

## Lehren aus der Immobilienkrise

Einbettung des Wohnungsmarktes in eine theoretische post-keynesianische Analyse

Elisabeth Springler

Es ist unumstritten, dass die Immobilienkrise von 2007/2008 mit dem Ursprung in den USA globale negative makroökonomische Effekte hatte. Sie hat aber auch zu einer breiteren Diskussion der makroökonomischen Zusammenhänge des Wohnungsmarktes beigetragen. In der ökonomischen Wahrnehmung war der Wohnungsmarkt bisher durch seine Charakteristika geprägt, woraus sich unmittelbare wirtschaftspolitische Forderungen abgeleitet haben. Zu diesen zählt im Wesentlichen zum einen die Bedeutung des Faktors Wohnen als spezielles Gut und zum anderen die starke Segmentierung des Marktes – die eine regionale Komponente beinhaltet, aber auch die Frage nach der zugrundeliegenden Eigentumsstruktur. Daraus schließt unmittelbar die Bedeutung des öffentlichen Sektors zur Bereitstellung und Sicherung von (leistbarem) Wohnraum an. Die Diskussion in Österreich rankte sich dabei in den vergangenen Jahrzehnten vor allem um die Frage nach einem geeigneten wirtschaftspolitischen Eingriff in Form einer Mischung von nachfragesteuernden und angebotssteuernden Förderungen am Wohnungsmarkt. Die Effekte einer schrittweisen Steigerung der nachfragesteuernden Maßnahmen gekoppelt mit der strukturellen Veränderung der Fördersystematik im Hinblick auf die sogenannte „Veränderung“ der Wohnbauförderung auf Wohnungspreise und Kosten der öffentlichen Hand wurden vielfach diskutiert (vgl. unter anderem Czerny 1990, 2001).

Nach der Immobilienkrise von 2007/2008 standen zunächst die amerikanischen Haushalte in der Kritik über ihre Verhältnisse gelebt zu haben und durch den Wunsch nach einem Wohnungseigentum das Entstehen der Immobilienblase vorangetrieben zu haben. Eine kritische Auseinandersetzung mit der Entwicklung der Wohnungspreise hat zwar rasch die Diskussion wieder auf die Frage nach der Leistbarkeit des Gutes Wohnen zugespitzt (vgl. Springler 2010), diese hat jedoch die Effekte der Finanzmärkte bei den wohnungspolitischen Forderungen zunächst weitgehend ausgeklammert. Neuere Aufarbeitungen der Immobilienkrise haben zum einen eine erweiterte Sichtweise auf die Entwicklung der Immobilienpreise und schließen zum anderen ein breiteres Spektrum an wirtschaftspolitischen Forderungen an diese Analysen – die über wohnungspolitische Maßnahmen hinausgehen – an. Immobilienpreisentwicklungen werden aktiv mit Vermögenseffekten und der Verschuldungsstruktur der Haushalte verknüpft und um Regulierungsaspekte zur Immobilienfinanzierung erweitert (Wagner 2014). In einem ähnlich breiten Ansatz leitet etwa *Wieser* (o.J.) sieben Schlussfolgerungen zur Stabilisierung der Wohnungsmärkte in EU-14 ab. Diese umfassen neben konkreten Strukturanalysen des Wohnungsmarktes auch Forderungen zu einer adäquaten Regulierung von liberalisierten Finanzmärkten und zur Koordinierung der jeweiligen nationalen Wohnbaufinanzierungssysteme (siehe auch OECD 2011). Neben diesen Länderstudien, die den wirtschaftspolitischen Forderungen vielfach eine Aufarbeitung der empirischen Beobachtungen der letzten Jahre zugrunde legen, werden die Konsequenzen aus der Immobilienkrise zunehmend auch auf einer makroökonomisch-theoretischen Ebene<sup>1</sup> diskutiert.

