

Arentz, Oliver; Eekhoff, Johann; Wolfgramm, Christine

Working Paper

Zur Finanzmarktkrise: Die Rolle der Immobilienbewertung

IWP Discussion Paper, No. 2010/1

Provided in Cooperation with:

Institute for Economic Policy, University of Cologne

Suggested Citation: Arentz, Oliver; Eekhoff, Johann; Wolfgramm, Christine (2010) : Zur Finanzmarktkrise: Die Rolle der Immobilienbewertung, IWP Discussion Paper, No. 2010/1, Universität zu Köln, Institut für Wirtschaftspolitik (iwp), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/57979>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

**INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSPOLITIK
AN DER UNIVERSITÄT ZU KÖLN**

**Zur Finanzmarktkrise:
Die Rolle der Immobilienbewertung**

Oliver Arentz, Johann Eekhoff
und Christine Wolfgramm

**IWP Discussion Paper No. 2010/1
Februar 2010**

Abstract

Finanzmarktkrisen entstehen häufig in Folge von Immobilienpreisblasen. In dieser Arbeit wird die Entstehung von Immobilienpreisblasen unter Berücksichtigung der spezifischen Eigenschaften von Immobilienmärkten sowie von Wechselwirkungen zwischen Immobilien- und Finanzmärkten untersucht und anhand der Finanzmarktkrisen in Japan Anfang der 1990er Jahre und in den USA in den letzten Jahren illustriert. Verschiedene Immobilienwertbegriffe und einfache Indikatoren zur frühzeitigen Erkennung von Immobilienpreisblasen sowie mögliche wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen werden kritisch diskutiert.

JEL-Classification

G01, G12, G18, M48, R31, R38

Autorenkontakt

Oliver Arentz
arentz@ifm-bonn.org

Johann Eekhoff
j.eekhoff@uni-koeln.de

Christine Wolfgramm
wolfgramm@wiso.uni-koeln.de

Korrespondenzadresse

Institut für Wirtschaftspolitik
an der Universität zu Köln
Pohligstr. 1 – 50969 Köln

Telefon: +49221 470 5347
Telefax: +49 221 470 5350

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung.....	1
2	Fehlbewertungen auf dem Immobilienmarkt als Ausgangspunkt von Finanzmarktkrisen.	2
2.1	Entstehung von Immobilienblasen.....	4
2.1.1	Besonderheiten des Immobilienmarktes.....	4
2.1.2	Die Rolle von staatlichen Interventionen.....	8
2.1.3	Psychologie.....	9
2.2	Interdependenzen zwischen Immobilien- und Finanzmärkten.....	10
2.3	Fallstudien.....	13
2.3.1	Japan.....	13
2.3.2	USA – Verbriefungen als neue Quelle von Instabilitäten.....	18
3	Anforderungen an eine rationale Immobilienbewertung.....	26
3.1	Möglichkeiten und Grenzen der Immobilienbewertung.....	26
3.1.1	Immobilienwertermittlung in Deutschland.....	29
3.1.2	Bewertungsverfahren.....	30
3.1.3	Fazit.....	32
3.2	Indikatoren für eine Blasenbildung am Immobilienmarkt.....	32
3.2.1	Verhältnis von realen Immobilienpreisen zur Wirtschaftsentwicklung.....	33
3.2.2	Erschwinglichkeit von Immobilien.....	34
3.2.3	Das Verhältnis von Immobilienpreisen und Mieten.....	35
3.2.4	Der Nutzungskostenansatz von Poterba.....	36
3.2.5	Fazit.....	37
4	Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen.....	37
5	Fazit.....	41
	Literaturverzeichnis.....	44

1 Einleitung¹

Die aktuelle Finanz- und Wirtschaftskrise hat ihren Ursprung auf dem US-Immobilienmarkt. Ein langanhaltender Immobilienpreisanstieg führte zu einer Fehleinschätzung der weiteren Entwicklung der Immobilienpreise. Es entstand eine Immobilienpreisblase, deren Platzen dramatische Auswirkungen für das gesamte Finanzsystem und letztlich auch für die deutsche Wirtschaft hatte. Wie konnte aus dem regionalen Phänomen einer Immobilienblase in den USA eine Gefährdung für die wirtschaftliche Entwicklung in zahlreichen Ländern entstehen? Diese Frage wird mittlerweile in unzähligen Untersuchungen aufgegriffen und aus sehr unterschiedlichen Blickwinkeln beantwortet. Eine differenzierte Sichtweise ist angezeigt, da einfache Erklärungen zu kurz greifen. In diesem Gutachten werden die Besonderheiten des Immobilienmarktes in den Vordergrund gestellt, was zu einer Ausblendung anderer Ursachen führt. Die weit gehende Beschränkung auf die Besonderheiten von Immobilienmärkten erscheint sinnvoll, da diese in der wissenschaftlichen Ursachenforschung bislang nur am Rande thematisiert werden, obwohl Immobilienpreisblasen immer wieder zur Entstehung schwerer Krisen beigetragen haben.

Im Folgenden wird zunächst untersucht, wie Fehlbewertungen auf Immobilienmärkten das Entstehen von Finanzmarktkrisen begünstigen (Kapitel 2). Dazu ist es notwendig, zunächst die Entstehung von Immobilienpreisblasen zu verstehen. Neben den Besonderheiten des Immobilienmarktes werden die Bedeutung staatlicher Interventionen und psychologische Faktoren berücksichtigt. Daran anschließend wird analysiert, inwiefern die Interdependenzen zwischen Immobilien- und Finanzmärkten zur Entstehung von Krisen beitragen. Die theoretischen Erwägungen werden anhand zweier Fallstudien verdeutlicht. Neben der aktuellen Krise in den USA wird die Entwicklung in Japan Ende der 1980er Jahre dargestellt. Daran anschließend wird gezeigt, welche Schwierigkeiten bei der Bewertung von Immobilien auftreten und inwiefern einfache Indikatoren zur frühzeitigen Identifikation von Immobilienpreisblasen

¹ Der vorliegende Beitrag ist im Rahmen eines durch die BGAG-Stiftung Walter Hesselbach geförderten Forschungsprojekts des Instituts für Wirtschaftspolitik an der Universität zu Köln gemeinsam mit dem Institut für Wohnungsrecht und Wohnungswirtschaft an der Universität zu Köln entstanden. Die Autoren danken der Stiftung für ihre finanzielle Unterstützung. Für wertvolle inhaltliche Anregungen danken die Autoren Prof. Klaus Mackscheidt.

geeignet sind (Kapitel 3). Aufbauend auf den vorangegangenen Überlegungen werden einige wirtschaftspolitische Vorschläge skizziert, die die Besonderheiten des Immobilienmarktes erfassen (Kapitel 4). Abschließend werden die Ergebnisse der Untersuchung kurz zusammengefasst und bewertet (Kapitel 5).

