



20. Dezember 2007

Immobilienpreise und Geldpolitik*



Preisboom bei Wohnimmobilien geht zu Ende. Zahlreiche europäische Länder verzeichneten in den letzten zehn Jahren stark steigende Preise für Wohnimmobilien. In vielen Ländern haben sich die Hauspreise verdoppelt, in Großbritannien, Irland und Spanien sogar verdreifacht. Allerdings hat sich der Preisanstieg im Laufe des Jahres 2006 in den meisten europäischen Ländern deutlich verlangsamt.

Fundamentaldaten konnten Marktdynamik nur teilweise erklären.

Kräftiges Wirtschaftswachstum, eine günstige demographische Entwicklung und niedrige Zinsen konnten in der Vergangenheit die Preisdynamik zum größten Teil erklären. Seit zwei Jahren jedoch deuten die meisten empirischen Modelle darauf hin, dass der Preisanstieg überzogen war. Auf der Angebotsseite hat bereits eine Korrektur begonnen. In Spanien und Großbritannien ist die Zahl der Baugenehmigungen rückläufig; in Irland beginnen die Immobilienpreise zu fallen. Und dies ist nur der Anfang des Anpassungsprozesses.

Systeme mit flexiblen Hypothekenzinsen anfälliger für Korrektur.

Es lässt sich zeigen, dass der Preisanstieg für Wohneigentum in Ländern mit vorwiegend flexiblen Hypothekenkrediten kräftiger ausfiel als in Ländern mit einem überwiegenden Anteil von Festzinshypotheken. Dies birgt das Risiko, dass die Märkte in Ländern mit flexiblen Hypothekenkrediten nun auch eine stärkere Korrektur erleben werden, da die Zinsen spürbar über den historischen Tiefständen liegen.

Die Rezession im US-Bausektor dämpft das BIP-Wachstum und wird zu einer höheren Sparquote sowie einem schwächeren privaten Verbrauch führen. In Erwartung geringeren Wachstums und nachlassenden Inflationsdrucks hat die Federal Reserve bereits die Zinsen gesenkt.

Im Euroraum war der Anstieg der Wohnimmobilienpreise im Durchschnitt weniger ausgeprägt. Allerdings werden die konjunkturelle Verlangsamung in den USA und der starke Euro auch im Euroraum zu einem schwächeren BIP-Wachstum und geringerer Inflation führen. Die logische Folge sind niedrigere Zinsen.

Es gibt keine Begründung dafür, dass Zentralbanken neben der Stabilisierung der Verbraucherpreise auch Vermögenspreise steuern sollten. Dennoch sollten sie intensiv über ihre Bewertungsmodelle kommunizieren, wenn sie eine Blase der Vermögenswerte vermuten. Wenn eine Blase einmal geplatzt ist, dann sollten die Zentralbanken versuchen, die daraus resultierenden Probleme auf die Sektoren zu begrenzen, in denen die Blase entstanden ist.

Autoren

Norbert Walter
+49 69 910-31810
norbert.walter@db.com

Tobias Just
+49 69 910-31876
tobias.just@db.com

Stefan Bergheim
+49 69 910-31727
stefan.bergheim@db.com

Editor

Barbara Böttcher

Publikationsassistentz

Sabine Berger

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

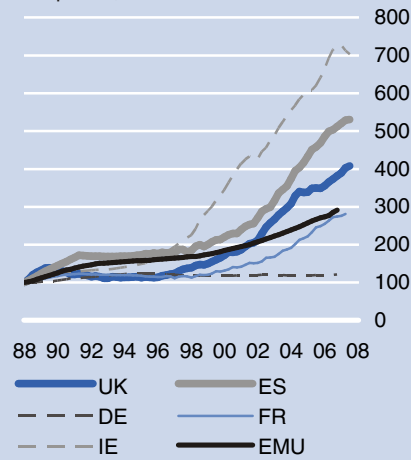
DB Research Management

Norbert Walter

* Diese Publikation basiert auf einem Briefing Paper für den Ausschuss Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments vom Dezember 2007.