## **Integration des Immobilienmarktes in die makroökonomische postkeynesianische Modellwelt**

Nicht zuletzt durch das Platzen der Immobilienblase ist deutlich geworden, dass der makroökonomische Analyserahmen für den Wohnungsmarkt die unterschiedlichen AkteurInnen einer Volkswirtschaft und deren jeweilige Vermögens- und Einkommensstruktur, sowie deren Veränderungen betrachten muss. Amerikanische Haushalte haben sich beispielsweise insgesamt in den Jahren vor der Finanzkrise stark verschuldet, doch die Steigerung dieser Verschuldungsposition wurde auch durch die unterschiedlichen Vermögenspositionen der Haushalte vorangetrieben (Zezza 2008). Das bedeutet, während ein Teil der amerikanischen Haushalte eine Steigerung der Verschuldung zu verzeichnen hatte, konnte ein anderer Teil der amerikanischen Haushalte eine Steigerung der (Kapital-)Einkommen lukrieren. Ein makroökonomischer Analyserahmen muss demnach Kategorien von Haushalten unterscheiden – jene, die über Arbeitseinkommen verfügen (auch als *ArbeiterInnenhaushalte* bezeichnet) und jene die (auch) über Kapitaleinkommen (auch als *KapitalistInnenhaushalte* bezeichnet) verfügen. Eine Segmentierung des Wohnungsmarktes findet auf diese Weise nicht direkt über die Unterscheidung von Eigentums- und Mietmarkt statt, sondern im Hinblick auf die Einkommens- und Vermögensposition der Haushalte. Die unterschiedlichen Vermögenspositionen determinieren in der Folge die Struktur des Wohnungsmarktes. Weitere AkteurInnen des postkeynesianischen Modells sind Unternehmen, die die realwirtschaftliche Produktion symbolisieren, der Bankensektor als Teil des Finanzmarktes und der öffentliche Sektor. Letzterer kann mit eigener Wohnungsproduktion auf das Angebot am Wohnungsmarkt einwirken, aber dieses auch durch Förderungen und Steuersysteme gestalten. Somit sind wohnungspolitische Instrumente in den makroökonomischen Analyserahmen integriert. Die Darstellung von Veränderungen von Fluss- (Einkommen) und Bestandsgrößen (Vermögen) ermöglicht in diesen sogenannten *stock-flow consistent models*<sup>2</sup> die kreislaufökonomische Betrachtung. Abbildung 1 zeigt eine beispielhafte Kreislaufbeziehung zwischen den einzelnen AkteurInnen des *stock-flow consistent models*. Haushalte beziehen in Abbildung 1 Lohneinkommen von Firmen der Realwirtschaft, legen Einlagen bei Geschäftsbanken ein und konsumieren. Die Wohnungsnachfrage der Haushalte kann entweder über Miete oder über Hypothekenaufnahme bei den Geschäftsbanken erfolgen. Neben den ArbeitnehmerInnen-Haushalten konsumieren auch KapitalistInnen von den Unternehmen der Realwirtschaft und legen ihre Einlagen bei den Geschäftsbanken an. Demgegenüber erhalten die KapitalistInnen auch Profite von Geschäftsbanken und legen ebenso bei den Investmentbanken Einlagen an. Die unterschiedlichen Typen des Bankensektors sind über den Interbankenmarkt miteinander verbunden. Auf Basis dieses Modells lassen sich unterschiedliche Effekte des Wohnungsmarktes auf die Makroökonomie zeigen.

### **Verteilungseffekte**

Im Rahmen eines *stock flow consistent models* lassen sich die Strukturen der Haushalte weiter aufgliedern, sodass auch diese in sogenannte ArbeiterInnenhaushalte und KapitalistInnenhaushalte geteilt werden können (vergleiche in der Folge Zezza 2008). Die sogenannten ArbeiterInnenhaushalte beziehen ihr Einkommen aus Lohneinkommen, Zinsen aus Spareinlagen können zusätzlich bestehen. Wesentlich ist, dass diese Haushalte keinerlei Einkommen aus Profiten lukrieren können und damit im Modell in die Kategorie der

„ärmeren Haushalte“ fallen. Auf der anderen Seite beziehen die sogenannten KapitalistInnenhaushalte auch Einkommen aus Profiten, aus Unternehmen, aus Vermietungen und dergleichen. Diese sogenannten „reichen Haushalte“ unterscheiden sich somit nicht nur in der Höhe des Einkommens, sondern auch in der strukturellen Zusammensetzung des Einkommens von den ArbeiterInnenhaushalten.

