D.
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner
Prof. Georg Weizsäcker, Ph.D.

Chefredaktion

Dr. Kurt Geppert
Sabine Fiedler

Redaktion

Renate Bogdanovic
Dr. Frauke Braun
PD Dr. Elke Holst
Wolf-Peter Schill

Lektorat

Dr. Kerstin Bernoth
Karl Brenke
Prof. Dr. Dorothea Schäfer

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 7477649
Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01805 - 19 88 88, 14 Cent./min.
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Stabsabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.