Starker Preisanstieg bei Wohnimmobilien

Hauspreise, 1988=100

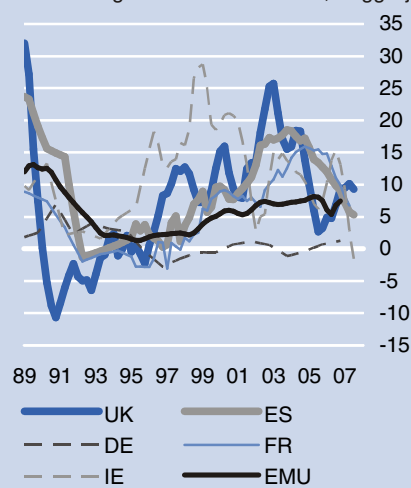


Quellen: Nationale Statistiken, EZB

1

Grenzen des Wachstums

Preisanstieg bei Wohnimmobilien, % gg. Vj

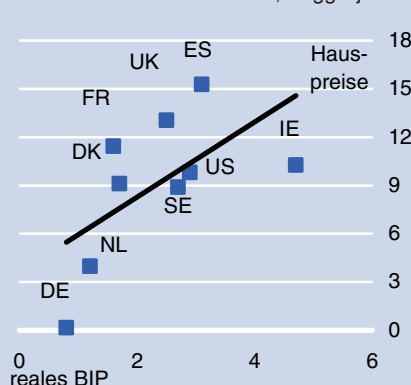


Quellen: Nationale Statistiken, EZB

2

In dynam. Volkswirtschaften steigen Hauspreise schneller

Durchschn. Preisanstieg bei Wohnimmobilien 2002-2006, % gg. Vj.



Quellen: BIZ, EZB, Nationale Statistiken, DB Research

3

Immobilienpreise in Europa

Die Preise für europäische Wohnimmobilien sind in den vergangenen zehn Jahren deutlich angestiegen. Innerhalb der EWU betrug der Preisanstieg 5,5% p.a.; d.h. die Preise haben sich in nur zehn Jahren nahezu verdoppelt. Bei einer durchschnittlichen Inflationsrate von ca. 2% in diesem Zeitraum ergibt dies einen jährlichen realen Preisanstieg für Wohnimmobilien von 3,5%. Obwohl dies deutlich über dem Wert der frühen 1990er Jahre liegt, erscheint der Anstieg auf den ersten Blick nicht beängstigend.

Allerdings sollten die regionalen Unterschiede innerhalb Europas berücksichtigt werden. Zum einen fielen die Preise für Wohneigentum in Deutschland in den letzten zehn Jahren um durchschnittlich 1% p.a. Und weil Deutschland gemessen am BIP-Anteil knapp 30% der EWU ausmacht, sind die Hauspreise in der EWU (außerhalb Deutschlands) in den vergangenen zehn Jahren um durchschnittlich ca. 8% pro Jahr gestiegen (real um 6%).

Zum anderen gab es in Europa auch Länder mit außerordentlich stark steigenden Preisen. So wurden in Großbritannien, Irland und Spanien bei den Hauspreisen seit mehr als zehn Jahren im Mittel zweistellige Wachstumsraten verzeichnet. Daher lautet die entscheidende Frage nicht, ob es im europäischen Wohnungsmarkt insgesamt Übertreibungen gibt, sondern wie groß die einzelnen Ungleichgewichte sind.

Gründe für die Stärke der Wohnungsmärkte

Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die Wohnungsnachfrage und damit auch für die Preisentwicklung sind die Einkommens- und Bevölkerungsentwicklung. So besteht ein enger positiver Zusammenhang zwischen den Einkommenszuwächsen und dem Preisauftrieb von Wohnimmobilien. In diesem Sinne ist Wohnen ein normales Gut, d.h. steigende Einkommen führen auch zu einem Anstieg der Wohnungsnachfrage. Reagiert dann die Angebotsseite verzögert und/oder unzureichend auf das Nachfrageplus, steigen die Wohnungspreise. Einige Länder profitierten zudem von einem kräftigen Bevölkerungswachstum (z.B. Spanien und UK).

