Der US-Immobilienmarkt und die Entstehung der Kreditkrise

Pascal Gantenbein

Das Platzen der Immobilien-Preisblase in den USA Ende 2006 wird gemeinhin als Anfang und Ursache der Subprime-Krise gesehen, welche sich von Mitte 2007 bis Anfang 2009 zur Finanzkrise ausgeweitet hat. Erstaunlich ist dabei nicht nur das Ausmass der zwischenzeitlich eingetretenen Wertverluste an den Finanzmärkten. Ebenso überrascht der Umstand, dass es am US-Immobilienmarkt vorgängig zu so starken Preissteigerungen kommen konnte, obschon bereits seit 2003 regelmässig vor Übertreibungen gewarnt wurde. Im Folgenden sollen deshalb drei Fragen diskutiert werden. Erstens: Wie konnte es zu dieser Entwicklung am US-Immobilienmarkt kommen? Zweitens: Wieso hatte der Einbruch am Subprime-Hypothekenmarkt so starke Auswirkungen auf die Finanzmärkte? Und drittens: Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für den Schweizer Immobilienmarkt?

ENTWICKLUNG IM US-IMMOBILIENMARKT

Zwischen Anfang 1995 und Ende 2006 verzeichnete der US-Immobilienmarkt einen Preisanstieg von real 67 Prozent und nominal 189 Prozent.[1] Innerhalb dieses Zeitraums beschleunigte sich das Preiswachstum insbesondere zwischen 2003 und 2006, bevor die Preise Ende 2006 nach unten zu korrigieren begannen. Zwei Dinge fallen dabei auf: Zum einen war die Preisentwicklung innerhalb der USA keineswegs homogen (Abb. 1). Während der Preisanstieg in Florida, Kalifornien, Nevada und Arizona bzw. in den Städten Miami, Tampa, Los Angeles, San Diego, Las Vegas und Phoenix sowie in Washington D.C. besonders ausgeprägt war, fiel er in den meisten Staaten des Südens, des Mittleren Westens sowie des Nordwestens vergleichsweise moderat aus. Zweitens war die Korrektur gerade in jenen Städten und Bundesstaaten mit vorgängig überdurchschnittlichen Preissteigerungen nach 2007 entsprechend stark - ein typisches Phänomen einer vorherigen Preisblase. Diese Beobachtungen sind auch konsistent mit der empirischen Erkenntnis, dass Immobilien-Preisblasen primär regionale Phänomene darstellen.

Im internationalen Vergleich (Abb. 2) zeigt sich jedoch, dass die Preise für Wohnimmobilien in zahlreichen Ländern im gleichen Zeitraum real deutlich stärker gestiegen sind als in den USA. Lag die Zunahme in den USA zwischen

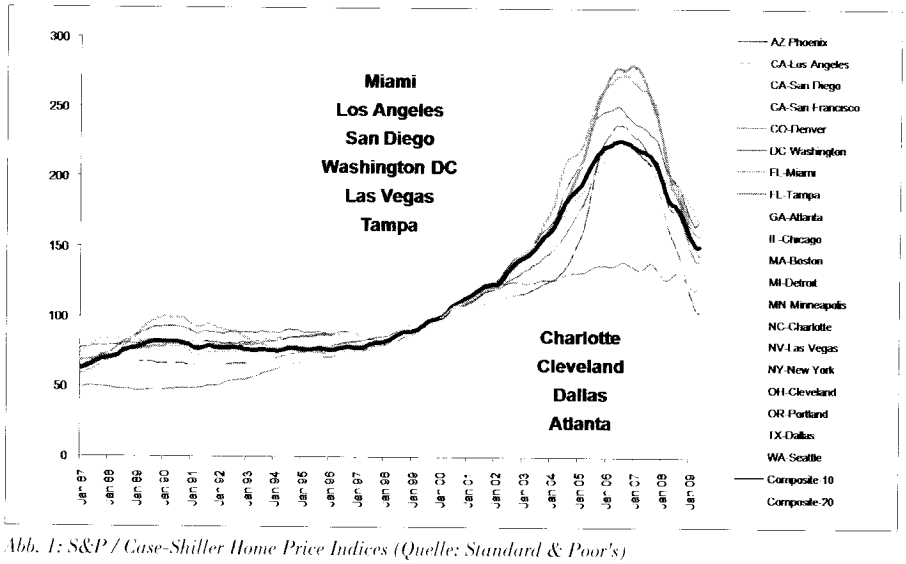

Abb. 1: S&P / Case-Shiller Home Price Indices (Quelle: Standard & Poor's)