2 Fehlbewertungen auf dem Immobilienmarkt als Ausgangspunkt von Finanzmarktkrisen

In der Geschichte gibt es zahlreiche Beispiele für Finanzmarktkrisen, die ihren Ursprung in Fehlbewertungen auf den Immobilienmärkten hatten. Einen Überblick über ausgewählte Finanzmarktkrisen, auf die dies zutrifft, gibt Tabelle 1. Die Beispiele sollen verdeutlichen, dass Finanzmarktkrisen mit Bezug zum Immobilienmarkt (bzw. Bodenmarkt) ein globales Phänomen sind, das seit dem Ende des 19. Jahrhunderts auftritt.

Jahr	Land	Quelle
1890	Argentinien	Calomiris 2008
1893	Australien	Calomiris 2008
1893	Italien	Calomiris 2008
1893	Western United States	Calomiris 2008
1900	Norwegen	Calomiris 2008
1920-30	United States	Calomiris 2008
1970-85	United States	Calomiris 2008
1980-91	USA (S&L)	Calomiris 2008
1979-83	Spanien	Hilbers et al. 2001
1982-84	Mexico	Hilbers et al. 2001
1982-82	Niederlande	Hilbers et al. 2001
1983-85	Kanada	Hilbers et al. 2001
1985-86	Irland	Hilbers et al. 2001
1991-92	Finnland	Hilbers et al. 2001
1992-96	Japan	Hilbers et al. 2001
1992-96	Schweden	Hilbers et al. 2001
1994-96	Mexico	Hilbers et al. 2001
1997-98	Thailand	Hilbers et al. 2001
1998	Malaysia	Hilbers et al. 2001
2007	USA (Subprime)	z. Bsp. Calomiris, 2008

Tabelle 1: Ausgewählte Finanzmarktkrisen, die im Zusammenhang mit Immobilienmärkten stehen, eigene Darstellung

Hilbers et al. (2001) beschreiben anhand von sieben Fallstudien einen idealisierten zeitlichen Verlauf von Immobilienpreisbewegungen und Finanzmarktkrisen (Abbildung 1). Im Durchschnitt stiegen die Immobilienpreise rund sechs bis acht Jahre stark an. Danach folgte ein starker Preisverfall von knapp fünf Jahren. Zwei bis drei Jahre nach dem Beginn des Immobilienpreisrückgangs kam es zu ersten Bankruns, Zusammenbrüchen von Finanzmarktinstitutionen oder massiven Staatsinterventionen zur Stützung von Finanzmarktteilnehmern. Die Immobilienpreise erholten sich im Durchschnitt rund zwei Jahre nach dem Einsetzen der Finanzmarktverwerfungen. Die Preise von Wohn- und Gewerbeimmobilien folgten demselben zeitlichen Muster.

Figure 3. Average Real Estate Prices⁸ and Banking Sector Distress

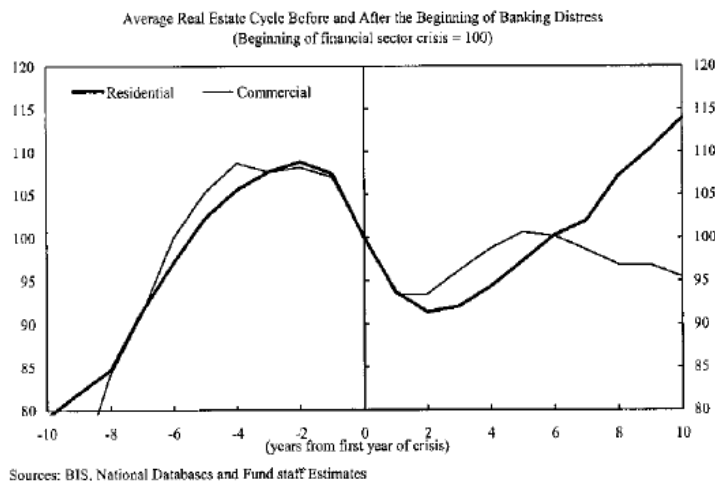


Abbildung 1: Zeitliche Abfolge von Immobilienpreisbewegungen und Finanzmarktkrisen; Quelle: Hilbers et al., 2001

Die zeitliche Korrelation begründet allerdings keinen kausalen Zusammenhang. Nicht jede Abwertung auf Immobilienmärkten führt zwangsläufig zu einer Finanzmarktkrise. Singapur und Hong Kong waren ebenso wie Malaysia und Thailand in den 1990er Jahren von der Asienkrise betroffen und erlebten ebenfalls einen drastischen Abfall der Immobilienpreise. Doch anders als in Malaysia und Thailand kam es in Singapur und Hong Kong zu keiner Finanzmarktkrise, was zu einem großen Teil auf höhere Liquiditätsreserven und Eigenkapitalquoten zurückzuführen sein dürfte (Hilbers et al., 2001). Immobilien- und Finanzmarktkrisen treten zwar häufig zusammen auf, dieses Muster kann jedoch auch nicht zum allgemeinen Gesetz erklärt werden.

Im Folgenden sollen die Gründe für das Entstehen von Immobilienblasen und deren Zusammenspiel mit dem Finanzmarktsektor näher untersucht werden.

2.1 Entstehung von Immobilienblasen

Zyklische Preisschwankungen sind ein wesentliches Merkmal von Immobilienmärkten. Dabei ist die „normale“ Immobilienpreiskonjunktur von möglichen Fehlentwicklungen, den „Immobilienpreisblasen“, zu unterscheiden. Diese Unterscheidung ist jedoch keineswegs trivial. Eine aussagekräftige Definition für Immobilienpreisblasen, die es ermöglicht, Immobilienblasen schon im Anfangsstadium zuverlässig zu bestimmen, existiert nicht. Es gibt kein Kriterium bzw. keinen Indikator zur Bestimmung des Punktes, ab dem eine „normale“ Immobilienpreisaufwertung in eine Blasenbildung umschlägt. Immobilienpreisblasen können daher immer nur ex post, also nach ihrem Platzen, eindeutig festgestellt werden.