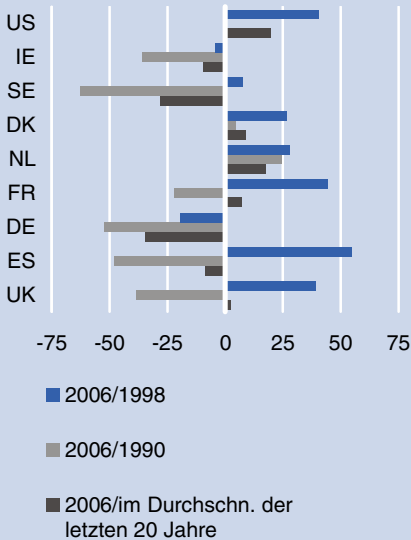
Neben diesen beiden Treibern spielen auch die Finanzierungszinsen, das Renditeniveau alternativer Anlageformen sowie institutionelle Faktoren wie Transaktionskosten oder die Eigenheimquote eine wichtige Rolle für die Wohnungsnachfrage und die Preisdynamik. Alle diese Faktoren konnten in der Vergangenheit die Preisentwicklung in Europa zu einem großen Teil erklären. Allerdings bleibt in den letzten Jahren bei den meisten Schätzansätzen eine Erklärungslücke – die fundamentalen Bestimmungsfaktoren konnten die Preisdynamik nicht mehr so gut erklären wie zuvor. Diese könnte als „irrationale Übertreibung“ interpretiert werden und wird für einige Teilmärkte auf bis zu 30% veranschlagt.

Die Rolle des niedrigen Zinsniveaus

Für Zentralbanken ist das Verständnis des Zinsmechanismus sehr wichtig. Es ist plausibel, dass Zinsänderungen sehr direkt auf die Wohnungsnachfrage wirken, da bei sinkenden (langfristigen) Zinsen Wohneigentum eher erschwinglich wird. Für Privathaushalte entscheidet letztlich die monatliche Hypothekenbelastung darüber, ob ein Haus finanziert werden kann oder nicht.

Erschwinglichkeitsindizes erzählen viele Geschichten

Indizes im Vergleich mit drei Benchmarks, Abweichung in %

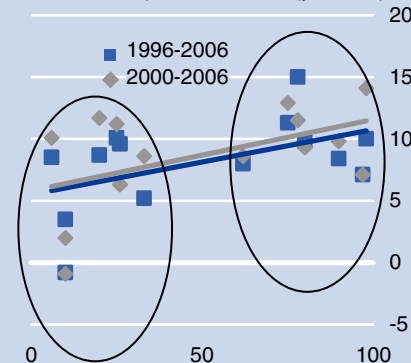


Quellen: BIZ, EZB, Nationwide, INSEE, NVM, SCB, MVIV, OFHEO, TSB, BulwienGesa, DB Research

4

Hauspreisdynamik und Hypothekenmarktsysteme

Anteil var. Hypothekenkredite (x-Achse)
Mittleres Hauspreiswachstum (y-Achse)

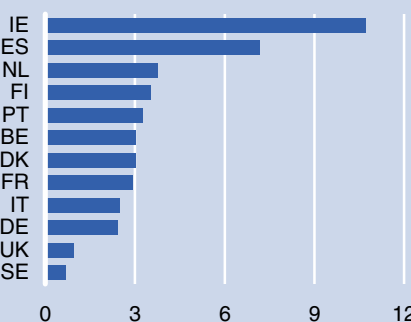


Quellen: Nationale Statistik, EMF, EZB, DB Research

5

Mehr Wohneinheiten als neue Bewohner

Wachstum des Wohnungsbestandes minus Bevölkerungswachstum (2004-2008) in %-p.



Quellen: Euroconstruct, Eurostat, DB Research

6

Bei deutlich rückläufigen langfristigen Zinsen in den 90er Jahren und den frühen Jahren des neuen Jahrtausends hat sich die Erschwinglichkeit von Wohneigentum in den meisten Ländern deutlich verbessert. Dies gilt insbesondere im Vergleich mit der letzten Immobilienpreisspitze in den frühen 90er Jahren.¹ Im Vergleich hierzu erscheinen Häuser in den meisten Ländern heute noch immer erschwinglich, denn die Finanzierungszinsen liegen noch deutlich unter den hohen Niveaus der frühen 90er Jahre. Es ist allerdings auch richtig, dass sich die Erschwinglichkeit von Wohnraum seit den späten 90er Jahren in zahlreichen Ländern teilweise dramatisch verschlechtert hat.