Prof. Dr. Pascal Gantenbein ist Inhaber der Henri-B.-Meier Stiftungsprofessur "Finanzmanagement" und Leiter der Abteilung Finanzmangement des WWZ.

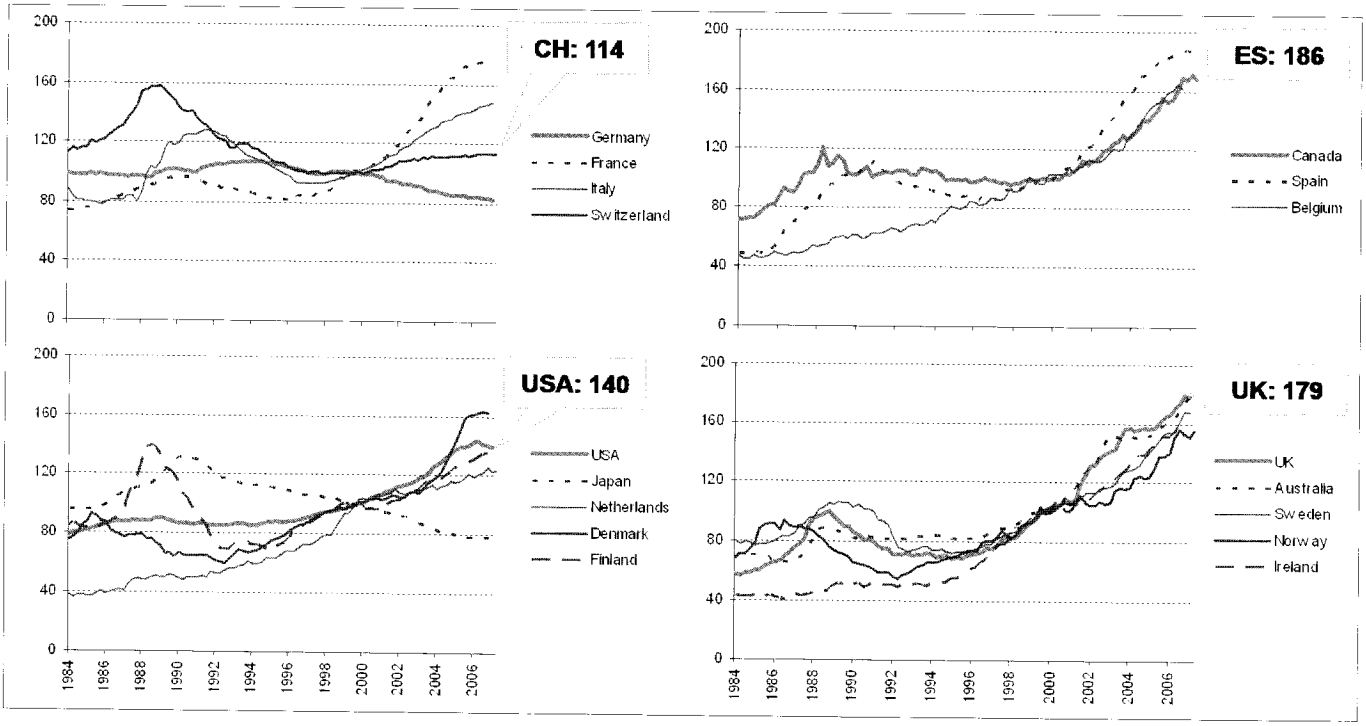

Abb. 2: Reale Immobilienpreise im internationalen Vergleich, indexiert auf 100 im Jahr 2000 (Quelle: BIZ)