Oftmals werden Blasen als Abweichungen des aktuellen Immobilienpreises von den langfristigen „Fundamentalwerten“ des Immobilienmarktes definiert. Was die „Fundamentalwerte“ des Immobilienmarktes sind und welche Probleme dieser Ansatz in der Anwendung bereitet, wird weiter unten erläutert. Akzeptiert man zunächst, dass es möglich sei, den „fundamentalen“ Immobilienpreis zu bestimmen und vergleicht diesen mit den tatsächlichen Immobilienpreisen, wird man feststellen, dass die Preise auf nahezu allen Immobilienmärkten ständig von dem „fundamentalen“ Wert abweichen. „Übertreibungen“ nach oben und unten sind auf Immobilienmärkten eher die Regel als die Ausnahme. Die Gründe hierfür sollen im Folgenden dargestellt werden.

2.1.1 Besonderheiten des Immobilienmarktes

Immobilienmärkte sind ihrer Struktur nach Bestandsmärkte. In Deutschland stammen etwa 98 Prozent des Angebots aus dem Bestand und nur knapp zwei Prozent aus der laufenden Produktion. Auch relativ geringe Nachfrageänderungen entfalten bezogen auf die laufende Produktion große Wirkungen. Auf Strommärkten, wo das gesamte Angebot aus der laufenden Produktion stammt, muss die Produktion lediglich um ein Prozent ausgedehnt werden, um eine einprozentige Nachfrageerhöhung zu absorbieren. Sofern jedoch nur zwei Prozent des Angebots laufend hergestellt werden, muss die laufende Produktion bei einer einprozentigen Nachfragesteigerung bereits um 50 Prozent ausgedehnt werden. Dies ist kurzfristig kaum zu realisieren, wodurch es zu langen Anpassungsfristen und deutlichen Preisschwankungen

kommt. Das Angebot auf Immobilienmärkten kann daher in der kurzen Frist als relativ unelastisch angenommen werden. Immobilienpreise reagieren somit entsprechend volatil auf Nachfrageänderungen, weil kurzfristige Anpassungen ausschließlich über den Preis erfolgen können. Kompensierende Mengenreaktionen sind erst in der mittleren bis längeren Frist zu erwarten.

Auch unabhängig von der relativ geringen quantitativen Bedeutung der laufenden Produktion wird die Anpassungsfähigkeit des Angebots auf Immobilienmärkten durch die langen Planungs- und Konstruktionszeiträume beeinträchtigt. Bevor eine neue Immobilie am Markt angeboten werden kann, vergehen in der Regel mehrere Monate bzw. Jahre. Zunächst muss das Projekt geplant und die notwendigen Genehmigungen eingeholt werden. Erst dann kann die eigentliche Bauphase beginnen. Mit großer Wahrscheinlichkeit werden sich daher die Nachfragebedingungen zwischen dem Beschluss, die Immobilie zu errichten, und der Fertigstellung der Immobilie verändert haben. Anbieter, die sich bei steigenden Preisen entschlossen haben, in den Markt einzutreten, werden bei Fertigstellung der Immobilie möglicherweise mit sinkenden Preisen konfrontiert, wenn die Nachfrage zwischenzeitlich zurückgegangen ist. Bei sinkenden Preisen werden potenzielle Anbieter vom Markteintritt absehen, obwohl die Möglichkeit besteht, dass die Immobilienpreise bis zur Fertigstellung des Objekts bereits wieder angestiegen sind. Formal wird dieser Prozess dadurch beschrieben, dass sich das Angebot der laufenden Periode an den Marktverhältnissen der Vorperiode orientiert. Da sich die Anbieter an den nicht mehr gültigen Marktverhältnissen der Vorperiode orientieren, kommt es nicht zu einer Markträumung, sondern abwechselnd zu Über- oder Unterproduktion. Erstmals wurde dieses Phänomen in der Schweinezucht beobachtet, weshalb es auch als „Schweinezyklus“ bezeichnet wird. Zwar werden die Anbieter lernen und versuchen, die Marktbedingungen abzuschätzen, die bei Fertigstellung der Immobilie voraussichtlich vorherrschen werden. Die grundsätzliche Unsicherheit über die zukünftige Marktentwicklung dürfte jedoch in vielen Fällen dazu führen, dass in Ermangelung einer besseren Prognose, der Status quo bzw. die Entwicklung der letzten Jahre als Maßstab herangezogen wird.

Eine weitere Ursache für das Abweichen der tatsächlichen Immobilienpreise von ihren „Fundamentalwerten“ kann in der großen Bedeutung von optimistischen Investoren für die Immobilienpreisbildung gesehen werden. Dieser Zusammenhang wird von Carey (1990) in einem Marktmodell für landwirtschaftliche Nutzflächen beschrieben. Im Rahmen dieses Modells lässt sich zeigen, dass der Marktpreis für landwirtschaftliche Nutzflächen durch „Optimisten“

getrieben wird und daher tendenziell nach oben von den Fundamentalwerten abweicht. Die Annahmen des Modells lassen sich gut auf den Immobilienmarkt übertragen: Zum einen ist das Angebot auf beiden Märkten wenigstens in der kurzen Frist nahezu unelastisch und zum anderen sind auf beiden Märkten Leerverkäufe aufgrund der hohen Transaktionskosten keine Option. Die Modelllogik ist wie folgt: Unterstellt wird, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Marktentwicklung, die sich in den jeweiligen Zahlungsbereitschaften manifestieren, über ein Kontinuum gleich verteilt sind, wobei die Mitte des Kontinuums den „fundamentalen“ Preis darstellt. Nachfrager, deren Zahlungsbereitschaft oberhalb des fundamentalen Preises liegt, werden als Optimisten bezeichnet. Pessimisten sind alle Nachfrager, deren Zahlungsbereitschaft unterhalb des fundamentalen Wertes liegt. Auf Aktienmärkten sollten sich die Einschätzungen von Optimisten und Pessimisten ausgleichen, so dass sich der fundamentale Preis jederzeit einstellt. Angenommen, der Preis entspricht der Einschätzung der Pessimisten, dann werden die Optimisten Aktien von den Pessimisten erwerben, weil sie bereit sind einen höheren Preis zu zahlen. Sollte der Preis zu stark auf die Seite der Optimisten ausschlagen, werden die Pessimisten Leerverkäufe durchführen und dadurch den Preis wieder in die Richtung des fundamentalen Wertes bewegen. Dies geschieht, indem die Pessimisten sich Aktien von den Optimisten leihen und diese zum aktuellen Marktpreis verkaufen. Die Pessimisten erwarten aufgrund der aus ihrer Sicht zu hohen Preise einen Kursrückgang, so dass sie die Aktien zu einem späteren Zeitpunkt zu einem geringeren Preis zurückkaufen und den Optimisten zurückgeben können. Die Differenz aus Verkaufs- und Ankaufspreis ist der Gewinn in diesem Arbitragegeschäft. Da Leerverkäufe das Angebot erhöhen, führen sie in der Tendenz zu einem Sinken des Marktpreises. Dieses Korrektiv für die Aktionen von Optimisten fehlt auf den Immobilienmärkten, da hohe Transaktionskosten Leerverkäufe unrentabel erscheinen lassen. Da kurzfristige Angebotsausdehnungen als Gegengewicht ebenfalls ausfallen, werden die Immobilienmärkte tendenziell von Optimisten bestimmt, was die Blasenbildung auf Immobilienmärkten begünstigt.