Zudem sind die Wohnungspreise in den meisten Ländern spürbar schneller gestiegen als die Mieten. Auch dies deutet entweder auf eine irrationale Übertreibung oder einen kräftigen Anstieg der Mieten für die Zukunft hin.

Es lässt sich darüber hinaus zeigen, dass der Hauspreisboom in Ländern, in denen vorwiegend Hypothekendarlehen mit variablem Zinssatz vereinbart werden, kräftiger ausfiel als in Ländern mit vorwiegend festen Hypothekenzinsen. Es besteht eine schwache Korrelation zwischen dem Anteil von Hypothekendarlehen mit flexiblen Zinsen und dem durchschnittlichen Anstieg der Immobilienpreise in den letzten Jahren. Dies erscheint plausibel, da flexible Hypothekendarlehen in einem Umfeld sinkender Zinsen schnell angepasst werden. In einem System mit vorwiegend Festzinsdarlehen profitieren lediglich Neuabschlüsse von dem niedrigeren Zinsniveau. Allerdings ist dieser Zusammenhang nicht sehr stark ausgeprägt, wenn man eine Cross-Section-Analyse zwischen europäischen Ländern macht. Deutlicher wird der Zusammenhang bei einer aggregierten Betrachtung der beiden verschiedenen Finanzierungssysteme: Die untersuchten 14 europäischen Länder können in zwei Gruppen eingeteilt werden. In der ersten Gruppe befinden sich die Länder mit vorwiegend flexiblen Hypothekensystemen (ES, FI, LU, GR, IE, UK und SE). In dieser Gruppe belief sich der ungewichtete durchschnittliche Anstieg der Preise für Wohneigentum auf 10% p.a. Dies ist über 350 bp mehr als der durchschnittliche Preiszuwachs in der zweiten Gruppe mit überwiegend Festzinsdarlehen (IT, NL, DK, FR, DE, PT und BE). Selbst wenn wir Deutschland aufgrund seiner Ausreißerrolle aus der zweiten Gruppe herausnehmen, sind die Unterschiede bei der durchschnittlichen Preisentwicklung erheblich (230 bp pro Jahr).

Umgekehrt lässt sich hieraus schließen, dass in einem Umfeld steigender oder zumindest nicht sinkender Zinsen die Hauspreise in den Ländern der zweiten Gruppe (Festzinsdarlehen) deutlich geringere Abwärtsrisiken haben als die Länder der ersten Gruppe.

Ausblick

Der Anstieg der Immobilienpreise in den meisten europäischen Ländern schwächt sich mittlerweile ab, und wir halten es für sehr wahrscheinlich, dass die Preise für Wohneigentum auf nationaler Basis in vielen europäischen Ländern 2008 bzw. 2009 sinken werden. In der Tat ist in Irland bereits ein Preisrückgang festzustellen. In Spanien sinken die Hauspreise bereits in jeder vierten Region und auch in Großbritannien werden in einigen Marktsegmenten sinkende Preise

¹ Hierbei ist zu beachten, dass der DB Research-Erschwinglichkeitsindex die durchschnittlichen Hypothekenzahlungen ins Verhältnis zum Einkommen setzt. Ein steigender Index signalisiert also eine verschlechterte Erschwinglichkeit von Wohneigentum.

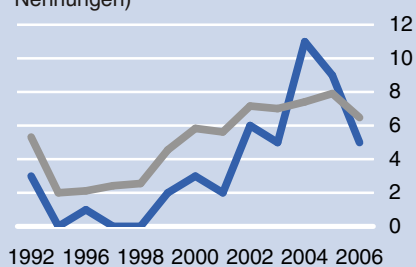
verzeichnet. Im November 2007 waren drei von vier Hauspreisindizes für UK rückläufig (im Monatsvergleich).

Schon im Oktober 2006 hat DB Research auf die hohen Risiken eines Preisverfalls in Irland und Spanien hingewiesen. Diese sind nicht nur darauf zurückzuführen, dass in diesen beiden Ländern der stärkste Preisanstieg erfolge, sondern gerade auch darauf, dass die Bautätigkeit in Irland und Spanien selbst für die starken Nachfragezuwächse zu hoch war. Es ist zwar völlig angemessen, dass das Wohnungsangebot in Irland und Spanien schneller wächst als die Zahl der Einwohner, da aufgestaute Nachfrage, kleinere Haushaltsgrößen sowie steigende Einkommen ein rascheres Wachstum ermöglichen.² Das Fertigstellungsvolumen war jedoch selbst für das starke Nachfragewachstum zu expansiv.