2000 und 2007 real bei 40 Prozent, betrug sie in Schweden 68 Prozent, in Kanada 70 Prozent, in Frankreich 73 Prozent, in Australien und Grossbritannien je 79 Prozent und in Spanien gar 86 Prozent. Trotz dieser Relationen war in erster Linie die Entwicklung in den USA das Problem, da abgesehen von der Grösse des Marktes vorab US-Hypotheken verbrieft und von internationalen Investoren gekauft wurden.

DETERMINANTEN DER PREISENTWICKLUNG AM US-IMMOBILIENMARKT

Wie konnte es zu dieser Preisentwicklung kommen? Für die Analyse bietet sich an, die vier Dimensionen von Immobilienpreis-Determinanten zu betrachten. Dies sind erstens das lokale Angebot und die Nachfrage, zweitens die Kosten des Immobilieninvestments sowie dessen Opportunitätskosten, drittens die Konjunkturentwicklung und der Kreditzyklus sowie viertens die strukturellen Faktoren.

Auf der ersten Ebene spielen die Faktoren Pro-Kopf-Einkommen sowie die Preiselastizität des lokalen Immobilienangebots empirisch die Hauptrolle. Tatsächlich verzeichneten die Bundesstaaten und Städte mit dem stärksten Preisanstieg auch ein höheres durchschnittliches Pro-Kopf-Einkommen als die übrigen Regionen. Ausserdem weisen die meisten dieser Gebiete aufgrund der überdurchschnittlichen Siedlungsdichte eine im Quervergleich tiefere Preiselastizität des Angebots auf. Dies erklärt gewisse regionale Unterschiede, nicht jedoch die Überbewertung des gesamten Marktes.

Wichtiger sind diesbezüglich die Faktoren auf der zweiten Ebene: Die Kosten von Wohneigentum waren aufgrund der günstigen Belehnbarkeit sowohl von neuem als auch von bereits existierendem Wohneigentum seit Ende der neunziger Jahre auf einem sehr tiefen Niveau. Ausserdem ist der Markt für Hypotheken in den Jahren vor der Krise von Banken und Hypothekarbrokern sehr aggressiv bearbeitet worden: Zum einen wurden dem Segment der einkommensschwachen über 62-jährigen Hausbesitzer "Reverse Mortgages" angeboten, die basierend auf einer höheren Belehnung der Immobilie entweder eine einmalige Auszahlung oder eine Rente zur Erhöhung des Lebensstandards gestatteten. Seit 2001 hat dieser als "Housing Equity Withdrawal" bezeichnete Bezug von finanziellen Ressourcen aus dem existierenden Wohnkapital stark zugenommen - wobei das Geld dann primär in den Konsum geflossen ist. Zum anderen konnten neue Käufer bereits mit sehr wenig Eigenkapital eine Immobilie erwerben. So wurde seitens jener Käufergruppen, die sich bis-

lang kein Wohneigentum hatten leisten können, eine starke Nachfrage nach solchem generiert. Parallel dazu schienen die Immobilienrenditen aufgrund der erhofften Preissteigerungen für viele Privatpersonen sehr vorteilhaft.

BEGÜNSTIGENDE FAKTOREN

Begünstigt wurde diese Entwicklung durch zwei Spezifika des US-Hypothekenmarktes: Zum einen bedeutet die "Nonrecourse-Eigenschaft", dass die Hypothekarschuld auf die Pfandsache beschränkt ist. Ist die Hypothek durch den Wert des Hauses nicht mehr gedeckt, kann der Hypothekarschuldner sich von seiner Schuld befreien, indem er das Haus der Bank übergibt. Eine solche einfache Separierung von Immobilie bzw. Immobilienschuld von den übrigen Aktiva bzw. Passiva des Schuldners ist in den meisten anderen Ländern nicht möglich. Dort führt eine Unterdeckung im Regelfall zu einem Konkursverfahren mit gravierenden Folgen für die weitere Einkommens- und Vermögenssituation, für Familie, Beruf, Ansehen und Gesundheit. Die Konsequenzen für den Schuldner einer Nonrecourse-Hypothek sind dagegen deutlich weniger schmerzhaft. Verloren geht schlimmstenfalls das eingesetzte Eigenkapital. Dies trägt zu einer höheren Bereitschaft bei, Immobilien zu erwerben.

