

Herausforderungen für den Wohnimmobilienmarkt in Europa und den USA – Ist eine Lösung in Sicht?¹

Karin Wagner²

Am 29. September 2008 veranstaltete die Oesterreichische Nationalbank (OeNB) einen Workshop zum Thema „Herausforderungen für den Wohnimmobilienmarkt in Europa und den USA – Ist eine Lösung in Sicht?“ Der Workshop befasste sich mit den neuesten Entwicklungen auf den Wohnimmobilienmärkten und bei der Wohnraumfinanzierung. In den letzten zehn Jahren entwickelten sich die Wohnimmobilienpreise in Europa recht unterschiedlich. Im Vergleich mit Spanien, dem Vereinigten Königreich oder Zentral-, Ost- und Südosteuropa verzeichnete z. B. Österreich in diesem Segment einen relativ geringen Preisanstieg. Die meisten volkswirtschaftlichen Studien schreiben der Geldpolitik einen wesentlichen Einfluss auf die Entwicklung der Wohnimmobilienpreise zu, weshalb die entsprechenden Transmissionsmechanismen im Mittelpunkt des Forschungsinteresses stehen. Zusätzlich spielen jedoch auch unterschiedliche institutionelle Strukturen bei der Wohnimmobilienfinanzierung sowie regulatorische/steuerliche Maßnahmen eine wichtige Rolle bei der Entwicklung der Immobilienpreise.

Der erste Tagungsblock widmete sich der jüngsten Krise auf dem US-amerikanischen Wohnimmobilienmarkt und der Frage, wie man sie bewältigen könnte. Der zweite Tagungsblock vermittelte einen Überblick über die Entwicklungen auf den europäischen Wohnungsmärkten sowie deren gesamtwirtschaftliche Auswirkungen. Tagungsblock 3 befasste sich mit Mikrodaten zum Immobilienvermögen, Tagungsblock 4 mit Regulierungsbestrebungen und steuerlichen Aspekten und der letzte Tagungsblock mit Statistiken über Immobilienmärkte. Der Workshop endete mit einer Podiumsdiskussion.

Der gewaltige Schock auf den Finanzmärkten war durch Probleme auf dem US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt ausgelöst worden und hatte in weiterer Folge auf Verbriefungsinstrumente im Besonderen und auf Kredit- und Kapitalmärkte im Allgemeinen übergegriffen. Dass eine Krise innerhalb des US-amerikanischen Wohnimmobilienmarktes – innerhalb eines nationalen, separaten Marktes – in einer weltweiten Finanzkrise enden würde, war nicht nur für „normale“ private Haushalte, sondern auch für Analysten weltweit überraschend gewesen.

Der Workshop setzte bei der Frage an, durch welche Faktoren Wohnungsmärkte angetrieben werden. Da sich die Immobilienpreise in den einzelnen europäischen Ländern in der Vergangenheit recht unterschiedlich ent-

wickelten, sollte im Rahmen des Workshops diskutiert werden, welche Faktoren hinter diesen unterschiedlichen Entwicklungen stehen könnten. Außerdem sollte analysiert werden, wie die unterschiedlichen nationalen Wohnungsbaukreditmärkte miteinander verbunden sind, ob Spillover-Effekte bestehen und wie diese funktionieren. Vor dem Hintergrund der aktuellen Krise wurde immer deutlicher, dass die Wohnimmobilienmärkte in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle spielen. Die Gründe, warum Wohnimmobilienmärkte und -finanzierungsstrukturen so wichtig sind und warum Schwankungen in der Entwicklung der Gesamtwirtschaft und der Finanzmärkte ihren Anfang auf den Immobilienmärkten genommen haben könnten, müssen im Detail analysiert werden.

¹ Übersetzung aus dem Englischen.

² karin.wagner@oebn.at

Erstens beeinflussen Wohnimmobilienmarkt und -finanzierung die Gesamtwirtschaft, da der Wohnimmobilienmarkt in der volkswirtschaftlichen Entwicklung eines Landes eine wichtige Rolle spielt und einen beträchtlichen Beitrag zum Wohlstand und zum BIP eines Landes leistet. Dabei ist jedoch zu bedenken, dass sich die einzelnen Länder Europas hinsichtlich ihrer Demografie und ihrer relevanten institutionellen Bestimmungen voneinander unterscheiden. Weiters sind bei der Finanzierung von Wohnimmobilien auch internationale Trends – etwa Globalisierung und Liberalisierung – von besonderer Relevanz. Die Liberalisierung und Globalisierung der Finanzierungssysteme für Wohnimmobilien und der leichtere Zugang zu Krediten für private Haushalte führten dazu, dass der Wohnimmobilienmarkt, dessen BIP-Anteil für sich genommen zu klein ist, um eine Rezession auszulösen, über Spillover-Effekte schwerwiegende makroökonomische Probleme verursachen konnte. Zweitens sind steuerliche und regulatorische Aspekte im Zusammenhang mit Wohnimmobilienmärkten anzuführen, die in den einzelnen Ländern relativ unterschiedlich sein können und sich direkt auf die Finanzierbarkeit von Wohnimmobilien seitens der privaten Haushalte auswirken können, weshalb der Wohnbau und das Wohnungswesen unter den wichtigsten Anliegen der wirtschaftspolitischen Akteure sein sollten. Drittens muss auf Änderungen bei den Finanzierungssystemen für Wohnimmobilien hingewiesen werden. Es entwickelte sich der Trend von traditionellen, auf spezialisierten Intermediären oder Regierungsprogrammen basierenden Methoden zu stärker marktbasierenden Systemen. Zudem kamen Verbriefungen zum Einsatz, bei denen einzelne Hypothekarkredite zur Besicherung

gepoolt und an Investoren verkauft wurden. Zu diesem Zweck wurden neue Instrumente, wie hypothekarisch gesicherte Wertpapiere (Mortgage-Backed Securities – MBS) oder Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles – SPVs), geschaffen. Bei solchen Verbriefungstransaktionen werden Hypotheken von institutionellen Investoren über Pensions- und Investmentfonds finanziert. Die Finanzierung von Eigenheimen, insbesondere durch Hypothekarkredite, erfolgte zunehmend auf internationaler Ebene und über die Kapitalmärkte. Schließlich ist die Rolle der Geldpolitik, die mittels Erhöhungen bzw. Senkungen der kurzfristigen Zinssätze Einfluss auf die Wohnimmobilienmärkte nimmt, zu erwähnen. Im Zuge der aktuellen Krise sind Banken bei der Kreditvergabe restriktiver geworden. Diese Tatsache, sowie das Engagement der Banken in Subprime-Märkten, hatten für einige Investment- und Geschäftsbanken dramatische Folgen. Die aktuellen Turbulenzen haben klar und deutlich bewiesen, dass die Anforderungen an die Kapitalmärkte und ihre Regulierung völlig neu konzipiert werden müssen. Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass aufsichtspolitische Änderungen notwendig sind und dass sich nunmehr eindeutig gezeigt hat, welche erheblichen Spillover-Effekte von den Immobilienmärkten auf die Makroökonomie und die Kapitalmärkte ausgehen können.