Ausgehend von den unterschiedlichen Einkommenstrukturen der Haushalte dieser beiden Gruppen ergibt sich auch ein unterschiedliches Verhalten bei der Finanzierung von Wohnraum, wobei die ArbeiterInnenhaushalte an dieser Stelle im Fokus stehen sollen. Angenommen wird, dass ArbeiterInnenhaushalte sich verschulden, um ihre Wohnungsnachfrage zu finanzieren. Steigt das reale Einkommen und/oder die Bevölkerung, so steigt auch deren Wohnungsnachfrage (Zezza 2008, 387). Diese Steigerung der Wohnungsnachfrage der „ärmeren Haushalte“ führt wiederum zum einem Preisdruck am Wohnungsmarkt. Nachdem das Angebot kurzfristig nicht reagieren kann, spiegelt sich die erhöhte Nachfrage durch eine Steigerung der Wohnungspreise wider. Auf diese Weise wirken die Effekte der Nachfragesteigerung der ArbeiterInnenhaushalte auch auf das Vermögen der KapitalistInnenhaushalte. Diese Steigerungen in den Wohnungspreisen können auch die Vermögensposition der „reicheren Haushalte“/KapitalistInnenhaushalte erhöhen, da diese einerseits über Wohnungseigentum und andererseits auch über Einkommen aus Vermietungen verfügen. Vor diesem Hintergrund können auch die zunächst paradoxen Effekte der zwischen steigender Ungleichverteilung und einem Fall der Sparquote, wie in den USA beobachtbar, erklärt werden. Zezza (2008) zeigt empirisch anhand der Daten für die USA in einem *stock flow consistent model*, dass eine Steigerung der Ungleichverteilung mit einer Senkung der Sparquote einhergehen kann und damit das volkswirtschaftliche Wachstum steigert. Die Argumentation dabei ist, dass ArbeitnehmerInnenhaushalte ihren Konsum im Verhältnis zum Einkommen steigern, um an den Konsum der KapitalistInnenhaushalte anzuschließen. Die Sparquote dieser Haushalte sinkt, wobei diese gleichzeitig eine Steigerung der Verschuldung bedingt durch ein Anwachsen der Hypotheken zu verzeichnen haben.

### **Vermögenseffekte und Besicherungen als Auslöser für den Wohnpreiszyklus**

Geht man davon aus, dass die Finanzierung von Wohnraum innerhalb eines Systems von endogenem Geld erfolgt, das heißt, dass die Kreditnachfrage der Haushalte und der Unternehmen, die an den Bankensektor herangetragen wird, das Kreditangebot determiniert und die Notenbank die Wünsche der Geschäftsbanken zur Bedienung von Reserven voll oder zumindest teilweise nachkommt, so lässt sich der Wunsch der Haushalte nach einem Eigenheim als wesentliche Komponente des von Seiten der Haushalte getriebenen Kreditvolumens interpretieren (siehe im Folgenden vor allem Arestis und Gonzales 2014; Papadimitriou, Hannsgen und Zezza 2007). Dabei darf nicht unerwähnt bleiben, dass der Wunsch nach einem Eigenheim und damit auch die weiteren Effekte der Kausalkette, zum einen durch den nationalen institutionellen Rahmen am Wohnungsmarkt geprägt ist und zum anderen auch durch die individuellen Präferenzen der Haushalte. Österreich hat im internationalen Vergleich einen hohen Anteil an MieterInnen zu verzeichnen – beispielsweise befinden sich lediglich rund 19% (Statistik Austria 2014) der Hauptsitzwohnungen im Wohnungs- oder Hauseigentum in Wien. Der starke Anteil an MieterInnen in Wien lässt sich darüberhinaus auch durch den hohen Anteil an Gemeinde- (etwa 23% der gesamten Hauptsitzwohnungen in Wien) und Genossenschaftswohnungen erklären (über