Die zweite Besonderheit besteht in der langjährigen Tradition von US-Banken, Hypothekarkredite nach deren Vergabe wieder aus den Büchern zu nehmen. Dies geschieht entweder durch Übertragung der Hypotheken auf eine Hypothekenagentur wie Fannie Mae und Freddie Mac oder durch Transfer an eine Spezialgesellschaft mit anschliessender Verbriefung. Das Konzept der Auslagerung geht zurück auf die Gründung der staatlichen Hypothekenagentur FNMA ("Fannie Mae") im Jahre 1938, welche die Aufgabe hatte, langfristige Hypotheken von den Banken zu übernehmen und auf diese Weise Wohneigentum zu fördern. Zwar wurde die Agentur 1968 privatisiert, doch hat die US-Regierung die Vergabe von Hypotheken weiter über Garantien sowie mit der Gründung der Agenturen GNMA („Ginnie Mae") und FHLMC („Freddie Mac") unterstützt. Unter der Regierung Clinton wurde der Transfer zudem auf Positionen minderer Bonität (Subprime-Hypotheken) ausgeweitet. Hinzu kamen nach der Aufhebung des Glass-Steagall-Acts 1999 zunehmend auch private Verbriefungsvehikel.

Der Risikotransfer war für Banken zum einen überhaupt die einzige Möglichkeit, dem sozialpolitischen Ziel der Kreditvergabe an einkommensschwache Käufer nachzukommen. Zum anderen ist aber auch klar, dass die Option zum Transfer den Anreiz für eine sorgfältige Kreditprüfung reduziert hat. Dies erklärt auch, wieso Banken selbst dann noch bereit waren, Subprime-Hypotheken zu vergeben, als die Überbewertung am Immobilienmarkt schon offensichtlich war: Die Vergabe war lukrativ, da sich das Risiko auf die Märkte übertragen liess.

Die zentralen Faktoren auf der dritten Ebene, nämlich die positive Wirtschaftsentwicklung sowie die von der Federal Reserve Bank zwischen Ende 2001 und Mitte 2004 praktizierte Tiefzinspolitik haben diese Entwicklung in jedem Fall stark begünstigt. Davon profitierten neben dem Wohnsektor auch die kommerziellen Immobilien. Dies gilt ebenso für die vierte Ebene der strukturellen Faktoren, insbesondere für die demografische Entwicklung, die vor dem Hintergrund der Immigration eine anhaltende Nachfrage nach Wohnraum indizierte.

Dies sind alles zunächst keine irrationalen Gründe für einen Preisanstieg am Immobilienmarkt. Problematisch war jedoch die sich entfaltende Dynamik im System, welche am Ende zu einer durch die fundamentalen Faktoren nicht mehr gerechtfertigten Preisentwicklung geführt hat - nicht mehr als Ursache, sondern als Folge exzessiver Hypothekarkreditvergabe. Hierzu massgeblich beigetragen hat somit eine Kombination aus Verbriefung, aus Tiefzinspolitik der US-Notenbank, aus spezifischen Rahmenbedingungen des US-Hypothekenmarktes sowie aus der tendenziell höheren Verschuldungsneigung amerikanischer Konsumenten.