In seinem Keynote-Referat in Tagungsblock 1 zum Thema „The U.S. housing market – recent crisis and way out“ bot *Elias Karakitsos* (Universität von Cambridge, Vereinigtes Königreich) einen noch umfassenderen Überblick über den US-amerikanischen Wohnimmobilienmarkt, wobei er sich auf die Ursachen der Krise und einige der Implikationen für Theorie und (politische) Praxis konzentrierte. Er

empfahl, dass alle Institutionen, die sich dieser unvorhergesehenen schweren Krise gegenübersehen (einschließlich der Zentralbanken), ihre Instrumente zum Erkennen herannahender Krisen kritisch überprüfen sollten. Karakitsos stellte fest, dass der Ursprung der aktuellen Krise im Platzen der Immobilienblase liege, die wiederum nur durch ein entsprechend stärkeres Kreditaufkommen auftreten konnte. Die Überschwemmung des Marktes mit Liquidität – die Ursache dieser Blase – wurde hauptsächlich durch Finanzinnovationen und eine lockere Geldpolitik hervorgerufen. Die in diesem Zusammenhang relevanten Finanzinnovationen waren nach der Aufhebung des US-amerikanischen Glass-Steagall Act im Jahr 1999 möglich geworden. Das neue Regelwerk erlaubte es Finanzinstituten, Kreditvergabe und Kreditportfolio voneinander zu trennen. Die US-amerikanischen Banken waren nicht mehr verpflichtet, ein eigenes Kreditportfolio zu halten. Durch diese Finanzinnovation wurden die Banken ermutigt, riskante Kredite zu vergeben – auch an Kreditnehmer mit geringer Bonität, die weniger gut in der Lage waren, ihre Hypothekarkredite und Hypothekenzinsen zu bedienen. Weiters wurden Structured Investment Vehicles (SIVs) mit einer einfachen rechtlichen Struktur und einer sehr niedrigen Kapitalbasis geschaffen. Diese SIVs beschafften sich Geldmittel auf den kurzfristigen Kapitalmärkten und verwenden diese sodann, um das Kreditportfolio der Muttergesellschaft zu erwerben. Dieses wird in eine Collateralized Debt Obligation (CDO) umgewandelt und wieder an den Privatsektor (entweder an Hedge- oder Pensionsfonds) zurückverkauft. Auf diese Art und Weise war nur ein geringer Kapitaleinsatz vonnöten. Das rentierte sich, solange die Zinskurve positiv war.

Karakitsos erklärte, dass derartige Bankgeschäfte außerhalb des aufsichtsrechtlichen Rahmens die Ursache der aktuellen Kreditkrise darstellten. In dem Moment, als die Zinskurve einen inversen Verlauf nahm, platzte auch schon die Blase. All diese Finanzinnovationen (insbesondere CDOs) pumpten riesige Mengen an Liquidität in das Finanzsystem – eine Art von Liquidität, die sich nicht in monetären Aggregaten widerspiegelt. Der Verkauf der CDOs an internationale Investoren machte aus der US-amerikanischen Immobilienblase ein globales Problem und wirkte sich auf die Weltwirtschaft und auf ganz Europa aus. Die lockere Geldpolitik stellte eine weitere Triebfeder dar: Als Reaktion auf die Asien- bzw. Russland-Krise von 1997/98 und auf die Internetblase hatte das Federal Reserve System (Fed) die Zinsen dramatisch (von 6,5 % auf 1 %) gesenkt und damit den Märkten eine kräftige Liquiditätsspritze verabreicht. Karakitsos argumentierte, dass diese Liquidität in erster Linie die Internetblase finanzierte. Da jedoch nach dem Platzen dieser Blase keine Senkung des Fremdkapitalanteils (Deleveraging) erfolgte und die Zinsen weiterhin sehr niedrig blieben, wurde diese Liquidität zur Finanzierung weiterer Blasen (einschließlich Wohnimmobilien, außerbörslicher Beteiligungen und Rohstoffe) weiterverwendet. Die Immobilienblase ist daher nichts weiter als eine Transformation der früheren Internetblase. Karakitsos erläuterte, weshalb es den Zentralbanken Probleme bereitet, solche Phänomene zunächst zu erkennen und dann zu bewältigen; der Grund dafür sei darin zu suchen, dass die Notenbanken mit ihrem wichtigsten Analysetool – „New Consensus Macroeconomics“ – nicht in der Lage sind, jene Art von Liquidität zu überwachen, die zur Finanzierung derartiger Blasen

dient. Selbst wenn Zentralbanken monetäre Aggregate in ihre Analysen mit einschließen würden, ließe sich das Problem nicht beheben. Angesichts der zahlreichen Finanzinnovationen lässt sich ein großer Teil der im System befindlichen Liquidität nicht länger durch die Beobachtung traditioneller monetärer Aggregate überwachen. Außerdem gehen die verwendeten Modelle nicht darauf ein, welche Rolle das Vermögen der privaten Haushalte bei deren Entscheidungsfindung spielt. Im weiteren Verlauf präsentierte Karakitsos ein Modell, das sich mit der aktuellen Kreditkrise befasst. Er wies auf die Nachteile hin, die entstehen, wenn Zentralbanken ihre Geldpolitik einzig an der Inflationsentwicklung ausrichten, und betonte die Notwendigkeit, die Implikationen der Vermögenspreise auf das Ausgabenverhalten der Konsumenten (anhand der Variablen des Reinvermögens) zu überwachen und zu steuern und in einem von Vermögenswerten getriebenen Konjunkturzyklus auch die Produktionslücke zu berücksichtigen, da die Volatilität der Produktionslücke größer sei als die Volatilität der Inflation.

Der Tagungsblock 2 befasste sich mit Entwicklungen auf dem europäischen Wohnimmobilienmarkt sowie deren makroökonomische Auswirkungen.

Elisabeth Springler (Wirtschaftsuniversität Wien) und *Karin Wagner* (OeNB) präsentierten eine Studie, die die Unterschiede bei der Wohnraumfinanzierung und insbesondere bei den Eigentumsquoten in den einzelnen Ländern Europas und den USA zu erklären sucht. Die Studie befasst sich nicht ausschließlich mit der Entwicklung der Immobilienfinanzierung, sondern auch damit, inwiefern sich die Struktur der Immobilienfinanzierungssysteme auf die Höhe der Eigentumsquoten aus-