Darüber hinaus bleiben Blasen auf Immobilienmärkten eher unentdeckt, weil es für Immobilien in der Regel keinen beobachtbaren Marktpreis gibt. Die Qualität der Immobilien ist sehr unterschiedlich und die Transaktionen werden in bilateralen Verhandlungen vereinbart. Entsprechend ist das Ergebnis undeterminiert und vom Verhandlungsgeschick beider Marktseiten abhängig. Anders als für Wertpapiermärkte existieren für Immobilien keine Preise, die das Wissen aller Marktteilnehmer öffentlich leicht zugänglich abbilden. Und selbst dort wo Im-

mobilienspreis-Indizes verfügbar sind, ist es aufgrund der Heterogenität der Immobilien sehr schwierig, aus der Indexentwicklung auf den Wert eines einzelnen Objekts zu schließen. Die übliche Effizienzeigenschaft von Preisen kann auf dem Immobilienmarkt daher nicht angenommen werden. Blasen werden durch die intransparente Informationslage begünstigt, da Informationen über Fehlentwicklungen tendenziell erst mit einer gewissen Verzögerung den Marktteilnehmern zugänglich werden (Herring/Wachter, 1999).

Auch die hohen Transaktionskosten (in Deutschland: acht bis 12 Prozent des vereinbarten Immobilienpreises) auf Immobilienmärkten sind ein Grund für die beobachtbaren Preisschwankungen. Ein wesentlicher Teil der Transaktionskosten entsteht durch Eingriffe des Staates wie Registrierungspflichten oder Steuern auf den Erwerb von Grundvermögen. Zum einen reduzieren die Transaktionskosten das Handelsvolumen auf Immobilienmärkten. Sowohl Anbieter als auch Nachfrager berücksichtigen die anfallenden Transaktionskosten in ihren Entscheidungen. An sich rentable Geschäfte werden tendenziell unterbleiben, wenn die erwarteten Gewinne unterhalb der Transaktionskosten liegen. Dadurch verlieren die Marktpreise zusätzlich an Transparenz. Zum anderen unterbinden die Transaktionskosten wie dargestellt Leerverkäufe, die als Korrektiv für zu optimistische Käufe fehlen. Immobilienpreise weisen außerdem ein gewisses Beharrungsvermögen auf, wenn sich der ursprüngliche Preis als zu hoch erweist. Viele Immobilienbesitzer sehen eher von einem Verkauf ab, als dass sie die Immobilie zu einem Preis veräußern, der ihren Erwartungen nicht entspricht (Shiller, 2007, S. 5). Die Marktteilnehmer reagieren also eher über eine Mengenanpassung auf veränderte Rahmenbedingungen als durch Preisreaktionen, wodurch das Preissignal ebenfalls verzögert und die Blasenbildung begünstigt wird. Ein wesentlicher Grund für das Beharrungsvermögen von Immobilienpreisen sind die zuvor angesprochenen hohen Transaktionskosten. Wohingegen auf allen Märkten die Tendenz zu beobachten ist, dass Verluste nicht im selben Umfang realisiert werden wie Gewinne, was auch als Verlustaversion bezeichnet wird.

Die geschilderten Punkte sind mögliche Erklärungen für den Umstand, dass Immobilienpreise in den meisten Fällen von den Fundamentalwerten abweichen. Wesentlich ist, inwiefern der Markt eine Tendenz hin zu den Fundamentalwerten aufweist, also ob die Werte grundsätzlich nur um die Fundamentalwerte oszillieren oder ob sich Preise und Fundamentaldaten grundsätzlich auseinanderentwickeln, was die Gefahr drastischer Korrekturen mit hohen sozialen Kosten birgt. Dies ist im Einzelfall zu prüfen, da sich aufgrund der zahlreichen Einflussfaktoren keine allgemeinen Aussagen treffen lassen.

2.1.2 Die Rolle von staatlichen Interventionen

Staatliche Subventionen zur Förderung der Wohneigentumsbildung sind weit verbreitet. Dabei unterscheiden sich die Programme in ihrer Ausgestaltung erheblich. Auf der einen Seite gibt es direkte Zahlungen an Immobilienbesitzer, wie sie in Deutschland beispielsweise mit der Eigenheimförderung gezahlt wurden bzw. im Rahmen der Bausparförderung noch immer gezahlt werden. Des Weiteren wird eine steuerliche Absetzbarkeit für Fremdkapitalkosten eingeräumt, die für den Erwerb einer Immobilie anfallen. Demgegenüber stehen Maßnahmen, die Kredite für Hauskäufer verbilligen sollen. Die Kredite können entweder direkt durch staatliche Institutionen wie z. B. die KfW angeboten werden, oder der Staat nimmt wie bspw. in den USA privaten Kreditanbietern einen Teil des Kreditrisikos ab. Alle Fördermaßnahmen bewirken eine Steigerung der Immobiliennachfrage und somit der Immobilienpreise. Kommt es auf Immobilienmärkten zu Übertreibungen, werden diese durch die Förderprogramme tendenziell verstärkt und notwendige Korrekturen durch die zusätzliche Nachfrage aufgeschoben. Eine besonders kräftige Hebelwirkung hat die Übernahme von Kreditrisiken (Calomiris, 2008, S. 6).