20%). Die hier in weiterer Folge beschriebene Kausalität lässt sich leicht auf Staaten, wie die USA mit einem hohen EigentümerInnenanteil und einem gering ausgeprägten sozialen Mietwohnungssektor (BEIGEWUM/ATTAC 2010) anwenden.

Im Modell, das von einem überwiegenden EigentümerInnenmarkt ausgeht, der lediglich um einen geringeren freien Mietwohnungssektor ergänzt wird, zeigt sich, dass sich zunächst vor allem Haushalte mit einer guten Bonität über eine Geschäftsbank verschulden werden. Der so genannte Wohnpreiszyklus ist nun durch die Kreditnachfrage der Haushalte und indirekt auch durch deren Einkommen determiniert. Letzteres durch die Tatsache, dass vor allem Haushalte mit einer guten Bonität – das bedeutet in diesem Fall jene mit einem ausreichend hohen Einkommen – einen Kredit nachfragen. Steigt nun der Wunsch der Haushalte nach einem Eigenheim wird dies zu einem Preisdruck führen, da das Wohnungsangebot auf die kurze Frist konstant ist. Hat man bereits ein Eigentum erworben und die Nachfrage ist weiterhin hoch, profitieren die Haushalte, die sich bereits verschuldet haben, von den steigenden Preisen. Hier unterscheidet sich die Argumentation noch nicht von jener, die bereits vor der globalen Finanzkrise gängig war. Die Interpretation der Effekte der Preissteigerungen für Haushalte kann jedoch zwei unterschiedlichen Argumentationslinien folgen: Zum einen kann es zu *Vermögenseffekten* kommen, die unerwartet sind und dazu beitragen, dass Haushalte ihren Konsum ausweiten. Ein weiterer Effekt ist jener, der durch die *Besicherung* selbst, das heißt durch den Wert des der Hypothek zugrundeliegenden Assets bestimmt wird (Arestis und Gonzales 2014: 472ff). In einer Phase steigender Wohnungspreise werden dabei Steigerungen im Wert der Besicherung erwartet, das heißt die Wertsteigerungen, die zur Besicherung der Hypothek herangezogenen Anlagen erweitern unmittelbar die Bonität der Haushalte. Mittelfristig gesehen wird aufgrund der steigenden Nachfrage auch das Wohnungsangebot ausgeweitet, wodurch Wohnpreise wieder fallen und damit gleichzeitig die Leistbarkeit von Wohnraum steigt, was wiederum neue Haushalte auf den Wohnungsmarkt treten lässt, deren individuelle Verschuldungsbereitschaft geringer ist, insgesamt jedoch die Verschuldung der Haushalte weiter vorantreibt. Die neu auftretende Nachfrage nach Krediten lässt die Preise wieder ansteigen, wodurch der Wohnpreiszyklus von neuem beginnt. Die Begahe von Krediten wird in der zyklischen Betrachtung letztendlich durch die erwarteten Preissteigerungen des Gutes Wohnen und damit durch die Besicherungen der Hypotheken getrieben. Damit wird letztlich auch die Finanzierungsmöglichkeit der Haushalte nicht unmittelbar durch die Zinshöhe und den sich daraus ergebenden Aufwendungen bedingt, sondern durch das Wohneigentum als Besicherung und damit als Aktivposten (asset).

Ziel dieser zyklischen Betrachtung ist vordergründig die Erklärbarkeit von Preisschwankungen am Wohnungsmarkt ohne auf außergewöhnliche Blasenentwicklungen zu verweisen. Es zeigt sich, dass auch in einer „normalen“ wirtschaftlichen Lage, Preisschwankungen am Wohnungsmarkt dem System durch die Kreditvergabesystematik der Banken und das Aufblähen der Haushaltsverschuldung innewohnen. In weiterer Folge lässt sich durch die Darstellung des Wohnpreiszyklus jedoch auch weiterer Aspekt diskutieren, der auch nach der globalen Finanzkrise für den Wohnungsmarkt wesentlich ist: die Frage nach der Regulierung des Bankensektors und die Bedeutung der Geldpolitik in diesem Zusammenhang. Erweist sich die Zinshöhe nicht mehr als ausschlaggebender Faktor für die Finanzierungsmöglichkeit der Haushalte, sondern die erwarteten Immobilienpreissteigerungen, sind auch geldpolitische Maßnahmen, die auf eine Steuerung des Zinsniveaus abzielen, nicht mehr effektiv.

## Innovationen auf den Finanzmärkten und deren Bedeutung für Geldpolitik und Regulierung

Welche Position wurde seit der Finanzkrise auf der Ebene der Geldpolitik und der Bankenregulierung eingenommen?

Die Reaktion des Bankensektors auf die globale Finanz- und Wirtschaftskrise war die Suche nach einer Verbesserung der Bankenregulierung und damit auch eine Steigerung der Effektivität der bereits eingesetzten Rahmenregulierungen, allen voran von Basel II. Das in die Kritik gekommen System, sollte vor allem stärker antizyklisch auf konjunkturelle Entwicklungen reagieren. Im Rahmen von Basel III wurde ein System der Eigenkapitalvorschriften entwickelt (Säule 1), das die Struktur des Eigenkapital genauer definit (Unterscheidung Tier 1 und Tier 2 Eigenkapital) und das um Kapitalpuffer erweitert wurde. Diese Kapitalpuffer sollen in konjunkturellen Abschwüngen abgebaut werden können und somit die Prozyklizität des Systems verhindern (Basel Committee on Banking Supervision 2011). An der zugrundeliegenden Rationalität des Systems der Bankenregulierung, das heißt, dass im Rahmen der Eigenkapitalvorschriften der Säule 1, Banken je nach der Gewichtung des Ausfallsrisikos des Schuldners Eigenkapital halten müssen (beispielsweise müssen bei einem risikoarmen Wirtschaftsunternehmen AAA bis AA- 20% von 8% des Eigenkapitals gehalten werden<sup>3</sup>) (Basel Committee on Banking Supervision 2004:18) wird festgehalten. Auf diese Weise steht weiterhin die Bonität des Schuldners im Mittelpunkt, während die Bedeutung unterschiedlicher Risiken zwischen den einzelnen Kategorien von Aktivposten (z.B. Unternehmenskredite vs. verbriefte Finanzprodukte) nicht beleuchtet wird. Eine direkte Kontrolle von Finanzinnovationen, wie etwa das Volumen und Entstehen von Verbriefungen kann dabei nicht erfolgen.

Im Rahmen der Geldpolitik bemühte man sich seit dem Ausbruch der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise um eine Stabilisierung des Systems durch expansive Geldpolitik, das heißt durch das schrittweise Senken der Zinsen und vertrat damit eine Politik des so genannten „billigen Geldes“ für Geschäftsbanken. Im Rahmen von unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik wurde zum einen diese Maßnahme unterstützt und zum anderen der Interbankenmarkt gestärkt, wie durch das CBPP (*covered bond purchasing program*) (Beirne et al 2011). Das Ziel der Geldpolitik ist im Rahmen des sogenannten *Inflation Targeting* das Erreichen und Stabilisieren einer Zielinflation.

Setzt man diese Entwicklungen in Verbindung mit den theoretischen Annahmen des *stock flow consistent models* im Rahmen der postkeynesianischen Analysen, so gehen sowohl die Geldpolitik als auch die Maßnahmen der Bankenregulierung an der Erkennung des systemischen Problems der Immobilienblase vorbei. Empirische Simulationen zeigen (Fontana und Godin 2013), dass die Blase des Immobilienmarktes in erster Linie durch die Finanzierungsstruktur (siehe in diesem Zusammenhang auch Arestis und Karakitsos 2010), nicht durch die Verschuldungsstruktur der Haushalte bedingt wurde. Das bedeutet, dass auch an der Finanzstruktur und damit vor allem an den innovativen Finanzprodukten anzusetzen ist und nicht am Wunsch der Haushalte nach einem Eigenheim. Abgeleitet aus den empirischen Studien von Arestis und Gonzalez (2013:13) zeigt sich unter anderem, dass vor allem für Staaten<sup>4</sup> wie Deutschland, Japan, Schweiz und die USA die Regulierung des Bankensystems signifikant ist und daher etwa strengere Kreditstandards zur Stabilisierung beitragen könnten. Auf diese Weise würde ein Vermögenseffekt, der durch die erwarteten Immobilienpreissteigerungen auch zu einer Steigerung der Kreditvergabe beiträgt, beschränkt werden können und somit auch der Blasenentwicklung

in einem *stock flow consistent model* entgegengewirkt werden können. In den Schlussfolgerungen empirischer Studien wird abseits von der wirtschaftspolitischen Empfehlung von Maßnahmen für einzelne Ländergruppen immer wieder eine Forderung gestellt: [...] *monetary authorities should also consider the evolution of housing process in order to define their objectives and the instruments that they can utilise to achieve them.* (Arestis und Gonzalez 2013:20) Das bedeutet, dass die direkte Betrachtung der Assets, im speziellen der Hauspreise, die die Dynamik der Auf- und Abschwünge bedingen, wesentlich ist. Bisher ist diese Komponente weder in der Geldpolitik noch in der Bankenregulierung vorgesehen. Eine Möglichkeit der Umsetzung der vielfach gestellten Forderung nach einer Integration des Wohnungsmarktes, ist die Schaffung einer weiteren Zielgröße für die Geldpolitik. Karakitsos (o.J.) schlägt als Messgröße ein Vielfaches des Netto-Vermögens als Anteil am Realeinkommen vor. Für die USA wird ausgehend von ihrem Vor-Krisen-Niveau dabei das Fünffache des Nettovermögens veranschlagt. Die Integration einer derartigen Vermögenskennzahl gekoppelt mit den bestehenden Zielgrößen der Geldpolitik ermöglicht das Erkennen von Blasen auf Vermögensmärkten wie dem Wohnungsmarkt.

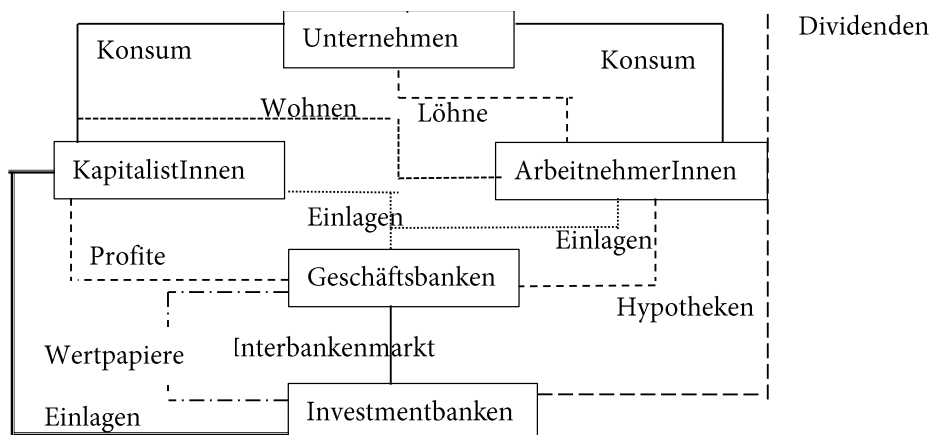
### Zusammenfassung

Während die wichtige Diskussion um eine adäquate Förderung des Wohnungsmarktes durch den öffentlichen Sektor, durch das richtige Maß an angebotsseitigen und nachfrageseitigen Zuschüssen, den Form und den Umfang des Wohnungsbaus der öffentlichen Hand oder ihrer dazu abgestellten Einheiten in den europäischen Staaten nicht abnimmt, so wird der theoretischen Einbettung des Wohnungsmarktes in die Makroökonomie kaum Bedeutung geschenkt. Die im Zuge der Finanzkrise aufkeimende Suche nach Schuldigen wurde abgelöst durch sektorenspezifische Absicherungsmaßnahmen. Eine integrative Betrachtung des Wohnungsmarktes in die Makroökonomie zeigt jedoch, dass die internationalen Maßnahmen vor allem im Rahmen der Geldpolitik und der Bankenregulierung, aber auch im Bereich der Einkommensverteilung die kausalen Mechanismen der Immobilienblase der letzten großen Finanz- und Wirtschaftskrise negieren. Schwankungen bei den Wohnpreisen sind inhärent durch die Struktur der Kreditvergabe determiniert. Damit verliert die Zinshöhe an Bedeutung. Gleichzeitig gewinnt der regulative Rahmen der Kreditvergabe an Bedeutung. Zur Systematik auf Ebene der Geldpolitik kommt der institutionelle Rahmen auf wohnungspolitischer Ebene. Hierbei ist vor allem die jeweilige nationale Bedeutung des EigentümerInnenmarktes im Vergleich zur Alternative eines sozial gesicherten Mietwohnungsmarktes zu nennen. Besteht das nationale wohnungspolitische Ziel darin, den EigentümerInnenmarkt zu steigern, ist die Gefahr von Immobilienpreisblasen entsprechend dem vorgestellten Wohnpreiszyklus wahrscheinlicher als für Staaten, die durch die Alternative eines umfangreichen Mietsektors den Druck auf den Immobilienmarkt verringern. Somit schließt sich der Kreis zu den Diskursen um die Ausgestaltung der Wohnungspolitik und die Bedeutung des öffentlichen Sektors.

Neben einer Veränderung der Ausrichtung der Geldpolitik und einer strukturellen Änderung der Regulierung des Finanzsektors, die sich vor allem auf die Bedingungen der Kreditvergabe und die Bankenregulierung im Sinne einer Betrachtung der „systemischen Risiken“ konzentrieren, gewinnen bei der makroökonomischen Betrachtung des Wohnungsmarktes auch die Effekte der Vermögensverteilung an Bedeutung. Die Frage nach der Eindämmung von Immobilienblasen ist damit nicht durch eine Betrachtung des Wohnungsmarktes selbst lösbar, sondern bedarf einer makroökonomischen Einbettung.



Abbildung: Stock Flow Consistent Modell – Flussgrößen und AkteurInnen



Quelle: Fontana und Godin 2013: 5; eigene Darstellung; Anmerkung: Die Form der Verbindungen gibt in dieser Darstellung keinerlei Auskunft über Ähnlichkeiten in den Flußgrößen oder Flußrichtungen, sondern dient lediglich dem Unterscheiden einzelner Flüsse.