wirkt. Bisherige Analysen befassten sich vorwiegend damit, inwiefern die Höhe der (Hypotheken-)Zinsen die Eigentumsquoten beeinflusst. Obwohl die Rolle des Staats auf den nationalen Wohnimmobilienmärkten allgemein anerkannt ist, wurde sie bisher in empirischen Studien kaum berücksichtigt und Fragen, wie jene nach staatlichen Maßnahmen zur Erhöhung der Eigentumsquote, erhöhter Bereitstellung nachfrage- oder angebotsorientierter Beihilfen im Rahmen des Finanzierungssystems oder dem Versuch, von staatlicher Seite über die Steuerstruktur Anreize für eine Abkehr von Mietwohnungen und einen Trend zum Wohnungseigentum zu schaffen, blieben unbeantwortet. Springler und Wagner versuchten diesen Ansatz in ihrer Studie auszuweiten, indem sie den staatlichen Einfluss auf die Finanzierungskosten als einen Indikator für die Rolle des Staats im Wohnungsbau berücksichtigten. Diese Variable erlaubt die Berücksichtigung der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Hypothekenzinszahlungen und von Steuerfreibeträgen für Hauseigentümer. Das Modell untersucht mittels Analyse von Daten europäischer Länder und der USA für den Zeitraum von 1996 bis 2006 die Auswirkungen von Immobilienfinanzierungssystemen und die Dynamik, die sich bei Änderungen der Steuerstrukturen auf die Eigentumsquoten ergibt. Die Ergebnisse dieser Untersuchung implizieren, dass das institutionelle Umfeld in diesem Zusammenhang von Bedeutung ist. Steuervorschriften spielen dabei eine besonders herausragende Rolle und beeinflussen die Höhe der Eigentumsquoten signifikant.

Christophe André (OECD) befasste sich näher mit Wohnimmobilienmärkten, Konjunkturzyklen und der Wirtschaftspolitik in den OECD-Ländern. In den meisten OECD-Ländern stiegen

Wohnimmobilienpreise und Immobilienvermögen ab Mitte der 1990er-Jahre bis 2006/07 stark an. Zur gleichen Zeit erreichte die Haushaltsverschuldung in vielen Ländern ein Rekordniveau, was hauptsächlich auf den Rückgang der Real- und Nominalzinssätze und eine breite Palette an Finanzinnovationen auf den Hypothekmärkten zurückzuführen ist. André zeigte auf, dass sich der aktuelle Wohnimmobilienpreiszyklus von seinen Vorläufern in drei Punkten unterscheidet: Erstens wären in den letzten Jahren die Preise für Wohneigentum in den meisten OECD-Ländern über die bisherigen Höchststände hinaus gestiegen. Zweitens hätte die Phase des Preisanstiegs länger ange dauert als in vergangenen Perioden starker Preiserhöhungen. Und drittens wäre der aktuelle Preiszyklus vom Konjunkturzyklus abgekoppelt. In seinen weiteren Ausführungen konzentrierte sich André auf Zinsentwicklungen, insbesondere auf die niedriger werdenden Nominal- und Realzinsen im Zeitverlauf und auf den Rückgang der Zinsabstände bei Hypothekarkrediten in einigen Ländern. Weiters verwies er auf den steigenden Anteil an variabel verzinsten Darlehen in einigen Ländern. Seiner Meinung nach haben Innovationen auf den Hypothekmärkten und der beträchtliche Anstieg des Privatvermögens in der Wirtschaft starke Auswirkungen auf Vermögenspreisänderungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus, insbesondere aufgrund ihres Einflusses auf den privaten Konsum. In seinem Beitrag befasste sich André auch mit dem Einfluss der Zinssätze auf den privaten Konsum (insbesondere den Konsum von Gebrauchsgütern), das Einkommen, das Vermögen und die Liquidität. Zusammenfassend führte er an, dass sich durch die erwähnten Entwicklungen im Bereich Hypothekenfinanzierung

auch neue Herausforderungen für Zentralbanken und Finanzaufsichtsbehörden ergeben hätten und dass sowohl die Regulierung des Finanzsystems als auch die Finanzmarktaufsicht eine entscheidende Rolle bei der Krisenvermeidung innehätten.

Dieter Gstach (Wirtschaftsuniversität Wien) ging auf beide Studien ein. Seiner Meinung nach sollten Analysen von Vermögenseffekten, wie André sie präsentiert hatte, um eine Variable für Mietpreise ergänzt werden. Wenn sich die Mietpreise langfristig an die Preise für Wohneigentum anlehnen, wird sich ein Anstieg der Wohnimmobilienpreise in Zukunft viel stärker auswirken als heute unter Zugrundelegung einer einfachen Konsumfunktion zu erwarten wäre. Er schlug vor, das präsentierte Modell von Springler und Wagner zusätzlich um Mietpreiskennzahlen zu erweitern und betonte die Notwendigkeit von Indikatoren, um die Kosten der Wohnimmobilienfinanzierung – wie in der Studie präsentiert – zu messen. Da die Verfügbarkeit von Wohnbaudaten in den Ländern Europas beschränkt sei, wies er auf die Notwendigkeit einer Erweiterung dieses Datenpools hin.

Im Mittelpunkt von Tagungsblock 3 standen die Fragen, wie sich die Vermögenslage der privaten Haushalte messen lässt, und ob Mikrodaten zum besseren Verständnis der Immobilienmärkte beitragen könnten.

Karin Wagner (OeNB) führte einige Argumente dafür an, warum Immobilienvermögen gemessen werden sollte. Sie wies darauf hin, dass Immobilienvermögen die wichtigste Form der Besicherung darstellt. Der Wert des Wohnimmobilienbesitzes kann sich auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte auswirken, da er für Haushalte mit eingeschränkter Liquidität den Zugang zu Krediten verbessere. Weiters lassen sich anhand von Mikro-

daten Informationen über die Hypothekensituation und Vulnerabilität der einzelnen Subgruppen privater Haushalte besser aufschlüsseln, da in diesem Fall die zugrunde liegenden soziodemografischen Daten verfügbar sind. Zudem könnten solche Daten für die Analyse von Finanz- und Immobilienvermögenseffekten interessant sein. Wagner präsentierte ausgewählte Ergebnisse der „Umfrage zum Immobilienvermögen der privaten Haushalte in Österreich 2008“ und erläuterte die verwendete Stichprobe sowie die Details rund um die durchgeführten Interviews. Den Schwerpunkt der Umfrage bildete die Analyse des Immobilienvermögens und der Wohnungsbaukredite privater Haushalte mit dem Ziel, genauere Informationen darüber zu erhalten, wie private Haushalte ihre Eigenheime finanzieren. Dabei wurden auch Informationen über intergenerative Transfers und Geschenke abgefragt (wann, in welcher Höhe und von wem erhalten private Haushalte finanzielle Zuwendungen). Auch die Frage, ob mit einer Erbschaft zu rechnen sei, wird gestellt. Wagner betonte, dass mit den präsentierten Umfrageergebnissen das erste Mal Mikrodaten über das Immobilienvermögen privater Haushalte in Österreich vorlägen, und kündigte an, dass die Umfrageergebnisse Anfang 2009 erstmals in der OeNB-Publikation „Geldpolitik & Wirtschaft“ publiziert werden würden.