Immobilienmärkte sind unmittelbar mit den Bodenmärkten verknüpft. Preissteigerungen auf Bodenmärkten führen auch zu Preissteigerungen auf den Immobilienmärkten. Der Preis für Boden ist jedoch immer auch ein politischer Preis, da er entscheidend von der Baulandausweisung der zuständigen Behörden abhängt. Eine politisch gewollte Verknappung des Baulandangebots drückt sich unmittelbar in steigenden Boden- und damit auch steigenden Immobilienpreisen aus. Wenn bei steigenden Immobilienpreisen eine restriktive Ausweisungspolitik betrieben wird, kann sich die Blasenbildung auf Immobilienmärkten verschärfen. Während einer Phase der Immobilienpreisabwertung trägt eine zusätzliche Baulandausweisung zum Preisverfall auf den Immobilienmärkten bei.

Mit der Geldpolitik steuern die Notenbanken zum einen das Wachstum der Geldmenge und damit die verfügbare Liquidität. Die Notenbanken beeinflussen aber über ihre Zinspolitik auch die Zinsstruktur und damit die Kosten für die Aufnahme von Fremdkapital. Verfügbare Liquidität und Zinsstruktur stehen zwar für gewöhnlich in einem engen Zusammenhang, allerdings hat die aktuelle Finanzmarktkrise gezeigt, dass dieser Zusammenhang keineswegs deterministisch ist. Trotz historisch niedriger Zinsen waren die Banken in der Krise nicht bereit, Liquidität bereit zu stellen. Bis zum Ausbrechen der Krise führten die niedrigen Zinsen und die Ausdehnung der verfügbaren Liquidität jedoch zu einem kontinuierlichen Ansteigen

des Kreditangebots. Die Geldpolitik hat damit Auswirkungen auf zwei wesentliche Parameter der Immobiliennachfrage: Umfang und Kosten des verfügbaren Fremdkapitals. Da Immobilieninvestitionen für die meisten Haushalte nur dann realisierbar sind, wenn sie einen großen Anteil des Immobilienpreises mit Fremdkapital finanzieren können, wirkt eine Ausdehnung bzw. eine Verbilligung des Kreditangebots stimulierend auf die Immobiliennachfrage. Eine Geldpolitik, die nicht ausschließlich an der Preisniveaustabilität orientiert ist, sondern auch die wirtschaftliche Entwicklung fördern soll, trägt daher zur Bildung von Immobilienpreisblasen bei. Dies gilt tendenziell für alle Vermögenspreise. Bei Immobilien sind die Tendenzen aufgrund der extremen Langlebigkeit von Immobilien und den daraus resultierenden starken Preiseffekten schon bei einer geringen Änderung der Diskontierungsrate sehr ausgeprägt.

2.1.3 Psychologie

Shiller (2007) hat die Finanzkrise am deutlichsten vorausgesehen und beschrieb den Vorgang wie folgt: Die Ursache des Geschehens ist eine Art psychologisch zu bewertender Ansteckungsprozess. Er spielt sich zunächst auf dem Immobiliensektor ab. Ausgangspunkt ist die Überzeugung, dass eine „neue Ära“ angebrochen sei, in der die alten Marktgesetze nicht mehr gelten und die Hauspreise immer weiter steigen, ohne dass Preisrückgänge zu befürchten sind. Da diese Überzeugung als eine Art „Soziale Epidemie“ von genug anderen Gesellschaftsmitgliedern geteilt wird, kommt es zu einem selbstverstärkenden Prozess, der in einer Blasenbildung mündet. Je mehr Haushalte von dieser Überzeugung angesteckt sind, desto stärker steigt die Nachfrage, was zu steigenden Preisen führt und die Erwartungen der Nachfrager bestätigt und verstärkt. Das alles ist durch den Case-Shiller-Hauspreisindex gut nachweisbar gewesen. Auf anderen Märkten würde die Blasenbildung tendenziell durch Angebotsausweitungen, die den steigenden Preisen entgegenwirkt, abgebremst, auf dem Immobilienmarkt ist dies aber kurzfristig nicht möglich. Zusätzlich setzt sich das Spekulationsmotiv beim Immobilienerwerb durch. Immer häufiger erwerben Marktteilnehmer Immobilien, in der Hoffnung auf kurzfristige Wertsteigerungen. Die erzielbaren Mieterträge (bzw. der Wohnnutzen) werden in das Kalkül nicht einbezogen. Es kommt also zu einer Situation, in der Wertsteigerungen angenommen werden, die für die Wertentwicklung relevanten Faktoren aber keine Berücksichtigung finden. So entfernen sich die Preise immer weiter von ihren fundamentalen Werten. Shiller argumentiert, dass die psychologischen Faktoren gerade bei Entscheidungen mit langfristigen Folgen weitaus wichtiger sind als kurzfristige Veränderungen von Zinssätzen, und dass die psychologischen Faktoren die lange Frist betreffen, während die

kurzfristigen Zinsen irrelevant sind. Die Anfälligkeit von Immobilienmärkten für Blasenbildungen kann somit auch zum Teil durch psychologische Faktoren erklärt werden.

2.2 Interdependenzen zwischen Immobilien- und Finanzmärkten

Immobilien- und Finanzmärkte sind eng miteinander verflochten. Dies hat eine wesentliche Konsequenz: Fehlentwicklungen auf dem einen Markt bedingen in der Regel auch Fehlentwicklungen auf dem anderen Markt. Dies erklärt das eingangs dargestellte zeitliche Muster von Immobilienpreisblasen mit Wirkungen auf den Finanzsektor. Es muss jedoch berücksichtigt werden, dass das zeitliche Muster noch keinen Aufschluss über kausale Verknüpfungen bietet. Fehlentwicklungen auf dem Immobilienmarkt können zum einen die Ursache für Finanzmarktkrisen sein. Es ist aber ebenfalls möglich, dass die Finanzmärkte Ursprung der Fehlentwicklungen auf den Immobilienmärkten sind. Beide Märkte müssen daher für eine vollständige Analyse gemeinsam betrachtet werden.

Zunächst sollen die Abhängigkeiten des Immobilienmarktes vom Finanzmarkt untersucht werden: Ohne einen funktionierenden Kapitalmarkt sind die meisten Immobilientransaktionen undenkbar, da der hohe Kapitalbedarf das vorhandene Eigenkapital der Marktteilnehmer in der Regel übersteigt. Die Nachfrage nach Immobilien wird somit entscheidend durch das Kreditangebot beeinflusst. Sinken die Hypothekenzinsen oder werden bestehende Kreditrationierungen aufgebrochen (z. B. durch Finanzinnovationen), hat dies einen Anstieg der Immobiliennachfrage zur Folge. Umgekehrt führt ein Anheben der Zinsen oder Kreditrationierung zu einem Sinken der Immobiliennachfrage. Wie gezeigt, können bereits kleinere Nachfrageschwankungen zu deutlichen Preisbewegungen führen.