Daher halten wir einen Preisverfall um 10-15% in Irland und Spanien im Verlauf der kommenden 24 Monate für möglich. In Großbritannien dürfte das sehr geringe Niveau an Neubaufertigstellungen drastischen Preisabschlägen entgegenwirken. Ein Preisverlust von 10% in den nächsten 24 Monaten ist jedoch auf hier plausibel.

EZB: Kommentierung der Hauspreise

Durchschn. Hauspreiswachstum in der EWU (%)
Aufmerksamkeitsindex (Anzahl der Nennungen)*



* Der Aufmerksamkeitsindex soll die Bedeutung der Preisentwicklung am Wohnungsmarkt für die EZB ermitteln. Er erfasst die Anzahl der Nennungen des Begriffs „house price“ bzw. „house prices“ in den Jahresberichten der EZB.

Quellen: EZB, DB Research

7

Hat die EZB der Hauspreisdynamik genügend Aufmerksamkeit geschenkt?

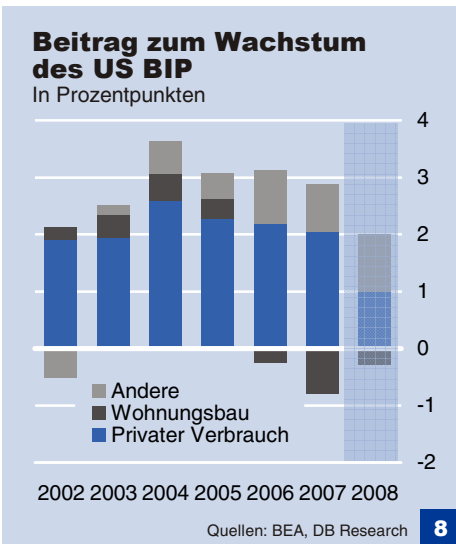
Diese Frage lässt sich nur angemessen beantworten, wenn es eine klare Vorstellung darüber gibt, warum eine Zentralbank die Preisentwicklung am Wohnungsmarkt beobachten bzw. berücksichtigen sollte. Dieser Frage wenden wir uns später zu. Zunächst soll eine sehr viel einfachere Frage beantwortet werden: Hat die EZB die Hauspreisentwicklung im Blick? Hierzu haben wir einen simplen Aufmerksamkeitsindex für Hauspreise entwickelt. Dieser Index misst, wie oft die Begriffe „house price“ und „house prices“ in den Jahresberichten der EZB genannt werden. Es besteht ein sehr enges Verhältnis zwischen dem durchschnittlichen Preisanstieg bei Wohnimmobilien in der EWU (EZB-Berechnungen) und der Anzahl der Nennungen unserer Schlüsselbegriffe in den Jahresberichten der Zentralbank. Die EZB hat also die Dynamik offenbar beobachtet und ihre Kommentierung angepasst.

Der normative Teil der Frage, d.h. ob dieser Grad an Aufmerksamkeit angemessen ist, kann jedoch nicht mittels eines simplen Index beantwortet werden. Hierfür wäre eine qualitative Analyse der entsprechenden Absätze in den Jahresberichten notwendig. Außerdem, und dies ist von größerer Bedeutung, fehlt noch die Antwort auf die Frage, wie viel Aufmerksamkeit eine Zentralbank überhaupt Vermögenspreisentwicklungen schenken muss.

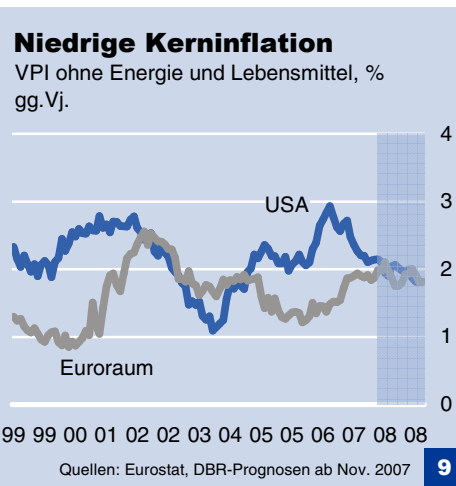
Ausblick für die Wirtschaft in den USA und im Euroraum