Wagners Ausführungen wurden im Anschluss von *Michael Wagner-Pinter* (Synthesis Forschung) diskutiert. Er warf dabei zwei Fragen auf: Zuerst erörterte er, wie der durch die zitierte Umfrage gewonnene Informationsmehrwert optimiert werden könnte. Seiner Meinung nach stellt die Umfrage eine einzigartige Quelle für österreichische Mikrodaten zu diesem Thema dar, doch sind diese integrativer Be-

standteil einer Informationskette, der nicht isoliert betrachtet werden sollte. Wagner-Pinter empfahl, die Umfrage, die seiner Meinung nach reich an Variablen, jedoch aufgrund der Stichprobengröße nur beschränkt aussagekräftig sei, nicht vorwiegend als Basis für Rückschlüsse auf die Verteilung der Variablen unter der Gesamtheit der österreichischen Haushalte zu nutzen. Stattdessen sollten die Umfragedaten gemeinsam mit anderen Registerstatistiken, die einen weitaus größeren Stichprobenumfang aufweisen, verwendet werden, um die aus der verwendeten Stichprobe resultierenden Gewichtungen zu rekalisieren. Die Umfrage sollte dazu dienen, in erster Linie die Kovarianzen zwischen den Variablen zu analysieren und statistische Schätzungen zu erhalten, deren Ergebnisse auf viel größere Mikrodatenbestände als in dieser Umfrage angewendet werden könnten. Zweitens warf Wagner-Pinter die Frage auf, inwiefern Mikrodaten zu einem besseren Verständnis der Wohnimmobilienmärkte beitragen können, und vertrat die Meinung, dass derartige Umfragen dazu keinen Beitrag leisten können und dass andere Wohnungsmarktdaten (über Transaktionswerte, Mobilität der privaten Haushalte usw.) aussagekräftiger seien. Diese Umfrage erläutere eher die Höhe und das Ausmaß der Risiken, die private Haushalte beim Erwerb einer Immobilie haben. Es handle sich daher weniger um eine Umfrage zu den Märkten, bei der die Transaktion im Mittelpunkt des Interesses stehe, sondern vielmehr um eine Umfrage zum entsprechenden Risiko. Seiner Meinung nach wäre es irreführend, den Wohnimmobilienmarkt mit Wohnraumfinanzierung gleichzusetzen. Die Dynamik der Wohnimmobilienmärkte und jene der Immobilienfinanzierung lässt sich nur durch unterschiedliche Fragestellungen erfassen.

Tagungsblock 4 gewährte nähere Einblicke in die Wohnbaupolitik verschiedener europäischer Länder. *Montserrat Pareja Eastaway* (Universität von Barcelona, Spanien) beleuchtete die europäischen Mietmärkte und die Frage, ob ein Trend zu erhöhter Regulierung oder Liberalisierung bestünde. Ihre weiteren Ausführungen beschränkte sie auf Spanien.

Pareja Eastaway führte aus, dass sich die jüngsten Veränderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen direkt auf die Ansätze auswirken, die zur Erreichung wohnbaupolitischer Ziele eingesetzt werden. Die Wohnimmobilienmärkte sind derzeit instabil, und die Erwartungen hinsichtlich des Finanzmarktgleichgewichts sind von Ungewissheit gekennzeichnet. Die europäischen Mietmärkte und ihre Regulierung unterscheiden sich zwar von Land zu Land, doch zeichnen sich auf dem europäischen Wohnungsmarkt auch einige allgemeine Trends ab, wie etwa ein allgemeiner Anstieg beim Wohneigentum und ein Rückgang des Anteils und der Qualität von Mietwohnungen. In einigen Ländern blieb der Prozentsatz der diesem Segment zugeordneten Wohnimmobilien stabil (z. B. Deutschland), in anderen fiel er drastisch (z. B. Spanien). Hinsichtlich der Entwicklung bei den Mieten stellte Pareja Eastaway fest, dass die realen Mietpreise wegen der Kosten für Bauland, der Betriebskosten und der Notwendigkeit von Qualitätsverbesserungen langfristig gestiegen seien (außer in Portugal und Dänemark). Reale Mietpreise verhalten sich weniger zyklisch als Preise für Wohnimmobilien; etwaige Fluktuationen sind normalerweise auf regulatorische Reformen zurückzuführen. Zwischen dem System der Förderung des privaten Mietsektors in Europa und dem Anteil an privat vermieteten Wohnungen/Häusern besteht ein Zusam-

menhang. Laut Pareja Eastaway liegen zwei Gründe vor, warum der Anteil an Mietwohnungen in Europa seit 1980 gesunken ist: Einerseits könnten die strengen Mietkontrollen und -regulierungen zu einer Verringerung des Mietangebots geführt haben, andererseits ist Eigentum aufgrund der geringeren Kosten für Hypothekarkredite, einer für selbst genutztes Wohneigentum günstigen Steuer- und Beihilfenpolitik und der erwarteten Kapitalerträge auf gestiegene Hauspreise attraktiver geworden. Zu den grundlegenden Aspekten von Mietkontrollsystemen zählt Pareja Eastaway die Art der Mietanpassung im Zeitverlauf, sowie die Kontrolle der bei einem neuen Vertrag vereinbarten Anfangsmiete und Bestimmungen zur Vertragskündigung. Zur Lage der Mietmarktregulierung in Europa führte sie aus, dass die meisten EU-Mitgliedsländer eine einfache jährliche Indexmietanpassung gestatten. Auch für die Vertragsverlängerung gelten Vorschriften (die die Verhandlungsmacht des Vermieters einschränken). In den meisten Ländern ist man zu einer Freigabe der Mietpreise bei neuen Mietverträgen übergegangen; auch besteht die Tendenz, die Dauer des Mietvertrags und die Kündigungsregeln frei vereinbaren zu lassen. Zur Lage in Spanien stellte Pareja Eastaway fest, dass es bei der Erteilung von Baubewilligungen zu einem signifikanten Rückgang gekommen war, wodurch wiederum die Hauspreise extrem in die Höhe schnellten; außerdem hatte der Immobiliensektor den höchsten Immigrantenanteil unter den Beschäftigten aufgewiesen und verzeichne nun eine hohe Arbeitslosenquote. Der Anteil an Sozialmietwohnungen ist sehr gering (1% des Wohnimmobilienbestands), 10% des Bestands wird privat vermietet und 89% von den Eigentümern selbst genutzt. Ein historischer Ver-

gleich zeigt, dass der Mietanteil im Jahr 1950 bei 54 % lag, je nach Region teilweise jedoch stark variierte. In den vergangenen drei Jahren waren auf dem spanischen Mietmarkt drei Regulierungsschübe zu verzeichnen: Während der 1950er-Jahre zogen es die Eigentümer vor, ihre Wohnimmobilien leer stehen zu lassen. Bis in die 1980er-Jahre waren die Mieten eingefroren und die Mietverträge zeitlich unbefristet. Zwischen 1985 und 1994 wurden Mieten und Mietvertragsdauer vollständig liberalisiert, sodass Mietverträge mit einer Mindestdauer von fünf Jahren nach 1994 frei vereinbar waren. Bis in die späten 1990er-Jahre warfen Schuldverschreibungen höhere Erträge ab als Mietwohnungen (was unter anderem die hohen Eigentumsquoten in Spanien erklärt). Pareja Eastaway schloss ihre Ausführungen mit der Feststellung, dass die spanische Wohnbaupolitik sich derzeit vollständig auf den Mietsektor konzentrierte. Alle neuen Verträge sind staatlich reguliert. Den Vermietern werden finanzielle Anreize (im Fall von Reparaturen und baulichen Verbesserungen) sowie Steuererleichterungen geboten.