Es bestehen aber auch zahlreiche Abhängigkeiten des Bankensektors vom Immobilienmarkt. Immobilienpreisschwankungen haben sowohl Folgen für die Aktiv- als auch für die Passivseite der Bankbilanz. Da die meisten Banken einen nicht unwesentlichen Teil ihres Vermögens in Immobilien investiert haben, wirken sich Immobilienpreissteigerungen positiv auf die Aktiva der Banken aus, während Immobilienpreisrückgänge den Wert der Bankaktiva reduzieren. Der Wert der Bankaktiva wiederum bestimmt, in welchem Umfang die Banken in der Lage sind Kredite zu vergeben. Veränderungen der Immobilienpreise beeinflussen somit die objektiven Möglichkeiten der Banken zur Kreditvergabe. Auf der Passivseite wirken sich Immobilienpreisveränderungen auf die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe aus. Immobilien dienen bei zahlreichen Kreditgeschäften als Sicherheit für den Kreditgeber. Kommt

es zu Immobilienpreisänderungen hat dies unmittelbare Auswirkungen auf den erwarteten Verlust der Banken bei diesen Kreditgeschäften. Zum einen verändert sich der erwartete Verlust, weil die Ausfallwahrscheinlichkeit von immobilienbesicherten Krediten steigt (probability of default). Je geringer der Immobilienwert ist, desto geringer ist das Interesse des Darlehnsnehmers, den Kredit zu bedienen – zumindest wenn es keinen Rückgriff auf andere Vermögenswerte gibt wie in den USA. Zum anderen steigt aber auch die Höhe des Verlusts (loss given default), den der Kreditgeber bei Ausfall des Kreditnehmers hinnehmen muss, da der erzielbare Verwertungserlös sinkt. Insgesamt steigt also bei sinkenden Hauspreisen der zu erwartende Verlust für die Banken. Banken reagieren daher auf fallende Hauspreise mit einer Einschränkung des Kreditangebots. Umgekehrt sinkt die Höhe des erwarteten Verlusts für die Bank, wenn die Immobilienpreise steigen, wodurch die Bereitschaft zur Kreditvergabe steigt.

Die Krisentheorie von Minsky (1990) kann weitere Anhaltspunkte dafür liefern, wie sich Immobilienpreisblasen im Zusammenspiel mit den Finanzmärkten bilden können. Obwohl Minsky in seiner postkeynesianischen Analyse insbesondere die Entwicklung von spekulativer Geldnachfrage und Wertpapierabsatz beschreibt, sind wesentliche Erkenntnisse seiner Krisentheorie auch auf Immobilienmärkte übertragbar: Während am Anfang einer spekulativen Aufblähung die Investitionen noch durch abgesicherte Finanzierung erfolgen, wird dieser sichere Pfad bei optimistischen Erwartungen über allgemeines Wachstum und steigende Preise für Investitionsobjekte verlassen. In der nun folgenden Stufe der Aufblähung reichen die Einnahmen aus den Investitionen nur noch aus, um die Zinsen zu bedienen, und die zu tilgenden Kredite werden einfach durch neu aufgenommene Kredite bedient. In der höchsten und letzten Phase wird sogar die Bezahlung der Zinsen aus aufgenommenen Krediten geleistet (Ponzi-Spekulation). So gilt für die meisten Immobilienpreisblasen, dass sie mit einer Absenkung der Kreditvergabestandards einhergehen, wobei die laxe Kreditvergabe mit dem Hinweis auf zukünftig erwartete Immobilienpreissteigerungen gerechtfertigt wird.

Die skizzierten Interdependenzen zwischen Immobilien- und Finanzmärkten können erklären, wie Fehlentwicklungen von einem auf den anderen Markt übertragen werden. Doch bleibt die Frage, warum Bankmanager dies nicht erkennen und rechtzeitig der Fehlentwicklung gegensteuern. Anders als bei privaten Haushalten, die nur selten mit Immobilientransaktionen befasst sind, handelt es sich bei Bankmanagern um erfahrene Anleger.

Es gibt plausible Gründe anzunehmen, dass auch Banker einer gewissen „Katastrophenkurzsichtigkeit“ (disaster myopia) unterliegen (Herring/Wachter, 1999). Zum einen sind drastische

Hauspreisabwertungen seltene Ereignisse. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass sich zwischen zwei Hauspreisschocks zahlreiche Rahmenbedingungen ändern, so dass die Vergangenheitsdaten nur begrenzt Aussagen über die Zukunft zulassen. Dass Immobilienmärkte intransparent und wenig informationseffizient sind, gilt wie bereits gezeigt in „normalen“ Zeiten. Belastbare Vergleichsdaten über krisenhafte Fehlentwicklungen sind in den meisten Fällen überhaupt nicht vorhanden. Zum anderen legen verhaltenstheoretische Untersuchungen nahe, dass auch trainierte Statistiker subjektive Wahrscheinlichkeiten aus Erfahrungswerten ableiten, die von der relativen Häufigkeit des Ereignisses abhängen. Dies ist in den meisten Fällen eine gute Näherung, doch Ereignisse, deren relative Häufigkeiten gering sind, werden dadurch systematisch unterschätzt. Darüber hinaus werden Ereignisse, deren relative Häufigkeit einen gewissen Schwellenwert unterschreitet, oftmals mit einer Wahrscheinlichkeit von null bedacht (Herring/Wachter, 1999, S. 14).

Ein weiterer Grund, warum auch Banken die Gefahren von Immobilienpreisabwertungen unterschätzen können, besteht darin, dass Banken starke Anreize haben, sich gleichgerichtet Risiken auszusetzen. Durch dieses sogenannte Herdenverhalten werden Trends in der Kreditvergabepraxis verstärkt. Das gemeinsame Eingehen von Kreditrisiken ist für Banken rational, weil die Nachfrager nur unzureichend zwischen der Geschäftspolitik der Banken unterscheiden können. Eine solide Geschäftspolitik, die gegen den Trend gerichtet ist, wird kaum wahrgenommen und daher relativ unprofitabel. Das Herdenverhalten ist aber auch deshalb für die Banken von Vorteil, weil die Wahrscheinlichkeit einer staatlichen Rettung steigt. Die Banken verhalten sich insofern opportunistisch, dass sie gemeinsam gleichgerichtete Risiken eingehen, um im Verlustfall staatliche Rettungsmaßnahmen mit dem Argument erzwingen zu können, dass das gesamte Bankensystem andernfalls zusammenbrechen würde.