Der Markt für Wohnimmobilien in den USA war und ist einer der am stärksten beobachteten Immobilienmärkte. Die Verlangsamung seit Ende 2005 hatte sich deutlich abgezeichnet, wenngleich das Ausmaß der Schwäche – wie auch die Auswirkungen auf die Finanzmärkte – ebenso schwierig einzuschätzen war wie das Ausmaß der vorangegangenen Stärke. Im dritten Quartal 2007 sanken die Wohnungsbauinvestitionen (Anteil am BIP betrug 6,3% im Hoch in Q4 2005; noch 4,5% in Q3 2007) real um 16,5% gg. Vj. Im Gesamtjahr 2007 wird die Rezession am Wohnungsmarkt das amerikanische BIP-Wachstum um 0,8 Prozentpunkte dämpfen; insgesamt dürfte

² Zwischen dem Anteil flexibler Hypothekenkredite und der Angebotsintensität eines Landes stellen wir keinen Zusammenhang her.



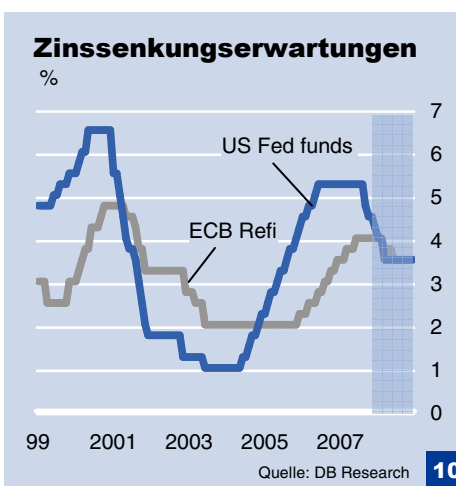
dieses 2 ¼% erreichen. Im nächsten Stadium werden das Ende der Vermögenszuwächse durch höhere Immobilienpreise sowie weniger Beleihungen von bestehendem Wohneigentum zu einem Anstieg der Sparquote und einem schwächeren privaten Verbrauch führen. Dadurch wird sich das BIP-Wachstum 2008 auf ca. 1 ¾% verlangsamen. Graphik 8 zeigt, dass der private Verbrauch in den vergangenen Jahren mit ca. 2% relativ stabil gestiegen ist – ob bei zeitgleichem Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen wie in den Jahren 2004/05 oder ohne einen solchen Anstieg wie 2006/07. Dies dürfte sich nun ändern, aber der wirklich wichtige Treiber des wirtschaftlichen Erfolgs der USA bleibt die Stärke in den Bereichen Bildung, Innovation und Immigration.



In Europa war der durchschnittliche Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen sowie der Preise erheblich weniger ausgeprägt als in den USA – und das zugrunde liegende Trendwachstum deutlich geringer. Zudem ist die zusätzliche Beleihung von bestehendem Wohneigentum im Euroraum nicht üblich, so dass die Verbindung zwischen dem Immobiliensektor und der Realwirtschaft weniger ausgeprägt ist. Des Weiteren überwiegen Festzinshypotheken in vielen Ländern, so dass die Auswirkungen von Zinsbewegungen dort über einen Zeitraum von mehreren Jahren zum Tragen kommen. Das BIP-Wachstum im Euroraum wird 2008 aufgrund schwächerer Ausfuhr und entsprechender Konsequenzen für die Investitionen unter 2% sinken.

Rolle der Zentralbanken in diesem Abschwung

Die Zentralbanken auf beiden Seiten des Atlantiks werden ihre Geldpolitik entsprechend der erwarteten künftigen Entwicklung der Potentiallücken und des Verbraucherpreisanstiegs anpassen bzw. haben diese Anpassung bereits vorgenommen. Da die Konjunkturverlangsamung in den USA auf ein unter dem Potentialwachstum liegendes Niveau zu einer Ausweitung der Potentiallücke führen und somit den Inflationsdruck dämpfen wird, hat die Federal Reserve ihre Fed Funds-Rate bereits um 100 Basispunkte gesenkt (Graphik 10). Eine genaue Beobachtung der Preise für Vermögenswerte, der Vermögenseffekte und deren Auswirkungen auf die künftige Inflationsentwicklung ist ein wichtiger und laufender Teil der Arbeit einer Zentralbank.