Guido Wolswijk (Europäische Zentralbank) präsentierte einige für den europäischen Wohnimmobilienmarkt relevante steuerliche Aspekte. Er beleuchtete die Rolle, die steuerliche Instrumente auf den Wohnimmobilien- und Hypothekensmärkten spielen, und betonte, dass sich fast alle steuerlichen Maßnahmen auf die Wohnimmobilienmärkte auswirken. Viele Staaten fördern Wohnungseigentum im Hinblick auf die positiven externen Faktoren, die damit einhergehen, dass Menschen Eigenheimbesitzer sind (Eigenheimbesitzer beteiligen sich aktiver am Gemeinschaftsleben, sind gesünder usw.). Private Haushalte wiederum neigen dazu, die Bedeutung der eigenen

Wohnsituation zu unterschätzen, und können oft nicht richtig abschätzen, wieviel sie für das Wohnen ausgeben sollen. Außerdem werden von staatlicher Seite Anstrengungen unternommen, das Wohnen für die gesamte Bevölkerung leistbarer zu machen, insbesondere für einkommensschwache Haushalte, für die der Zugang zu Krediten erschwert ist. Wohnen ist eine Investition und ein Konsumgut. Ob Staaten Eigentum fördern oder nicht, lässt sich am Grad der Steuerneutralität ablesen, das heißt daran, ob selbst genutztes Wohneigentum ähnlich besteuert wird wie andere Vermögenswerte (z. B. Anleihen) beziehungsweise, da Wohneigentum auch ein Konsumgut ist, wie der Kauf anderer Gebrauchsgüter (z. B. Kfz). Wird es beispielsweise wie Anleihen besteuert, bedeutet dies, dass alle damit verbundenen Investitionskosten normalerweise steuerlich absetzbar sind; die eigentliche Besteuerung erfolgt über die Jahresrendite. Die Besteuerung von Wohneigentum ist europaweit relativ unterschiedlich. In Deutschland, dessen Wohnimmobilienmarkt europaweit den höchsten Anteil an Mietverhältnissen aufweist, besteht die gängige Praxis darin, dass private Haushalte unter Zuhilfenahme eines Hypothekarkredits eine Wohnimmobilie erwerben und diese dann vermieten. Obwohl es in Deutschland einen großen Mietmarkt gibt, ist dieser stark von der Zinslage und steuerrechtlichen Bestimmungen abhängig. Im Allgemeinen bieten die meisten europäischen Steuersysteme jedoch finanzielle Anreize für selbst genutztes Wohneigentum. In der Folge ging Wolswijk auf die Auswirkungen und Risiken der steuerlichen Subventionierung des Wohnbaus ein. Steuerliche Subventionierung soll einen positiven Effekt auf die Wohnungsausgaben haben; allerdings stellt sich die Frage,

ob steuerliche Subventionierung zu diesem Zweck gerechtfertigt ist. Zudem müssen zur Wohnbausubventionierung andere Steuern angehoben werden. Auch sollten die durch Subventionen erzielten Kapitalgewinne nicht unerwähnt bleiben (das heißt bei geringer angebotsseitiger Flexibilität bewirkt eine höhere Subventionierung eine Umverteilung von neuen auf bereits bestehende Eigentümer). Auch verursacht Subventionierung einen regressiven Einkommensverteilungseffekt (das heißt Besserverdiener profitieren stärker als Gruppen mit niedrigerem Einkommen, im Wesentlichen aufgrund der steuerlichen Abzugsfähigkeit von Hypothekenzinszahlungen zum höchsten Grenzzinssatz). In seinen weiteren Ausführungen hinterfragte Wolswijk, inwieweit steuerliche Maßnahmen dazu beitragen können, bestehende oder aufkommende Ungleichgewichte auf dem Wohnimmobilienmarkt auszugleichen. Der Euroraum verfolgt zwar einerseits eine gemeinsame Geldpolitik, andererseits sind die Wohnimmobilienmärkte national geregelt. In der Fachliteratur wird die Frage des richtigen Zeitpunkts für eine staatliche Intervention auf dem Wohnimmobilienmarkt ausführlich diskutiert, wobei zwischen strukturellen Maßnahmen und Feinsteuerungsmaßnahmen zu unterscheiden ist. Strukturelle Maßnahmen zielen auf eine Reduktion der Variabilität der Wohnimmobilienpreise ab, wohingegen Feinsteuerungsmaßnahmen eher auf Ad-hoc-Basis erfolgen. Alle in diesem Zusammenhang einsetzbaren Instrumente sind länderspezifisch. Wolswijk schloss seinen Beitrag mit der Feststellung, dass die Besteuerung von Wohnimmobilien insgesamt günstig ausfällt, wenn auch von Land zu Land unterschiedlich, und dass die gemeinsame Geldpolitik auf den Immobilienmärkten potenziell eine relativ große Rolle spiele.

Margarete Czerny (Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung) eröffnete ihren Beitrag mit einer Diskussion der beiden von Pareja Eastaway und Wolswijk präsentierten Studien. Sie wies darauf hin, dass Wohneigentum in Europa zwar einerseits stark im Ansteigen begriffen sei, andererseits jedoch ein deutlicher Rückgang in der Subventionierung sämtlicher Formen von Haushaltszulagen, auch für Mietwohnungen, zu bemerken sei. Investitionen in Wohnimmobilien wirken sich in Spanien sowie in anderen Ländern stark auf das Wachstum aus. Von steuerlichen Instrumenten profitieren eher Personen mit höherem Einkommen; geringe Zinsen begünstigen den Erwerb von Wohneigentum. Czerny erinnerte jedoch daran, dass nur die Hälfte der europäischen Bevölkerung Wohneigentum auch selbst nutzt. Der Einfluss steuerlicher Instrumente auf die Eigenheimquoten ist schwer einzuschätzen. In Europa ließe sich ihrer Meinung nach kein besonderer Einfluss steuerlicher Maßnahmen auf Eigenheimquoten ablesen. In Deutschland und Österreich zum Beispiel spielen steuerliche Instrumente keine wesentliche Rolle. In Spanien, dem Vereinigten Königreich und in Irland stiegen die Hauspreise in manchen Jahren um 10% bis 20%. Der neoklassischen Theorie zufolge sollte daher die Anzahl der Immobilientransaktionen zurückgehen; doch das Gegenteil war der Fall: Wohnimmobilien wurden immer teurer, und die Anzahl der Hauskäufe stieg. Bei zunehmendem Spekulationsgrad hätten staatliche Maßnahmen ergriffen werden müssen, was jedoch nicht geschah. Spanien stellt für Czerny einen Sonderfall in Europa dar, da es hier in den letzten Jahren zusätzlich zu Überinvestitionen im Wohnbau kam, die durch die hohen Tourismuseinkünfte und die Tatsache bedingt waren,

dass viele der Mietwohnungen für Touristen (als Zweitwohnungen) errichtet wurden. Eine Verlagerung der Finanz- bzw. Steuerpolitik von der Begünstigung von Wohnungseigentum zur Förderung von Mietwohnungen ist erforderlich. Zum Abschluss führte Czerny einige Gründe dafür an, warum Wohnimmobilienpreise zum Ziel von Spekulationen geworden sind, und empfahl den Ländern Europas, ihre jeweilige Wohnbaupolitik neu auszurichten.