Eine weitere Erklärung für die geringe Beachtung von Immobilienpreisrisiken kann darin gesehen werden, dass die Banken einen Großteil der Verantwortung für ihr Risikomanagement an Ratingagenturen ausgelagert haben. Im Verlustfall kann die Verantwortung dann mit dem Hinweis auf die Ratings der Agenturen abgestritten werden (plausible deniability, (Calomiris, 2008)). Diese Verantwortungsdiffusion wird nicht zuletzt durch die Regulierungsvorgaben verstärkt. Da die Ratings der staatlich anerkannten Agenturen im Aufsichtsprüfungsbereich bankinterne Risikoeinschätzungen ersetzen können, sinkt der Anreiz für die Banken weiterhin eigene Risikoüberwachungsanstrengungen vorzunehmen. Dasselbe Muster liegt auch dem scheinbar blinden Vertrauen auf mathematische Risikomodelle zugrunde. Ob-

wohl diesen Modellen realitätsferne Annahmen zugrunde liegen können, dienen sie den Entscheidungsträgern bei Banken und Ratingagenturen als Rechtfertigung für ihr Handeln. Die Verantwortung für Fehlentscheidungen wird von Entscheidungsträgern oftmals auf unzureichend überprüfte Modelle abgeschoben.

2.3 Fallstudien

Nach den theoretischen Vorüberlegungen soll nun am Beispiel von Japan und den USA erläutert werden, welche Rolle die einzelnen Faktoren für die Entstehung dieser Krisen spielten. Beide Krisen weisen einige Parallelen auf, so dass es verwundert, dass aus der japanischen Erfahrung wenig Lehren gezogen wurden. Nur zehn Jahre nach Japans Krise wurde kaum auf die bekannten Krisenvorboten in den USA geachtet. Die Überzeugung, einer neuen Ära gegenüberzustehen, hat viele Beobachter die Warnzeichen bewusst oder unbewusst ignorieren lassen.

2.3.1 Japan

Japan kann als Paradebeispiel für die Entstehung von Vermögensblasen gelten. In den späten achtziger Jahren erlebte Japan einen Boom in den Preisen für Grund und Boden, der zum großen Teil durch eine exzessive Kreditvergabepraxis der japanischen Banken zustande kam (Iwatsubo, 2005). Den Boden für die Immobilienblase bereitete die expansive Geldpolitik der japanischen Zentralbank. Die darauffolgende Krise ist hauptsächlich auf Katastrophenkurzsichtigkeit der Banken und deren laxen Kreditvergabe Standards zurückzuführen (Saito, 2003). Verschiedene Autoren (Iwatsubo, 2005; Kanaya/Woo, 2000) machen auch die Deregulierungsbemühungen im Finanzmarktsektor ab Mitte der 1970er Jahre für die Krise verantwortlich.

Das makroökonomische Umfeld in Japan war bis Anfang der 1980er Jahre durch überproportionales Wachstum und eine Inflationsrate nahe Null gekennzeichnet. Die japanische Notenbank hatte nach der starken Yen-Aufwertung gegenüber dem Dollar die Diskontrate ab Mitte der 1980er Jahre stark gesenkt und bis 1988 bei 2,5 Prozent gehalten, um die Folgen der Währungsaufwertung für die Wirtschaft abzufedern (Saito, 2003, Nanto, 2008). Dies führte zu erhöhten Wachstumsprognosen, hohen Vermögenspreisen und einer rasch ansteigenden Kreditvergabe.

Nach dem zweiten Weltkrieg hatte Japan eine umfangreiche Bankenregulierung (sog. „Convoy Regulierung“) umgesetzt, um die Stabilität des Finanzsektors zu garantieren. Banken spielten die Hauptrolle im Finanzsystem, da die Unternehmensfinanzierung über die Ausgabe von Aktien oder Anleihen sehr beschränkt war (Hoshi/Kashyap, 1999, S. 134). Die Bankenregulierung verhinderte durch eine weitreichende Zinsregulierung bei Einlagen und auf anderen Märkten den Wettbewerb zwischen den Banken. Die Ausgabe von Unternehmensanleihen war nur in bestimmten Größenordnungen und nur für bestimmte Unternehmen erlaubt. Diese Unternehmensanleihen wurden durch Banken gegen Vorlage von Sicherheiten garantiert, so dass kein Investor Verluste fürchten musste. Die Kapitalmarktteilnehmer hatten durch diese Regulierungen jedoch keine Möglichkeit, ihre Risikoeinschätzung in Zinsaufschlägen zum Ausdruck zu bringen (Shimizu, 2000, S. 58-59).

Die Deregulierung des Kapitalmarkts begann bereits Mitte der 1970er Jahre und beschleunigte sich, als sich eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums Mitte der 1980er Jahre abzeichnete. Mit der Wachstumsverlangsamung sah sich der Staat gezwungen, zusätzliche Schulden in Form von Staatsanleihen aufzunehmen. Bis dato wurden Staatsanleihen nur an Banken und Finanzinstitutionen ausgegeben, die diese trotz niedriger Verzinsung akzeptierten, weil die Regierung sie im Gegenzug vor Wettbewerb schützte. Das Volumen der zusätzlichen Staatsanleihen konnte jedoch nicht mehr von den Banken absorbiert werden, was den Staat zwang, einen Markt für Staatsanleihen zu eröffnen. Durch den Markt für Staatsanleihen konnten die Zinsregulierungen nicht weiter aufrecht erhalten werden. Die Deregulierung erfolgte jedoch nicht zeitgleich für Unternehmen und Haushalte, sondern galt zunächst nur für Unternehmen, während die Investitionsmöglichkeiten für Privatleute fast ausschließlich auf Bankeinlagen verengt blieben. Gleichzeitig mussten sich die Banken weiterhin auf die Kreditvergabe beschränken, während die Nachfrage nach Krediten sank, da sich insbesondere große Unternehmen vermehrt über den (internationalen) Kapitalmarkt refinanzierten. Das niedrige Zinsniveau verleitete Unternehmen dazu, mehr Kapital aufzunehmen, als sie für Kapitalinvestitionen in ihrem Kerngeschäft benötigten. Das zusätzlich aufgenommene Kapital wurde zu einem großen Teil in Immobilien investiert, weil die Unternehmen sich eine höhere Rendite auf dem Immobilienmarkt erhofften als sie an Fremdkapitalzinsen zahlen mussten. Diese zinsgetriebenen Spekulationsgeschäfte begünstigten das Entstehen der Immobilienblase (Shimizu, 2000, S. 58-62; Hoshi/Kashyap, 1999, S.132-138).

