

Von Immobilien- und Finanzkrisen

Pascal Gantenbein

Der US-Immobilienmarkt hat zu Beginn der aktuellen Finanzkrise eine Schlüsselrolle gespielt. Doch für den Immobilienboom wie für die folgende Kreditkrise war eine Kombination ökonomischer und institutioneller Faktoren verantwortlich.

Immobilien- und Finanzmärkte sind eng miteinander verbunden: Einerseits beeinflussen die Finanzierungsmöglichkeiten die Nachfrage nach Immobilien, andererseits führen Wertänderungen an den Immobilienmärkten zu Anpassungen auf Finanzmärkten. Im Boom kommt es so zur Expansion des Kreditvolumens und in der Rezession zu Ausfällen. Das Phänomen der Immobilienblasen hängt zudem damit zusammen, dass sich die für Investitionen massgeblichen Signale erst mit Verzögerung in realen Marktveränderungen niederschlagen.

Die Verbindung zwischen den beiden Märkten hat sich jedoch darüber hinaus im vergangenen Jahrzehnt verstärkt. Dies besonders im US-Immobilienmarkt, dessen Entwicklung wegen Finanzkontrakten mit direktem Immobilienbezug im Zusammenhang mit dem Ausbruch der Finanzkrise steht – obschon auch Immobilienmärkte vieler anderer Länder zwischen 2000 und 2008 starke Preissteigerungen und seither Korrekturen erfahren haben. Beschränkten sich die Auswirkungen früherer Immobilienkrisen vorwiegend auf die nationalen Kreditmärkte, sind diesmal wegen der Verbriefung schlechter Immobilienrisiken die internationalen Finanzmärkte betroffen.

Wie kam es zu dieser Entwicklung? Und in welchem Zusammenhang steht der US-Immobilienmarkt mit der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise? Fünf Aspekte sind aus heutiger Sicht für die Beurteilung zentral.

System der Verbriefung Der erste betrifft das System der *Verbriefung*: Historischer Hintergrund ist die 1938 zur Wohneigentumsförderung erfolgte Gründung der staatlichen Hypothekenagentur FNMA («Fannie Mae»). Sie hatte den sozialpolitisch motivierten Auftrag, für eine günstige Versorgung mit Wohnbaukrediten zu sorgen, indem von den Banken vergebene Hypotheken übernommen und durch Ausgabe von Schuldpapieren, sogenannten Mortgage Backed Securities (MBS), refinanziert wurden. Die Aufgabe der Banken verlagerte sich damit auf die Generierung von Hypothekarkrediten, deren Risiken sich anschliessend auf die Märkte transferieren liessen.

Zwar wurde Fannie Mae 1968 privatisiert, doch hat die US-Regierung die Verbriefung von Hypotheken weiterhin über Garantien und die Gründung der Agenturen GNMA («Ginnie Mae») und FHLMC («Freddie Mac») gefördert. Dieses auf Staatsgarantien aufgebaute System entwickelte sich zwischenzeitlich zum grössten Segment des US-Kapitalmarkts. Rund 70% der US-Hypothekendarlehen wurden am Ende nicht mehr über Banken und somit mittels Spareinlagen von Anlegern finanziert, sondern über das instabile System der Verbriefung. Das eigentliche Problem dabei war nicht die Schaffung von Fannie Mae, sondern die Beibehaltung staatlicher Privilegien, die ein funktionierendes und effizientes Bankensystem verhinderten. Zweitens hat sich die *Qualität* der verbrieften Hypotheken seit 2000 signifikant verschlechtert. Zum einen richteten sich die sozialpolitischen Vorgaben zunehmend auf die Kreditvergabe politik der Banken, die unter der Administration Clinton verpflichtet wurden, auch an wirtschaftlich schwache Käufer Hypotheken zu vergeben. Für die Banken liess sich dies nur durch Bündelung und Auslagerung der Hypotheken bewerkstelligen.

Deshalb wurden ab 1999 auch die Qualitätskriterien bei Fannie Mae gelockert. Zum ändern wurde es mit der Aufhebung des Glass-Steagall-Acts 1999 für Banken möglich, auch private Verbriefungsstrukturen aufzubauen, um Risiken auf die Märkte zu transferieren.

Die Folgen dieser veränderten Rahmenbedingungen waren eine massive Verschlechterung der emittierten Hypothekenscheine und eine Verlagerung in den nicht regulierten Bereich: 2006 lag der Anteil von Subprime- und Alt-A-Hypotheken am MBS-Emissionsvolumen bei rund 40%. Bezogen auf das Gesamtvolumen an Asset-Backed Securities (ABS) von rund 10,7 Billionen Dollar (2008) belief sich der Subprime-Markt auf rund 700 Mrd. und jener der Alt-A-Hypothekenscheine auf rund 600 Mrd. Dollar.

Viel billiges Geld Beschleunigt wurde dieser Prozess drittens durch die *ökonomischen und institutionellen Rahmenbedingungen* am US-Hypothekenmarkt. Zum einen stand durch die lockere Geldpolitik und den Zufluss anlagensuchenden Kapitals viel billiges Geld zur Verfügung. Die US-Zentralbank Fed hielt das Zinsniveau nach 2001 tief, und die Risikoprämien waren wegen der durch konjunkturellen Optimismus genährten Investitionsbereitschaft internationaler Finanzinvestoren niedrig. Dieser Liquidität stand zum ändern eine durch die Zuversicht auf steigende Immobilienpreise beflügelte Nachfrage gegenüber. Zudem hat die für Hypothekenschuldner vorteilhafte Eigenschaft von US-Hypotheken, dass nur die Immobilie und nicht das Privatvermögen für den Kredit haftet, den Anreiz zur Verschuldung erhöht.

Ergebnis war ein massiver Anstieg der US-Hypothekerverschuldung von rund 5 Billionen im Jahr 2000 auf über 10 Billionen Dollar Anfang 2008. Bei einem aggregierten Haushaltsvermögen von 59 Billionen Mitte 2008 belief sich die private Verschuldung aus Hypothekar- und Konsumschulden auf rund 13 Billionen Dollar. Bei diesem auf den ersten Blick niedrigen Verhältnis darf nicht vergessen werden, dass die Verschuldung ungleich verteilt ist und viele Millionen über ihre Möglichkeiten gelebt haben.

Viertens: Verantwortlich für die hohe investorensseitige Nachfrage nach Finanzkontrakten mit Immobilienbezug war überdies eine *fehlerhafte Risikowahrnehmung*. Wegen der positiven Erfahrungen mit bisherigen Verbriefungen und der fehlenden Historie neuer Produkte wurden Ausfallwahrscheinlichkeit und Diversifikationspotenzial falsch eingeschätzt. Die qualitative Verschlechterung der Hypothekenportefeuilles blieb weitgehend unbemerkt, und die von Ratingagenturen geschätzten Korrelationskoeffizienten und Verteilungen haben Extremereignisse zu wenig abgebildet.

Sowohl für die kreditgebenden als auch für die verbriefenden Banken boten diese Verhältnisse mit Anlagemöglichkeiten etwas höherer (aber nach Risikogesichtspunkten gleichwohl viel zu tiefer) Rendite und einer starken Nachfrage nach solchen Produkten seitens der Investoren ein interessantes Geschäftsfeld mit hohen Margen. Die tiefe oder gar fehlende Risikobeteiligung der verbriefenden Institute förderte den sorglosen Umgang. Neben Banken, die dieses Geschäft zunehmend aktiv betrieben, gab es etliche, die insbesondere von institutionellen Investoren gedrängt wurden, in diese vermeintlich lukrativen Instrumente zu investieren.

Der fünfte Punkt betrifft den Einfluss der *Bankenregulierung*: Die risikoabhängige Bemessung des Eigenkapitals nach Basel II hatte in Kombination mit der erwähnten Qualitätsillusion eine viel zu geringe Eigenmittelausstattung der Banken zur Folge. Das hat die Krise zwar nicht ausgelöst, doch es wirkte nach den ersten Korrekturen am US-Immobilienmarkt und dem Rückzug einzelner institutioneller Investoren zusammen mit den Vorschriften zum Fair Value Accounting verschärfend auf den Preiseinbruch am Kapitalmarkt. Denn die Banken hatten neben der (schwierig und teuer gewordenen) Rekapitalisierung faktisch nur die Möglichkeit, sich in einem fallenden Markt von ihren «toxischen» Positionen zu trennen.

Ursächlich für den Zusammenbruch der Preise ab Mitte 2007 war somit nicht das (stark dezimierte) Neugeschäft am US-Immobilienmarkt, sondern der Rückzug institutioneller Investoren aus plötzlich als risikoreich wahrgenommenen Papieren

am Sekundärmarkt und der erzwungene Ausstieg von Finanzinstituten. Die Folgen waren ein drastischer Anstieg der Kreditrisikoprämien, Illiquidität am Geldmarkt sowie Spekulationen auf Preisänderungen, die ebenfalls zur Volatilität der Bankentitel beigetragen haben.

Gegenseitige Abhängigkeit Analog zu früheren Kreditkrisen waren somit auch diesmal günstige Finanzierungsmöglichkeiten, hohe Verschuldungsquoten und übermässiger Optimismus mitverantwortlich für die Entstehung von Immobilienblasen in verschiedenen Ländern. Ein neues und zentrales Merkmal der aktuellen globalen Finanzkrise ist jedoch die gegenseitige Abhängigkeit zwischen dem Finanzmarkt und dem US-Immobilienmarkt, dessen spezifische ökonomische und institutionelle Rahmenbedingungen sowohl für den Immobilienboom als auch für die nachfolgende Kreditkrise eine wichtige Rolle gespielt haben.

Die Preiskorrektur am US-Immobilienmarkt lässt sich somit zwar als unmittelbarer Auslöser der Finanzkrise identifizieren, verantwortlich für die Entwicklung sind jedoch die dahinter stehenden Faktoren: sozialpolitische Vorgaben zur Förderung der Kreditvergabe, eine expansive Geldpolitik der Zentralbank, die speziellen Besicherungsmerkmale von US-Hypotheken, prozyklisch wirkende Vorschriften zur Eigenmittelunterlegung und Bilanzierung sowie ein durch falsche Risikoeinschätzung vieler Beteiligter und Fehlanreize der Banken ausgelöster Boom an intransparenten und letztlich weit über Hypothekarkredite hinaus reichenden Verbriefungsstrukturen. ■

Prof. Pascal Gantenbein ist Ordinarius für Finanzmanagement an der Universität Basel.