WARNSIGNALE WURDEN IGNORIERT

War das nicht vorherzusehen? Fest steht, dass zahlreiche Experten schon früh auf die Entwicklungen aufmerksam gemacht haben. Als Beispiele genannt seien neben Robert Shiller und den Analysten von Ned Davis Research diverse wissenschaftliche Beiträge zu dieser Frage.[2] Auch die BIZ hatte schon 2005 auf den starken Anstieg von Immobilienpreisen, Housing Equity Withdrawal und Hypothekarausleihungen sowohl im Wohn- als auch im kommerziellen Immobilienbereich und auf die damit verbundenen Gefahren hingewiesen. Gleichwohl blieb die Nachfrage nach Immobilien hoch, weil Kredite aufgrund tiefer Zinsen und Risikoprämien günstig waren. Ebenso war bekannt, dass die Inventory Ratio (Relation der zum Verkauf stehenden Häuser zur Anzahl effektiv verkaufter Häuser) seit 2005 stark angestiegen und die Bautätigkeit Anfang 2006 eingebrochen war. Warnsignale gab es also viele, indessen hatten die Akteure im oben beschriebenen

System, welches sich eine Zeitlang quasi selbst antrieb, wenig Interesse, diese zur Kenntnis zu nehmen.

AUSWIRKUNGEN DER US-SUBPRIME-KRISE AUF DIE FINANZMÄRKTE

Weshalb hatte der anschliessende Einbruch am Markt für US-Subprime-Hypotheken so grosse Auswirkungen auf die internationalen Kredit- und Finanzmärkte? Drei Punkte seien hier hervorgehoben:

Erstens war der Markt für verbriefte Hypothekarkredite (MBS, mortgage backed securities) bis 2007 das wichtigste Segment des US-Kapitalmarktes. Das Volumen an ausstehenden Agency-Papieren betrug 2007 noch 5.95 Billionen USD bei einem geschätzten Volumen des US-Hypothekenmarktes von rund 12 Billionen USD.[3] Hinzu kommt die stark gestiegene Bedeutung von Subprime-MBS und Alt-A-MBS. Während deren Anteil am gesamten Emissionsvolumen von Hypothekenpapieren im Jahr 2000 noch bei 11 Prozent lag, nahm er bis 2006 auf 39 Prozent zu.[4] Dies spiegelt direkt die verstärkte Hypothekarkreditvergabe an einkommensschwächere Käuferschichten. Die durchschnittliche Qualität emittierter Papiere hat sich dadurch insbesondere seit 2004 massiv verschlechtert.

Ein zweiter Punkt betrifft die Strukturen der Verbriefung, welche die Ausbreitung der Krise begünstigt haben. Auch wenn anfänglich nur Produkte mit Subprime-Bezug betroffen waren, führte die Korrektur schnell zur Ansteckung weiterer Bereiche des Hypothekenmarktes. Denn zum einen wurden Produkte mit Hypothekarbezug von einer Vielzahl von Akteuren am Finanzmarkt wie Hedge Funds, Investment Banken und Versicherungen gehalten - von Institutionen also, deren Kurse aufgrund des oftmals hohen Leverages sehr sensitiv auf Wertveränderungen der Aktiva reagieren. Zum anderen ist ein Grossteil der Produkte in weitere Verbriefungsstrukturen wie CDOs (collateralized debt obligations) eingebracht worden und diente zusammen mit anderen Forderungen wie Commercial Real Estate Debt oder High Yield Bonds als Basis für neuerliche Verbriefungen. Deren Zweck bestand im Wesentlichen in der Tranchierung der Risiken: Durch Subordination konnten aus einem Pool mittelmässiger Papiere neue Wertschriften sehr unterschiedlicher (zuweilen auch guter) Bonitäten generiert werden. Viele Papiere erhielten so gute Ratings und waren für Investoren attraktiv, zumal sie - obschon scheinbar mit geringem Risiko behaftet - einen deutlich höheren Ertrag abzuwerfen versprachen als Staatspapiere. Zu einem globalen Problem wurde die Subprime-Krise dadurch, dass die Portfolios vieler internationaler Banken solche Wertschriften enthielten. Unmittelbar betroffen waren schliesslich auch jene Banken, welche selbst solche Verbriefungsvehikel betrieben und ihre Eigenkapitaltranche (First Loss Piece) verloren haben oder am Ende gar Ausserbilanzpositionen wieder in die Bücher nehmen mussten.