In Europa fällt die Schwäche des Wohnungsmarkts mit einem erheblich stärkeren Euro zusammen, was den Inflationsdruck reduzieren wird. Dementsprechend hat die EZB bereits in diesem Herbst von ursprünglich geplanten Zinserhöhungen Abstand genommen. Wenn sich die Anzeichen schwächeren BIP-Wachstums und geringeren Inflationsdrucks über den Winter mehren, sind auch im Euroraum niedrigere Zinsen wahrscheinlich. Die Zentralbanken reagieren auf eine Schwäche des Immobilienmarkts insofern, als sich ihre Erwartungen für die Inflationsrisiken ändern.

Preise für Vermögenswerte nicht in HVPI aufnehmen...

Keine Begründung für zusätzliche Eingriffe

Über die oben genannten Zusammenhänge hinaus besteht keine Begründung für die Zentralbanken, die Preise für Vermögenswerte stärker in ihre Entscheidungsfindung einzubeziehen. Erstens sollten die Preise für Vermögenswerte nicht in den Konsumentenpreisindex einbezogen werden. Das Ziel der Zentralbanken ist die Wahrung der Preisstabilität. Dies versteht sich als die Stabilität derjenigen Preise, die regelmäßig von den Konsumenten bezahlt werden. Aus diesem Grund wurde der HVPI (harmonisierter Verbraucherpreisindex) als Referenzgröße gewählt.

... regionale Divergenzen innerhalb der EWU nicht adressieren

Wenn höhere Vermögenspreise zu höheren Verbraucherpreisen führen, wird sich dies im HVPI und somit in den Entscheidungen der EZB widerspiegeln. Die Statistiker müssen jedoch sicherstellen, dass z. B. die Mieten korrekt berechnet werden.³ Dagegen sollte es für die Entscheidungen der Zentralbank weniger wichtig sein, wenn die Finanzmärkte die Kurs-Gewinnverhältnisse von Vermögenswerten neu bewerten, ohne dass die Gewinne (Mieten) deutlich anstiegen.

Zweitens besteht auch kein Anlass und keine Möglichkeit für die einheitliche Geldpolitik im Euroraum, auf die regionalen Unterschiede innerhalb des Währungsraums einzugehen. Dies gilt für das Wirtschaftswachstum und den Anstieg der Verbraucherpreise ebenso wie für die Vermögenspreise. Die EZB hat nur ein geldpolitisches Instrument zur Verfügung und kann nur ein Ziel steuern: den durchschnittlichen Verbraucherpreisanstieg im Euroraum. In Bezug auf regionale Divergenzen kann die Zentralbank lediglich beratend tätig werden und regionenspezifische Maßnahmen empfehlen.

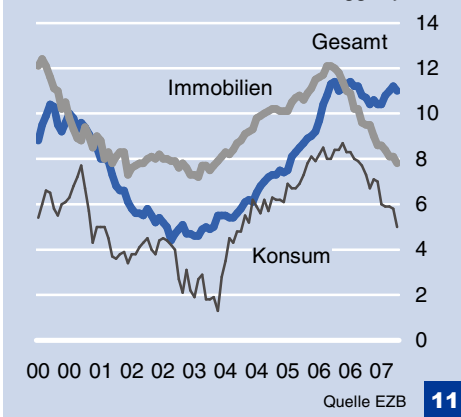
Preise für Vermögenswerte vom Markt bestimmt

Eine weitere Schwierigkeit für Zentralbanken ist es, eventuelle Blasen bei den Vermögenspreisen überhaupt zu erkennen. Es ist nicht klar, ob sie bessere Bewertungsmodelle haben als die zahlreichen anderen Marktteilnehmer. Die Zentralbanken sollten die Entwicklung der Vermögenspreise beobachten und ihre Bewertungsmodelle in die öffentliche Diskussion einbringen. Ein Teil dieses Beobachtungsprozesses ist das Verfolgen von Kreditvolumina (Graphik 11). Auch die Beurteilung des Einflusses von Innovationen auf den Finanzmarkt ist ein wichtiger Faktor – wobei die Innovationstätigkeit jedoch nicht unterbunden werden darf.

