

io new management von 24.03.2010, PASCAL GANTENBEIN

Wie künftige (Immobilien-)Krisen begrenzt werden können

Das amerikanische Verbriefungssystem von Hypotheken unterstützt die Forderung nach Wohneigentum für alle. Gleichzeitig hat es Intransparenz und zu hohe Risikobereitschaft begünstigt

Welche Rolle spielten die Immobilienmärkte bei der Entstehung und Entwicklung der globalen Finanzkrise von 2007 / 2008? Warum sind die Verwerfungen sowohl an den Immobilien- wie an den Finanzmärkten so massiv ausgefallen? Der Autor zeigt, welche Faktoren die Entstehung der Finanzkrise unterstützten und wo veränderte Handlungsweisen angezeigt sind, um Krisen dieses Ausmasses zu vermeiden.

Immobilienmärkte unterliegen Zyklen. Verantwortlich dafür sind temporäre Unterschiede zwischen Immobilienangebot und -nachfrage aufgrund von Anpassungsverzögerungen bei Erstellung und Umbau von Immobilien sowie aufgrund von Nachfrageschwankungen etwa infolge sich ändernder Finanzierungsbedingungen. Korrekturen an den Immobilienmärkten führen meist zu Neubewertungen auf den Kreditmärkten. Beispiele hierfür sind die Immobilienkrise Anfang der Neunzigerjahre in der Schweiz sowie die Verwerfungen nach 2007 in einer Reihe von Ländern wie Spanien, Grossbritannien oder den USA.

Die bestimmenden Faktoren für den Preis auf Immobilienmärkten lassen sich in vier Ebenen unterscheiden: Für Angebot und Nachfrage nach Immobilien sind erstens die spezifischen lokalen Rahmenbedingungen relevant. Zweitens bestimmen die Renditen auf Finanzmärkten sowohl die Finanzierungskosten als auch die Attraktivität alternativer Anlagemöglichkeiten. Drittens wird die Nachfrage durch die makroökonomische Entwicklung getrieben. Dies gilt insbesondere für Büro- und Gewerbebauten. Viertens spielen langfristige demografische Trends eine Rolle.

Lassen sich die jüngsten, in erster Linie vom US-Immobilienmarkt ausgehenden Verwerfungen damit rechtfertigen? Es fällt auf, dass trotz erheblicher regionaler Unterschiede der US-Immobilienpreise der Markt insgesamt einen starken Aufschwung und Niedergang erlebte. Lokale Angebotsinelastizitäten und Nachfrageschwankungen erklären also nur einen Teil des Phänomens. Entscheidend waren die ökonomischen und institutionellen Rahmenbedingungen des gesamten US-Marktes. Dabei sind drei Aspekte von zentraler Bedeutung: Das System der Verbriefung von Hypothekarkrediten, die Konditionen am Hypothekenmarkt und die Dynamik in der Entwicklung der Krise im Finanzsektor.

Das Verbriefungssystem schafft Abhängigkeit

Ein erstes Merkmal der jüngsten Entwicklung ist die gegenseitige Abhängigkeit von Finanz- und Immobilienmärkten aufgrund des Systems der Verbriefung. Dieses gestattet kreditgebenden Banken, Hypothekarkredite auf eine Hypothekenagentur oder eine Spezialgesellschaft zu übertragen und aus der Bilanz zu nehmen. Die Agenturen bzw. Gesellschaften verkaufen die Hypothekarforderungen wiederum als Wertpapiere am Finanzmarkt. Dieses Konzept geht zurück auf die Gründung der staatlichen Hypothekenagentur FNMA (Fannie Mae) durch den US-Kongress im Jahre 1938 und sollte den Erwerb von Wohneigentum fördern.

Über Jahrzehnte wurden dabei ausschliesslich erstklassige Hypotheken akzeptiert. Unter dem politischen Druck der Regierung Clinton im Jahre 1999 wurden die Qualitätskriterien gelockert. Dadurch durften auch Positionen minderer Bonität transferiert werden. Parallel dazu wurden die Banken angehalten, Kredite grosszügig zu vergeben. Der Risikotransfer stellte für die Banken die einzige Möglichkeit dar, dem sozialpolitischen Ziel der Kreditvergabe an einkommensschwache Käufer nachzukommen.

Mit dem Transfer ist ein Anreizproblem verbunden: Der Druck zur sorgfältigen Kreditprüfung schwindet. Das erklärt, warum Banken selbst dann zur Kreditvergabe bereit waren, als die Überbewertung am Immobilienmarkt offensichtlich war. Das System nährte die Illusion, bilanzielle Risiken liessen sich auf die Märkte transferieren. Faktisch funktionierte das, solange die Investoren am Kapitalmarkt im Glauben an implizite Staatsgarantien zu tiefe Risikoprämien verlangten.

Die Folge dieses Kapitalflusses in die Hypothekarmärkte war die günstige Belehnung von neuem als auch von bestehendem Wohneigentum. Die positive Wirtschaftsentwicklung nach 2003 sowie die Tiefzinspolitik haben diese Entwicklung zusätzlich gefördert. All diese Faktoren verstärkten die Nachfrage nach Wohneigentum.

Anreiz zu hohen Risiken beim Immobilienkauf

Begünstigt wurde die Nachfrage zusätzlich durch die «Nonrecourse-Eigenschaft» von US-Hypotheken. Die Hypothekarschuld ist dabei auf die Pfandsache beschränkt: Ist die Hypothek durch den Wert des Hauses nicht mehr gedeckt, kann sich der Hypothekarneher von seiner Schuld dadurch befreien, dass er das Haus der Bank übergibt. Die-se so einfache Trennung von Immobilie und Immobilienschuld vom übrigen Besitz des Schuldners hat für ihn schlimms- tenfalls den Verlust des eingesetzten Eigenkapitals zur Folge. Diese Anreize trugen zu einer höheren Bereitschaft zum Immobilienkauf bei.

Zudem wurde der Markt für Hypotheken vor der Krise von Banken und Hypothekarbrokern sehr aggressiv bearbeitet. Zum einen wurden dem Segment der einkommensschwachen über 62-jährigen Hausbesitzer «Reverse Mortgages» angeboten, die durch eine höhere Belehnung der Immobilie entweder eine einmalige Auszahlung oder eine Rente zur Erhöhung des Lebensstandards ermöglichten. Zum anderen konnten neue Käufer auch mit wenig Eigenkapital eine Immobilie erwerben.

Diese Bedingungen führten auf der Angebots- und Nachfrageseite des Hypothekarmarktes zu einer massiven Ausweitung verbriefter Hypothekarforderungen, sogenannte Mortgage backed Securities (MBS), bei gleichzeitig sinkender Bonität. 2007 stellte der MBS-Markt mit ausstehenden Agency-Papieren von knapp sechs Billionen US-Dollar mit einem geschätzten Volumen des US-Hypothekenmarktes von rund zwölf Billionen US-Dollar das wichtigste Segment des US-Kapitalmarktes dar. Ausserdem stieg der Anteil von Hypotheken mit minderer Bonität am gesamten Emissionsvolumen der Hypothekentpapiere von elf Prozent im Jahr 2000 auf knapp 40 Prozent im Jahr 2006.

Ein zentraler Faktor für den Ausbruch der Krise und deren Ausmass war die Struktur der Verbriefungen. Zum einen hielten viele Akteure am Finanzmarkt wie Hedge Funds, Investmentbanken und Versicherungsunternehmen Produkte mit Hypothekarbezug. Die Kurse dieser Akteure reagierten aufgrund des oftmals hohen Leverages sehr sensitiv auf Wert- änderungen. Zum anderen wurde ein Grossteil der Produkte in weitere

Verbriefungsstrukturen wie «Collateralized Debt Obligations» eingebracht und diente zusammen mit Forderungen wie «Commercial Real Estate Debt» oder «High Yield Bonds» als Basis für neuerliche Verbriefungen. Deren Zweck bestand in der Tranchierung und Diversifikation der Risiken. Viele Papiere erhielten dadurch gute Ratings und waren für Investoren attraktiv, zumal sie, obschon scheinbar mit geringem Risiko behaftet, einen deutlich höheren Ertrag generierten als Staatspapiere. Zu einem Problem wurde dieses verschachtelte System, als nach der ersten Korrektur an den Immobilien- und Hypothekarmärkten im Jahr 2007 einzelne Investmentfonds die Rücknahme von Papieren aussetzten, da sie ihre Positionen nicht mehr bewerten konnten. Die Intransparenz und Komplexität wirkte sich verheerend aus: Sämtliche Positionen, denen die Investoren kein Vertrauen mehr schenken, wurden rasch abgebaut. Das führte letztlich zum Zusammenbruch des Marktes für verbriefte Hypothekenspapiere. Zum globalen Problem wurde die Subprime-Krise dadurch, dass die Portfolios vieler internationaler Banken solche Wertschriften enthielten. Grösse und Qualität, Verbriefungsstruktur und Leverage sowie Intransparenz und Misstrauen waren die zentralen Faktoren. Hinzu kamen Elemente wie die prozyklisch wirkende Vorschrift zur «Mark-to-market»-Bewertung nach IAS 39 / FAS 157, welche die Bankaktiva massiv reduzierten. Zudem gab es starke gegenseitige Abhängigkeiten am Finanzmarkt aufgrund von Differenzkontrakten und «Credit Default Swaps». Verschärfend wirkte der von Spekulationen auf eine positive Zinskurve entstandene Zwang einzelner Investmentbanken zur Refinanzierung am Geldmarkt, was nach dessen Austrocknung durch Liquiditätsspritzen gelöst werden musste. Insgesamt können die ersten Preiskorrekturen am US-Immobilienmarkt infolge der eingetretenen wirtschaftlichen Verlangsamung als direkter Auslöser für die Korrekturen an den Finanzmärkten gesehen werden. Wegen der Verbriefung US-amerikanischer Hypotheken und deren globaler Verbreitung war es auch der US-Immobilienmarkt, welcher entscheidend zum Ausbruch der Finanzkrise beitrug. Die Ursachen für die vorangegangene Entwicklung am Hypotheken- und Immobilienmarkt, als auch für den Verlauf der Finanzkrise liegen aber vor allem bei den politischen und ökonomischen Rahmenbedingungen des US-Hypothekenmarktes sowie der Intransparenz der Strukturen.

Krise ist auch von Risikoillusionen geprägt

Was lässt sich daraus für Investoren und Finanzintermediäre ableiten? Zunächst ist auch künftig von einer starken Abhängigkeit zwischen Finanzmärkten und Immobilienmärkten auszugehen. Zum einen können in beschränktem Umfang weiterhin Verbriefungsstrukturen nützlich sein, zum anderen sind die Immobilienmärkte heute durch indirekte Anlagemöglichkeiten in die Finanzmärkte eingebunden. Zweitens wird es immer wieder Immobilienzyklen und Krisen geben. Wichtig sind deshalb Reserven in Form von Eigenkapital sowie transparente Strukturen, welche jederzeit korrekte Bewertungen ermöglichen. Drittens hat die Entwicklung wenig mit Marktversagen zu tun, viel jedoch mit Vertrauen in implizite Staatsgarantien, mit übertriebenem Wachstumsglauben und Risikoillusion sowie mit prozyklisch wirkender Regulierung. Es hat sich gezeigt, dass sich die Risiken exzessiver Verschuldung durch Verbriefung nicht wegzaubern lassen.

Die Analyse zeigt, dass der Aufschwung am US-Immobilienmarkt vor 2007 durch das politisch gestützte System der Verbriefung und die lockere Geldpolitik der Zentralbank sowie durch Wachstumserwartungen und die Eigenheiten von US-Hypotheken getrieben war. Dagegen wurde die Dynamik der Krise vorab durch Intransparenz, Bewertungsänderungen und Refinanzierungsbedarf geprägt.

Literatur

- Calem, P.S.; Follain, J.R. (2007): Regulatory Capital Arbitrage and the Potential Competitive Impact of Basel II in the Market for Residential Mortgages. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 35, pp. 197-219.
- Chen, J.; Hudson-Wilson, S.; Nordby, H. (2004): Real Estate Pricing: Spreads & Sensibilities: Why Real Estate Pricing is Rational. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 10, No. 1, pp. 1-21.
- Edelstein, R.H.; Tsang, D. (2007): Dynamic Residential Housing Cycles Analysis. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 35, pp. 295-313.
- Hendershott, P.H.; MacGregor, B.D. (2005): Investor Rationality: Evidence from U.K. Property Capitalization Rates. *Real Estate Economics*, Vol. 33, No. 2, pp. 299-322.
- McDonald, J.F.; Dermisi, S. (2008): Capitalization Rates, Discount Rates, and Net Operating Income: The Case of Downtown Chicago Office Buildings. *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 14, No. 4, pp. 363-374.
- Pavlov, A.; Wachter, S. (2006): The Inevitability of Marketwide Underpricing of Mortgage Default Risk. *Real Estate Economics*, Vol. 34, No. 4, pp. 479-496.
- Stevenson, S. (2008): Modeling Housing Market Fundamentals: Empirical Evidence of Extreme Market Conditions. *Real Estate Economics*, Vol. 36, No. 1, pp. 1-29.
- Wheaton, W.C.; Nechayev, G. (2008): The 1998-2005 Housing «Bubble» and the Current «Correction»: What's Different This Time? *Journal of Real Estate Research*, Vol. 30, No. 1, pp. 1-26.

PROF. DR. PASCAL GANTENBEIN ist Ordinarius für Finanzmanagement am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ) der Universität Basel und Inhaber des Henri-B.-Meier-Stiftungslehrstuhls.
pascal.gantenbein@unibas.ch

» Fenster schliessen