Selbstredend führte die Fortführung dieser Verbriefung drittens dazu, dass schnell keine Transparenz mehr bestand über die sich hinter den Positionen verbergenden Qualitäten der Underlyings. Das war kein Problem, solange alles gut lief. Jedoch wurde diese Intransparenz zu einem wesentlichen Element der Krise, als Anfang August 2007 verschiedene Investmentfonds die Rücknahme von Papieren mangels Möglichkeit zur Bewertung ihrer Positionen aussetzten.

INTRANSPARENZ UND KOMPLEXITÄT LEGEN DEN MARKT LAHM

Die zu Beginn der Wertkorrekturen zutage getretene Intransparenz und Komplexität wirkte sich verheerend aus: Die Folge war ein rascher Abbau sämtlicher Positionen, denen die Investoren kein Vertrauen mehr schenkten – was zum Zusammenbruch des Marktes für verbriefte Hypothekenpapiere geführt hat. Hinzu kommt, dass ähnliche Konstruktionen wie im Subprime-Markt auch in anderen Bereichen existierten: Auch die Verbriefungen von Alt-A-Hypotheken, von Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) und von Unternehmenskrediten aus fremdfinanzierten Übernahmen oder Zusatzfinanzierungen (Leveraged Loans) funktionierten nach dem gleichen "Originate-to-distribute-Modell (OTD), wonach Kredite zwar durch Banken vergeben, dann jedoch weiterverkauft werden. Dadurch weitete sich das Misstrauen über die verschiedenen Produkte auf die Finanzakteure aus.

Neben Grösse und Qualität, Verbriefungsstruktur und Leverage sowie Intransparenz und Misstrauen gab es verstärkende Faktoren wie die prozyklisch wirkende Vorschrift zur "Mark-to-market" Bewertung nach IAS 39 / FAS 157 sowie die durch Differenzkontrakte (CFD) und Credit Default Swaps (CDS) geschaffenen gegenseitigen Abhängigkeiten am Finanzmarkt. Insgesamt zeigt sich aber, dass die Intransparenz, die Bewertungsunsicherheit und das dadurch ausgelöste Misstrauen im Finanzsystem ganz entscheidend die Ausbreitung der anfänglichen Subpri-

me-Krise in einen Flächenbrand begünstigt haben. Nicht die schlechte Qualität eines Papiers ist das Hauptproblem – diese lässt sich in einem funktionierenden Markt entsprechend bewerten –, sondern die durch komplexe Strukturen geschaffene Intransparenz, welche korrekte Bewertungen verunmöglicht und am Ende durch den gleichzeitigen Ausstieg aller Akteure zu einem Zusammenbruch des Marktes führt.

IMPLIKATIONEN FÜR DEN SCHWEIZER IMMOBILIENMARKT

Was bedeutet diese Entwicklung nun für den Schweizer Immobilienmarkt? Sowohl bezüglich der Immobilienpreise als auch hinsichtlich der Verschuldung präsentiert sich die Situation hier gänzlich anders als in den USA. Zum einen zeigt der Ländervergleich, dass das hiesige Immobilien-Preiswachstum im Durchschnitt sehr moderat war. Real sind die Preise zwischen 2000 und 2008 lediglich um 14 Prozent gestiegen, und Übertreibungen hielten sich in vergleichsweise engen Grenzen. Zum anderen praktizieren die Banken hierzulande seit den frühen neunziger Jahren im Hypothekarbereich eine vorsichtige Kreditvergabepolitik – mit der Folge, dass die Eigenkapitalquoten privater Immobilienbesitzer im Vergleich zu damals im Schnitt gestiegen sind.

Dies ist wichtig als Sicherheit, denn negative Auswirkungen der Krise zeigen sich gleichwohl aufgrund der konjunkturellen Sensitivität der Immobilienmärkte. Eine wirtschaftliche Abkühlung trifft erfahrungsgemäss über eine verminderte Nachfrage nach Raumnutzung zunächst die Märkte für kommerziell genutzte Immobilien, später und etwas weniger stark auch jene für Wohnliegenschaften. Preislich besonders exponiert sind dabei Liegenschaften in Zentren, da diese eine höhere Konjunktursensitivität aufweisen als dezentral gelegene Immobilien. Entscheidend für die Auswirkungen auf den Schweizer Immobilienmarkt sind somit die Dauer und Intensität der wirtschaftlichen Abkühlung. Gleichwohl präsentiert sich die Ausgangslage in der Schweiz sowohl von der Preis- als auch von der Verschuldungsseite her als relativ stabil.

KONKLUSION

Zentral für das Entstehen der Preisblase am US-Immobilienmarkt waren neben der Einkommensentwicklung und der tiefen Preiselastizität des Immobilienangebots in einigen Regionen vor allem die folgenden Faktoren: Erstens die leichte Verfügbarkeit von Krediten für einkommensschwache Käufer als Folge des tiefen Zinsniveaus sowie der aggressiven Kreditvergabe seitens der Banken. Diese steht wiederum im Zusammenhang mit der staatlichen Förderung der Verbriefung von Krediten schlechter Bonität. Zweitens war an den internationalen Finanzmärkten zuvor sehr viel Liquidität vorhanden, welche dieses System finanziert und zu den tiefen Risikoprämien beigetragen hat. Drittens bestand käuferseitig eine durch günstige Kredite und die Aussicht auf steigende Immobilienpreise sowie durch die Nonrecourse-Eigenschaft von Hypothekardarlehen angetriebene hohe Nachfrage nach Immobilien.

Die Ausweitung der US-Subprime-Krise in eine internationale Finanzkrise hatte vor allem drei Ursachen: Erstens die Grösse des MBS-Marktes mit einem seit 2004 stark gestiegenen Anteil an riskanten Papieren. Zweitens die rasche internationale Infizierung vieler Finanzinvestoren durch die Strukturen der Verbriefung. Und drittens die Intransparenz des Marktes für alle durch Verbriefung strukturierten Produkte mit der Folge gegenseitigen Misstrauens am Finanzmarkt.

Wie geht es nun weiter? Generell gilt, dass es auch inskünftig immer wieder Immobilienzyklen geben wird, dies aufgrund von Nachfrageschwankungen und Angebotslags. Jedoch sollten die Akteure an den Finanzmärkten durch Vertrauen in Staatsgarantien und Fehleinschätzungen der Risiken diese durchaus normalen inhärenten Schwankungen der Immobilienmärkte nicht noch intensivieren. Ziel muss es sein, an den Finanzmärkten Strukturen zu schaffen, welche eine höhere Transparenz und zuverlässige Bewertungen der Risiken ermöglichen – im Interesse besserer Investitionsentscheide sowie um nachfrageseitige Übertreibungen zu dämpfen.

FUSSNOTEN

[1] *Vgl. Bank for International Settlements (BIS): Annual Report 2008, Chapter 7: S&P/Case-Shiller Home Price Indices.*

[2] *Vgl. u.a. Jun Chen, Susan Hudson-Wilson, Hans Nordby: Real Estate Pricing: Spreads & Sensibilities: Why Real Estate Pricing is Rational, Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 10, No. 1, 2004, pp. 1-21 socie Patric H. Hendershott, Bryan D. MacGregor: Investor Rationality: Evidence from U.K. Property Capitalization Rates, Real Estate Economics, Vol. 33, No. 2, 2005, pp. 299-322. Beide Beiträge kommen zum Ergebnis, dass um 2004 die Preise noch durch die fundamentalen Faktoren erklärbar waren, doch folgt damit aus der Analyse auch, dass dies seither nicht mehr der Fall war.*

[3] *Quelle: SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association).*

[4] *Vgl. Bank for International Settlements (BIS): Annual Report 2008, Chapter 6.* ■