Wenn Zentralbanken ihre Modelle und Analysen in die öffentliche Debatte einbringen, so könnten eventuell Herdenverhalten und irrationale Übertreibungen an den Märkten für Vermögenswerte verringert werden. Zudem könnte eine Rolle der Zentralbanken darin bestehen, die Öffentlichkeit über die Anreizstrukturen der Akteure am Finanzmarkt zu informieren. Solange höhere Vermögenspreise jedoch nicht zu einem Anstieg des HVPI führen, ist es schwierig, von den Zentralbanken zu erwarten, dass sie den Anstieg der Vermögenspreise verhindern. Sie können und sollten jedoch die Entwicklung bremsen, wenn steigende Vermögenspreise den privaten Verbrauch und die Inflation ansteigen lassen. Dies steht wieder in völliger Übereinstimmung mit dem primären Ziel der Wahrung der Preisstabilität.

Verlangsamtes Wachstum bei Hypothekenkrediten

EWU: Kredite an Privatsektor, % gg. Vj.



11

Auswirkungen geplatzter Blasen begrenzen

Ein weiteres Problem besteht darin, dass das Zerplatzen einer Blase die Stabilität der Finanzmärkte bedrohen kann. Allerdings setzt ein Eingreifen erstens voraus, dass die Zentralbank die Blase vor dem Zerplatzen als solche identifiziert. Und zweitens würde ein Mandat der Zentralbank in diese Richtung dazu führen, dass mehrere Ziele verfolgt werden müssten, obwohl nur ein Instrument zur Verfügung steht. Bei niedriger oder sogar sinkender Verbraucherpreis-inflation könnte sich die Frage stellen, wie die Zentralbank entscheiden soll: Soll sie die Zinsen in Reaktion auf den geringeren Inflationsdruck senken oder wegen der steigenden Vermögenspreise anheben? Die Lösung liegt darin, die Verbraucherpreise zu steuern und die Frage der Stabilität des Finanzsystems den Regulie-

³ Es bestehen nach wie vor offene Fragen bezüglich der Einbeziehung unterstellter Mieten für selbst genutztes Wohneigentum im HVPI. Insbesondere bei Eurostat wird hieran intensiv gearbeitet.

rungsbehörden sowie dem Finanzsektor zu überlassen. Diese müssen sicherstellen, dass Spekulanten, die überhöhte Preise bezahlen, auch eventuell entstehende Verluste zu tragen haben. Die Zentralbanken sollten die Auswirkungen einer platzenden Blase auf die Gesamtwirtschaft begrenzen. Dies könnte allerdings für Spekulanten von Vorteil sein und so zu „moral hazard“ führen. Zentralbanken müssen daher auch die Effekte analysieren, mit denen ihr Handeln auf die Finanzmarktakteure und die Gesamtwirtschaft wirkt.

Norbert Walter (+49 69 910-31810, norbert.walter@db.com)

Tobias Just (+49 69 910-31876, tobias.just@db.com)

Stefan Bergheim (+49 69 910-31727, stefan.bergheim@db.com)

- EU-Vertragsreform: Folgen für die Geldpolitik
Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 50 23. Oktober 2007
- Europa einig Steuerland?
Gemeinsame konsolidierte Körperschaftsteuerbemessungsgrundlage (GKKB) geplant
Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 49 14. September 2007
- Plädoyer für eine Europäisierung der Finanzaufsicht
Finanzmarkt Spezial, Nr. 48 18. Oktober 2007
- „Better Regulation“ in Deutschland und der EU
Zeit für Resultate
Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 47 2. August 2007
- Internationale Reservewährung Euro im Aufwind
Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 46 24. April 2007
- Vom Freihandel zur tiefen Integration
Perspektiven für die Wirtschaftsbeziehungen zwischen EU und USA
Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 45 2. April 2007
- EU-Energiepolitik: Höchste Zeit zu handeln!
Beiträge zur europäischen Integration, Nr. 44 5. März 2007
- Retail-Zertifikate: Eine deutsche Erfolgsgeschichte
Markttrends, regulatorischer Rahmen und Perspektiven
Finanzmarkt Spezial, Nr. 43 15. Februar 2007

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

© Copyright 2007. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg