



Prof. Dr. Pascal Gantenbein

Ordinarius für Finanzmanagement am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ) der Universität Basel

Zur Person: Prof. Dr. Pascal Gantenbein ist Inhaber des Henri-B.-Meier-Stiftungslehrstuhls für Finanzmanagement und Leiter der gleichnamigen Abteilung an der Universität Basel. Er graduierte 1995 an der Universität St.Gallen mit dem Lizentiat in Betriebswirtschaftslehre. 1999 Promotion zum Dr. oec. HSG. Von 1999 bis 2004 Vollamtlicher Dozent für Finanzmanagement am Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen. Die Habilitation erfolgte 2004 an der Universität St.Gallen. 2003 Forschungsaufenthalt an der Marshall School of Business, University of Southern California (USC) in Los Angeles. 2006 Gastprofessor an der HEC Paris. 2006 Visiting scholar an der Anderson School of Management, University of California, Los Angeles (UCLA). Verschiedene Praxisprojekte und Publikationen zu Finanzmanagement, Immobilien und Kreditrisiken.

Seite 16

Fokus

St.Galler Kolumne

US-Immobilienkrise und globale Finanzkrise: warum?

Immobilienmärkte unterliegen naturgemäss einer gewissen Zyklizität, die sich häufig in Neubewertungen an den Kreditmärkten niederschlägt. Dies war Anfang der neunziger Jahre in der Schweiz der Fall, ebenso nach 2007 in Spanien, Grossbritannien, den USA und anderen Ländern. Zwei Fragen stellen sich gleichwohl: warum erfasste der Schock diesmal nicht nur die nationalen, sondern auch die internationalen Finanzmärkte? Und warum waren die Verwerfungen so massiv?

Zentrales und in diesem Ausmass neues Element der Interdependenz von Finanz- und Immobilienmärkten war die Verbriefung von Hypothekarkrediten. Dieses System zur Mobilisierung von Kapitalmarktgeldern für die Finanzierung von Wohneigentum hat seit der Schaffung der Hypothekenagentur FNMA («Fannie Mae») 1938 in den USA relativ gut funktioniert. Zu einem Problem wurde jedoch 1999 die Lockerung der Qualitätskriterien unter der Administration Clinton, wonach Fannie Mae fortan nicht mehr nur erstklassige Hypotheken, sondern auch Subprime-Papiere aufkaufen und verbrieften durfte. Zeitgleich erhöhte sich der politische Druck auf Banken, Kredite an wirtschaftlich schwache Käufer zu vergeben, was wiederum nur durch Verbriefung der Positionen möglich war.

Damit wurde die Illusion genährt, bilanzielle Risiken liessen sich elegant auf die Märkte transferieren. Faktisch hat dies aber nur funktioniert, weil die Investoren im Glauben an implizite Staatsgarantien zu tiefe Risikoprämien verlangt hatten. Auf der Nachfrageseite wirkten nicht nur die tiefen Zinsen stimulierend. Ebenso erhöhte die für Schuldner vorteilhafte Eigenschaft von US-Hypotheken, wonach nur die Immobilie und nicht das Privatvermögen für den Kredit haftet, den Anreiz zur Verschuldung. Die Folge: zwischen 2000 und 2008 hat sich die US-Hypothekerverschuldung auf über USD 10 Billionen verdoppelt. Rund 70 % dieser Hypotheken wurden über das instabile System der Verbriefung finanziert. Dabei stieg der Anteil von Subprime- und Alt-A-Hypotheken am Neuemissionsvolumen von Hypothekenspapieren auf knapp 40 % im Jahr 2006. Die Ereignisse seit 2007 sind bekannt.

Welches sind die Lehren daraus? Erstens wird es immer wieder Immobilienzyklen und Krisen geben. Wichtig sind deshalb Reserven in Form von Eigenkapital sowie transparente Strukturen. Denn Verbriefungen können in verschiedenen Bereichen auch weiterhin nützlich sein. Zweitens hat die Entwicklung, obschon dies immer wieder vorgetragen wird, nichts mit Marktversagen zu tun, viel jedoch mit Vertrauen in implizite Staatsgarantien, mit irrationalem Wachstumsglauben und Risikoillusion sowie mit prozyklisch wirkender Regulierung. Drittens hat der Markt nun gezeigt, dass sich die Risiken exzessiver Verschuldung, auch wenn vielleicht sozialpolitisch erwünscht, am Ende durch Verbriefung nicht wegzaubern lassen. Die Kosten sind nun doch zu bezahlen – in Form von höherer Staatsverschuldung und fehlenden Mitteln für Innovationen in einer Vielzahl von Ländern.

Diese Kolumne wird thematisch von Prof. Dr. Dr. h.c. Klaus Spremann (Professor an der Universität St.Gallen) und Dr. Rainer Konrad (Geschäftsführer der pim Consulting AG, St.Gallen) betreut.