## Literatur

- Arestis, Philip und Gonzalez, Ana Rosa (2014). Bank credit and the housing market in OECD countries, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, 36(3), 467–489.
- Arestis, Philip und Gonzalez, Ana Rosa (2013). Modeling the Housing Market in OECD countries, Working Paper No.764, Levy Institute. [online] [www.levyinstitute.org](http://www.levyinstitute.org) [accessed 10.10.2014].
- Arestis, Philip und Karakitsos, Elias (2010). Subprime Mortgage Markt und Current Financial Crisis, in: Arestis/Mooslechner/Wagner (Hrsg.) *Housing Market Challenges in Europe and the United States*, Houndmills: PalgraveMacMillan. 40-59.
- Arestis, Philip und Karakitsos, Elias (2008). The U.S. housing slump and the consumer, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, 30 (3) 335-351.
- Basel Committee on Banking Supervision (2004). Teil 2 – Säule 1 Mindestkapitalanforderungen, [http://www.bis.org/publ/bcbs107b\\_ger.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs107b_ger.pdf) [Accessed 30.09.2014].
- Basel Committee on Banking Supervision (2011). Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, Dec 2010 revision 2011, Bank for International Settlements [online] <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf> [Accessed 30.09.2014].
- BEIGEWUM/ATTAC (2010). *Mythen der Krise*, Hamburg: VSA Verlag.
- Beirne, John et al (2011). The Impact of the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programm on the Primary and Secondary Markets, ECB Occasional Paper No.122 [online] <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp122.pdf> [accessed 4.10.2014].
- Czerny, Margarete (1990). Institutionelle Änderungen, in: Czerny, Margarete (Koordination). *Zur Neugestaltung der Wohnungspolitik in Österreich*, WIFO Gutachten, Wien.
- Czerny, Margarete (Koordination) (2001). *Wohnungswirtschaft vor neuen Herausforderungen*, WIFO Studie, Wien.
- Fontana, Olimpia und Godin, Antoine (2013). Securitization, Housing Market and Banking Sector Behavior in a Stock-Flow Consistent Model, Discussion Paper No 2013-12, Kiel Institute for the World Economy, [online] <http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2013-13> [17.09.2014].

- Godley, Wynne und Lavoie, Marc (2007) *Monetary Economics, An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Houndmills: Palgrave MacMillan.
- Karakitsos, Elias (o.J.) *The Lessons from the Housing Market Crisis*, [online] [http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/Karakitsos-The\\_Lessons\\_from\\_the\\_Housing\\_Crisis.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BoGDocuments/Karakitsos-The_Lessons_from_the_Housing_Crisis.pdf) [accessed 30.07.2014].
- OECD (2011). *Economic Policy Reforms 2011, Going for Growth*.
- Papadimitriou, Dimitri B, Hannsgen, Greg und Zezza, Gennaro (2007). *The Effects of a Declining Housing Market on the U.S Economy*, The Levy Institute Working Paper No 506.
- Springler, Elisabeth (2010). *Finanzkrise und die steigende finanzielle Belastungen der Haushalte durch Wohnkosten*, in: *Kurswechsel 1/2010* 67–75.
- Statistik Austria (2014) *Mikrozensus – Wohnungserhebung und EU-SiLC*, [online] [http://www.statistik.at/web\\_de/Redirect/index.htm?dDocName=079206](http://www.statistik.at/web_de/Redirect/index.htm?dDocName=079206) [08.11.2014].
- Wagner, Karin (2014). *Finanzmarktstabilität und Wohnbau*, in: Amann/Pernsteiner/Struber (Hrsg.). *Wohnbau in Österreich in europäischer Perspektive*, Wien: Manz, 13–22.
- Wieser, Robert (o.J.). *Stabilisierende und destabilisierende Faktoren auf den Wohnungsmärkten der EU-14, GBV*, [online] <http://www.gbv.at/Document/View/4274> [15.09.2014].
- Zeza, Gennaro (2008). *U.S. growth, the housing market, and the distribution of income*, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, 30 (3) 375–401.

## Anmerkungen

- 1 Einer der ersten Beiträge in dieser Form ist Arestis und Karakitsos (2008). Dabei wird der Wohnungsmarkt als homogener Markt angenommen, um zum einen die AkteurInnen in den Mittelpunkt zu stellen und zum anderen das Zusammenspiel mit anderen Politikbereichen aufzuzeigen.
- 2 Die Entwicklung von stock-flow consistent models wurde vor allem von Godley und Lavoie (2007) vorangetrieben und wird auch in Studien der OECD zum Wohnungsmarkt angewendet (siehe unter anderem Andrews, Sanchez und Johansson 2011).
- 3 Die genaue Berechnung der Eigenkapitalvorschriften unterliegt komplexen Berechnungen, die hier nicht erörtert werden.
- 4 Österreich wird bei dieser empirischen Studie nicht genannt.