Ein weiteres Workshop-Thema bestand in der Immobilienfinanzierung in Zentral-, Ost- und Südosteuropa und den diesbezüglichen Trends und Herausforderungen.

Wolfgang Amann (Institut für Immobilien, Bauen und Wohnen GmbH, IIBW) präsentierte neue politische Ansätze zur Ermöglichung von leistbarem Wohnen in Zentral- und Osteuropa (CEE). Er vertrat die Ansicht, dass es zunächst notwendig sei, die aktuelle Situation betreffend Wohnimmobilienbereitstellung, Wohnbau und Wohnimmobilienmärkte in den CEE-Ländern zu beleuchten, um die Herausforderungen für die Wohnbaupolitik in diesen Ländern verstehen zu können. In den meisten CEE-Ländern ist der Anteil an Mietwohnungen aufgrund der Anfang der 1990er-Jahre durchgeführten, groß angelegten Privatisierungen gering. Die größten Herausforderungen bestehen unter anderem darin, dass die Immobilienpreise westliches Niveau erreicht haben, während das Haushaltseinkommen weit unter westlichem Niveau liegt, sowie in schlecht erhaltenen Immobilienbeständen, einer unzureichenden Wohnbautätigkeit für Bevölkerungsgruppen mit niedrigeren und mittleren Einkommen sowie in Regionen mit geringer Wirtschaftsdynamik und in kleinen bzw. sogar schrumpfenden Mietmärkten und

einer unzulänglichen Gesetzgebung. Amann präsentierte sodann von IIBW entwickelte Projekte. Tätigkeitsschwerpunkte von IIBW bilden die Ausarbeitung eines soliden rechtlichen Rahmens und – in diesem Zusammenhang – die Errichtung von Geschäftsstrukturen für PPP-Wohnbauprojekte (Public Private Partnership – PPP). Als Beispiel eines diesbezüglichen IIBW-Projekts nannte er das soeben fertiggestellte neue rumänische Wohnbaurecht. Ein zweites wichtiges Projekt ist die Entwicklung strukturierter Finanzierungsmöglichkeiten, die das Mieten von Wohnimmobilien leistbarer machen und somit den Mietern einen wirtschaftlichen Anreiz bieten sollen, sich für Mietobjekte statt für Eigentumswohnungen zu entscheiden. Ähnliche Projekte sind derzeit für Montenegro und Albanien in Vorbereitung.

József Hegedüs (Metropolitan Research Institute) nahm zu der Studie von Amann Stellung und ging der Frage nach, ob in der Wohnbaupolitik der CEE-Länder Divergenz oder Konvergenz vorherrsche. Nach der Wende standen die Regierungen in der Region unter einem ständigen Steuerdruck, der durch die sozialen und wirtschaftlichen Kosten der bankrotten sozialistischen Volkswirtschaften verursacht wurde. In den betreffenden CEE-Ländern reagierte die Wohnbaupolitik mit unterschiedlichen Ansätzen. In der Übergangsphase ergab sich aufgrund der negativen Konsequenzen der wirtschaftlichen Umstrukturierung (regionale und soziale Ungleichheit, sinkender Lebensstandard, Problem der Leistbarkeit usw.) die Notwendigkeit einer neuen Wohnbaupolitik, die zuerst ein neues, marktbasierendes Immobilienfinanzierungssystem (rechtlicher Rahmen und Subventionen) aufbauen musste, und einer nachhaltigen Sozialwohnbaupolitik. Diese Neuerungen

wurden in den CEE-Ländern unterschiedlich schnell und auf verschiedene Arten durchgeführt.

Tagungsblock 5 befasste sich schließlich mit relevanten Statistiken und der Frage der korrekten Bewertung von Wohnimmobilienpreisen.

Anthony Murphy (Universität von Oxford) erläuterte, dass zur Erfüllung der Benutzeranforderungen bei der Entwicklung von Statistiken eine strategische Vorgangsweise erforderlich sei. Er betonte, dass Daten zu Wohnimmobilienpreisen unbedingt von hoher Qualität sein müssten (insbesondere bei längeren Zeitreihen von zumindest 20 Jahren). Unter Verwendung von Jahres- und Quartalsdaten untersuchte er die Vor- und Nachteile unterschiedlicher Wohnimmobilienpreise im Vereinigten Königreich, in den USA und in Irland.

Für das Vereinigte Königreich liegen verschiedene bereinigte Wohnimmobilienpreisindizes vor. Nach *Murphy's* Meinung gibt es keinen idealen Einzelindex. Alle Indizes sind jedoch kointegriert (da die realen Hauspreise $I(1)$ sind und die Komposition oder der Mix Bias $I(0)$ oder trendstationär ist) und weisen dieselben mittel- und langfristigen Trends auf. Für Prognosezwecke ist daher die Wahl des Index von keiner besonderen Bedeutung. Bei der Modellierung europäischer Immobilienmärkte scheinen jedoch langfristige, disaggregierte durchschnittliche und bereinigte Wohnimmobilienpreisdaten sowie sonstige Wohnbaudaten zu fehlen, was für die Forschung hinderlich ist. *Murphy* schloss seine Präsentation mit einer Wunschliste. Auf der Makroebene würde er sich konsistente, mittelfristige Zeitreihendaten zu den Wohnimmobilienbeständen (einschließlich Daten zu leerstehenden Wohnungen) und den Hauptkomponenten des Vermögens der privaten Haushalte

wünschen. Zusätzlich wären Daten zur Beleihungsquote (loan-to-value ratio – LTV) und zum Verhältnis von Kredithöhe zu Einkommen (loan-to-income ratio – LTI) für Kreditnehmer bei erstmaliger Kreditaufnahme und für andere Kreditnehmer hilfreich, um Änderungen bei den Kreditbedingungen verfolgen zu können. Auf der Mikroebene hätte *Murphy* gerne auf Umfragen beruhende Daten zu Erwartungen hinsichtlich der Wohnimmobilienpreise und zur Kreditvergabe, mehr Informationen über Wohnimmobilienfinanzierung und das Vermögen der privaten Haushalte sowie Panel-Untersuchungen zur Verfügung.

Als zweiter Redner dieses Tagungsblocks gab *Adrian Page* (Europäische Zentralbank) einen Überblick über statistische Daten zu Wohneigentumspreisen im Euroraum und in ausgewählten EU-Mitgliedsländern. Seit 2001 hat die EZB in Zusammenarbeit mit den nationalen Zentralbanken in den einzelnen EU-Mitgliedsländern ihre Sammlung an statistischen Daten über Wohneigentumspreise schrittweise erweitert. Diese Daten werden sowohl für Länderanalysen als auch zur Kontrolle der Entwicklungen im gesamten Euroraum eingesetzt. *Page* schloss seine Ausführungen mit der Feststellung, dass zwar beträchtliche Datenmengen zur Verfügung stehen, jedoch umfassende Arbeiten erforderlich sind, um die statistischen Daten zu Wohneigentumspreisen in der EU im Hinblick auf Repräsentativität, Vergleichbarkeit, Aktualität und Häufigkeit optimal aufzubereiten. Derartige Optimierungsarbeiten sind bereits im Gange und werden vorwiegend von den nationalen statistischen Ämtern der EU-Mitgliedsländer im Rahmen eines Eurostat-Pilotprojekts über Preisindizes für selbst genutztes Wohneigentum ausgeführt.

Der Workshop endete mit einer Podiumsdiskussion zum Thema „What lessons have we learned from the Spanish/Italian/British/US case? What can be done in Europe to make housing markets more stable?“

Elias Karakitsos (Universität von Cambridge), *Montserrat Pareja Eastaway* (Universität von Barcelona) und *Leonardo Gambacorta* (Banca d'Italia) erörterten ihre jeweiligen Sichtweisen zur Wohnimmobilienpreiskrise/-blase in den USA, Spanien und Italien sowie mögliche Auswege aus der Krise.

Montserrat Pareja Eastaway unterstrich, dass die Wohnimmobilienmärkte nicht konkurrenzfähig seien. Sie wies auf die Vulnerabilität der privaten Haushalte hin und meinte, dass aus diesem Grund staatliche Eingriffe erforderlich wären. Regulierung kann auch wettbewerbsverzerrend sein. Obwohl Regulierungsmaßnahmen offenbar für Stabilität sorgen, ist doch mitunter das Gegenteil der Fall. Angesichts einer Eigentumsquote von 90% in Spanien wird ersichtlich, dass die Wohnbaupolitik gegenüber der aktuellen Situation ganz und gar nicht neutral eingestellt ist. Während der Franco-Diktatur verfolgte die spanische Wohnbaupolitik nur ein einziges Ziel: den Menschen ein Dach über dem Kopf zu geben. Bis zum Ende des Franco-Regimes bestand die spanische Wohnbaupolitik hauptsächlich in der Errichtung von Wohnimmobilien. Danach änderte sich die Strategie in der Wohnbaupolitik, und Beihilfen/Subventionierungen wurden fortan mittels indirekter Förderung gewährt. Während dieses Zeitraums wurden staatlich regulierte Wohnimmobilien (das heißt im Privateigentum stehende Wohnimmobilien, eine Besonderheit des spanischen Wohnimmobilienmarktes) eingeführt. Nach 15 Jahren durften diese Wohnimmobilien auf dem freien Markt ver-

kauft werden. Die Wohnbaupolitik subventionierte staatlich regulierte, im Privateigentum stehende Wohnimmobilien, das heißt deren Eigentümer verdienten an den Subventionierungen. Eine der Konsequenzen dieser Form von Wohnbauregulierung, mit der die Politik Wohneigentum fördern wollte, bestand darin, dass der ursprüngliche Effekt der Erhöhung der Erschwinglichkeit von Wohnraum abgeschwächt wurde. Der soziale Wohnbau geht zurück. Durch die Dezentralisierung der Wohnbaupolitik kam es zu einer Verschiebung der Verantwortung für den Wohnbau zu den autonomen Gemeinschaften. Pareja Eastaway vertrat die Meinung, dass der private Mietsektor auf dem spanischen Markt angekurbelt werden sollte. Zudem fiel auch die Entscheidung, den Grundstücksmarkt vollständig zu deregulieren, wobei natürlich eine Wechselbeziehung zwischen dem Grundstücksmarkt und den Wohnimmobilienmärkten besteht. Die Frage „Was haben wir daraus gelernt?“ beantwortete Pareja Eastaway wie folgt: Das Beispiel Spaniens zeige, dass es nicht ratsam sei, eine Wohnimmobilienpreisblase über einen Zeitraum von sechs Jahren zu tolerieren. Es stelle sich außerdem die Frage, ob es ratsam sei, nur einen so geringen Anteil des Wohnimmobilienbestands für Sozialwohnungen zu reservieren, wie dies in Spanien der Fall ist. Weiters sollte auch diskutiert werden, ob die ungleichen Besitzverhältnisse von der öffentlichen Hand ausgeglichen werden sollten. Als Strategie für die Zukunft sprach sie die Empfehlung aus, bei der Gestaltung einer angemessenen Wohnbaupolitik die sich ändernden wirtschaftlichen Bedingungen zu berücksichtigen. Darüber hinaus sei der soziale Wohnbau ein wesentliches Instrument zur Dämpfung überhitzter Märkte. Auch Grundstücksmärkte tragen entscheidend dazu

bei, dass ein gewisser Prozentsatz an Wohnimmobilien für den sozialen Wohnbau reserviert ist. (In Spanien beträgt der Anteil des sozialen Wohnbaus an neu errichteten Wohnimmobilien je nach autonomer Gemeinschaft derzeit zwischen 20% und 50%.)

Leonardo Gambacorta erläuterte zu Beginn seines Diskussionsbeitrags einige charakteristische Merkmale des italienischen Kreditmarktes für private Haushalte, der sich durch zügiges Wachstum (schneller als im Euroraum), aber – verglichen mit anderen Ländern (z. B. Spanien) – relativ geringe Größe auszeichnet. Dann ging er dazu über, einige Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen auszuführen, insbesondere hinsichtlich Verbriefungen und Kreditqualität. Dabei zeigte er auf, dass die Hälfte des beobachteten Rückgangs bei der Kreditgewährung an italienische Haushalte auf statistische Effekte in der Darstellung von Verbriefungsaktivitäten zurückzuführen ist. Gambacorta stellte fest, dass Verbriefungsaktivitäten in Italien selbst während der Finanzmarkturbulenzen angestiegen waren. Nach der Einführung des italienischen Verbriefungsgesetzes nahmen die jährlichen Ströme verbrieftener Kredite als Prozentsatz der gesamten Kredite seit Dezember 2007 aufgrund von „Self-Retained Securitization“ zu. Das bedeutet, dass Banken Hypotheken über SPVs verkauften, diese in der Folge jedoch zum Erwerb von Asset-Backed Securities (ABS) zurückkauften, die wiederum als Sicherheit in einem Refinanzierungsgeschäft innerhalb des Eurosystems verwendet werden konnten. So kam es zu Veränderungen bei Verbriefungen, die nun eine direkte Rolle auf dem Markt spielten und zur Streuung des Kreditrisikos unter den Finanzintermediären dienten. Gambacorta warf die Frage auf, ob dies gut oder schlecht wäre. Diese Frage

lässt sich nur schwer beantworten, weshalb es besonders wichtig ist, die Auswirkungen von Verbriefungen auf die Kreditvergabe zu kennen. Denn diese sind nicht unbedeutend: Einerseits gibt es negative Auswirkungen, z. B. eine Verschlechterung der Kreditqualität aufgrund der Tatsache, dass die Banken Kredite an die privaten und institutionellen Märkte verkaufen und daher wenig Interesse haben, die Märkte zu überwachen. Andererseits werden in der Fachliteratur auch positive Aspekte von Verbriefungen angeführt und Verbriefung wird insgesamt als positiv angesehen; die Probleme asymmetrischer Informationen könne man in den Griff bekommen. Diese Frage müsste zudem noch empirisch untersucht werden. Einige vorläufige Schätzungen für Italien zeigen, dass verbrieftete Kredite unter gleich bleibenden Rahmenbedingungen weniger riskant sind. Die Kreditqualität in Italien ist weiterhin hoch, doch die Anzahl der Kunden mit finanziellen Schwierigkeiten ist angestiegen. Als institutionelle Faktoren, die dazu beigetragen haben könnten, dass sich die Finanzmarktanspannungen in Italien in Grenzen hielten, nannte Gambacorta die gesetzlich eingeschränkte Beleihungsquote (vormals 50%, und 80% vom besicherten Wert) sowie das Wuchergesetz, das eine Höchstgrenze für die Höhe der verlangten Zinsen festlegt. Beide Faktoren trugen dazu bei, dass der Subprime-Markt kleiner wurde. Ein weiteres interessantes institutionelles Detail ist außerdem das starke Einzelkundenkreditgeschäft. In der aktuellen Krise waren viele Banken mit dem Problem zu geringer Einlagen konfrontiert. Es wäre daher empfehlenswert, dass die Banken der Passivseite ihrer Bilanzen größere Aufmerksamkeit widmen. Im Gegensatz zum Euroraum verzeichnete Italien seit Beginn der Finanzkrise einen Anstieg bei

der Mittelbeschaffung über die Banken. Gambacorta schloss seinen Diskussionsbeitrag mit der Aussage, dass die Regulierung der Finanzwirtschaft neu überdacht werden müsse, wobei im Auge zu behalten sei, dass diese Auf- und Abschwüngen unterworfen ist. Es muss neue Regeln geben, doch es sei darauf zu achten, dass Finanzinnovationen durch die Regulierung nicht unterdrückt würden. Seiner Meinung nach sind gewisse Regeln erforderlich, die eine durchgehende Verbindung zwischen der Vertiefung der Finanzmärkte und dem Wirtschaftswachstum herstellen. Die italienische Erfahrung zeigt, dass einige Regeln (Beschränkung des LTV, Wuchergesetz) die Folgen der Finanzmarkturbulenzen zumindest bis jetzt in Grenzen gehalten haben. Alles in allem forderte er ein neues Regelwerk, das keine negativen Auswirkungen auf das Kreditangebot hat, und schloss mit den Worten: „Banken müssen Banken bleiben!“

Elias Karakitsos eröffnete seinen Diskussionsbeitrag mit der Feststellung, dass der Wohnimmobilienmarkt nur ein Markt sei, auf dem Liquidität effektiv gesteuert würde, weshalb er eine Regulierung der Immobilienmärkte nicht für besonders wichtig halte. Auf die Frage nach notwendigen Veränderungen bei den Finanzinstituten antwortete er, dass die Rahmenbedingungen einem raschen Wandel unterliegen würden und die Politik hinterherhinken würde. Das Problem sei die Liquidität, und diese sei sehr schnell aufgebraucht. Der US-amerikanische Wohnimmobilienmarkt sei nicht die Ursache der Kreditkrise und der aktuellen Turbulenzen in der Weltwirtschaft. Vielmehr sei die Krise das Symptom der riesigen Liquiditätsmengen, die durch die Finanzsteuerung in die Märkte gelangt sind, sowie das Resultat einiger geldpolitischer Fehlent-

scheidungen, besonders in den USA. Diese Liquidität finanzierte in den letzten zehn Jahren eine Reihe großer spekulativer Blasen (Internet-, Immobilien- und Rohstoffblase) und einige kleinere (Schifffahrt und außerbörsliche Beteiligungen). Derzeit wird im Finanzsystem Fremdkapital abgebaut. Die Herausforderung besteht nun darin, diesen Prozess anzuhalten, bevor er zu einem systemischen Problem wird. Die Frage ist, wie dies bewerkstelligt werden kann und wie man gleichzeitig vermeidet, dass sich die Situation rapide in eine Krise verwandelt. Das bisherige System, die Kreditaufnahme auf dem kurzfristigen Markt und die Verwendung der Kredite auf dem langfristigen Markt (wie es z. B. von Investmentbanken praktiziert wurde), wird zusammenbrechen. Laut Karakitsos werden außerbörsliche Beteiligungen und Hedgefonds diese Rolle nicht übernehmen. Das bisherige Modell wird daher nicht mehr funktionieren. Da die US-amerikanische Regierung immer mehr Unternehmen übernimmt, wird es in Zukunft ein viel höheres Maß an Regulierung geben. Das wahre Risiko in diesem Prozess der Deflation, der etwa zehn Jahre andauern kann, liegt in der korrekten Bewertung der Vermögenswerte. Karakitsos hätte es vorgezogen, wenn anstelle der Liquiditätsspritzen für die Märkte eine Rekapitalisierung des US-amerikanischen Bankensektors stattgefunden hätte. Aus wirtschaftspolitischer Sicht sollte klar sein, dass Regulierung einen Rückschritt und keinen Fortschritt darstellt. Es wird immer Menschen geben, die Gesetzeslücken entdecken und diese zu ihrem Vorteil nutzen. Die Aufsichtsbehörden werden die Lücken immer erst zeitverzögert schließen und in manchen Fällen, wie in der aktuellen Krise, zu spät reagieren, um eine Katastrophe zu ver-

hindern. Ein besserer Ansatz als Überregulierung wäre, wenn die Zentralbank eine Zielgröße für Vermögenspreise vorgeben würde, die das Funktionieren der freien Märkte nicht behindert und Finanzinnovationen nicht verhindert. Da bei Verbriefungen Vermögenswerte und Risiken in den Privatsektor transferiert werden, wäre laut Karakitsos das Reinvermögen des Privatsektors als Prozentsatz des verfügbaren Einkommens die ideale Zielvariable für eine derartige Steuerung durch die Zentralbank.

Das Programm des Workshops sowie die Studien und Präsentationsunterlagen sind auf der OeNB-Website unter folgender Adresse verfügbar:

www.oenb.at/en/geldp_volksw/Volkswirtschaftliche_Veranstaltungen/workshop_housing_market_challenges_in_europe_and_the_united_states_any_solutions_available.jsp

Eine Publikation im Verlag Palgrave Macmillan ist in Planung.