Mit der Marktliberalisierung traten auch ausländische Investoren auf dem japanischen (Immobili-)Markt auf und internationale Banken engagierten sich in Japan (Kanaya/Woo, 2000). Der zunehmende Wettbewerbsdruck führte dazu, dass die Zinsmargen japanischer Banken sanken. Auf der Suche nach Rendite wichen die Banken in Folge dessen in risikoreichere Kreditanlagen aus. Es kam zu einer vermehrten Kreditvergabe an den Immobiliensektor und an kleinere und mittlere Unternehmen, die als Sicherheiten für die Kredite wiederum Immobilien bzw. Landvermögen boten. Gleichzeitig sanken die Kreditvergabestandards. Angesichts steigender Vermögenspreise verließen sich die Banken allein auf den Wert der Immobilien bzw. des Grund und Bodens, ohne die Zahlungsfähigkeit des Schuldners zu prüfen (Kanaya/Woo, 2000).² Bis zu den 1980er Jahren war der Beleihungsauslauf für Immobilienkredite auf höchstens 60 bis 70 Prozent des Bodenwertes begrenzt gewesen, ab Mitte der 1980er Jahre gingen die Banken hingegen dazu über, den Beleihungsauslauf auf 100 Prozent zu erhöhen (Shimizu, 2000, S. 70-71). Außerdem verlagerten viele Banken die Risikoeinschätzung für Kredite an spezielle Agenturen für Kreditüberwachung aus (Kanaya/Woo, 2000, S. 6). Daher ist davon auszugehen, dass der Bezug zum Risiko dieser Kredite in den Banken verloren ging. Zusätzlich gründeten die Banken und Versicherungen Unternehmen für die Vergabe von Hypotheken, die nicht den Kreditvergabestandards der Banken entsprachen oder den Banken zu risikoreich erschienen (sog. Jusen, Finanzinstitutionen außerhalb des normalen Bankenmarkts). Deren hohe Gewinnmargen und geringe Verluste haben Banken, dazu animiert, nach und nach selbst in das Geschäft einzusteigen, statt nur Anteile an den Jusen zu halten (Herring/Wachter, 1999). Die Jusen waren nicht von der traditionellen Bankenregulierung erfasst.

Die Banken setzten auf weitere Landpreissteigerungen und vergaben immer mehr Immobilienkredite, was wiederum die Nachfrage und damit die Preise erhöhte. In Japan hatte sich der Glaube an den Mythos stetig steigender Landpreise durchgesetzt. Gleichzeitig sanken die Eigenkapitalquoten der Banken, während der Anteil von direkten Immobilienkrediten am Gesamtkreditportfolio von 19 Prozent in 1985 auf 27 Prozent in 1989 stieg (Taniuchi, 1997). Die zunehmende Verflechtung der japanischen Banken mit dem Immobiliensektor und die unge-

² In Japan werden die Bodenpreise als Indikator für Immobilienpreise verwendet, da der Wert der Immobilien selbst durch die starke Erdbebenhäufigkeit geringer als der Bodenwert geschätzt wird (o. V., 2009, globalpropertyguide.com)

bremste Kreditvergabe kann durch die außergewöhnliche Preisentwicklung auf dem Immobilienmarkt erklärt werden. Japan hatte eine lange Periode ausschließlich steigender Immobilienpreise bzw. Landpreise erlebt: Die Immobilienpreise waren seit dem zweiten Weltkrieg kontinuierlich gestiegen, mit nur einer kurzen Unterbrechung in 1975. Von 1980-95 stiegen die Preise um 350 Prozent bei einer ansonsten moderaten Inflationsrate. Dieser Anstieg führte zu einer Katastrophenkurzsichtigkeit, da kein Mitarbeiter in den Banken eine profunde Immobilienmarktkrise erlebt hatte. Die starken Preissteigerungen wurden mit der steigenden Wohlfahrt der japanischen Gesellschaft und dem geringen Angebot an Grund und Boden erklärt (Herring/Wachter, 1999; Saito, 2001).

1990 kam es nach mehreren Zinserhöhungen durch die japanische Zentralbank zu einem Aktienmarktcrash. Die schrittweisen Zinserhöhungen hatten eine „weiche Landung“ der überhitzten Immobilien- und Aktienmärkte erreichen sollen. Gleichzeitig wurde eine staatlich vorgegebene Obergrenze für die Anzahl an Immobilienkrediten eingeführt, um die Preissteigerungen von Grund und Boden zu stoppen (Kanaya/Woo, 2000). 1992 fielen die Landpreise und die Anzahl der ausgefallenen Kredite stieg (Woo, 1999). Die Preise der von Immobilienunternehmen gehaltenen Immobilien fiel um die Hälfte, so dass die Sicherheiten für die ausgegebenen Kredite an Wert verloren. Schon Anfang der 1990er Jahre hatten die Immobilienfinanzierer (Jusen) Finanzierungsprobleme. Trotzdem hatten die Banken auf eine Erholung der Preise im Immobiliensektor gesetzt und die Kreditvergabe nicht eingeschränkt bzw. ihre Sicherheiten erhöht. Ein Grund hierfür waren die engen Verflechtungen der japanischen Banken mit ihren Schuldnern. Banken hielten traditionell hohe Anteile an Unternehmen. Daher sank ihr Anreiz, die Kreditvergabe für faktisch insolvente Unternehmen einzuschränken. Zudem fürchteten die Banken bei Insolvenz ihrer Schuldner einen Gesichtverlust, da sie in diesem Fall Fehler ihres Risikomanagements eingestehen mussten, was in der japanischen Kultur drastische Konsequenzen nach sich ziehen würde.

Erst Mitte der 1990er Jahre kam es dann zu einem sprunghaften Anstieg der Kreditausfälle, so dass die Banken gezwungen waren, ihre Risikovorsorge zu erhöhen. Sie erlitten trotz hoher stiller Reserven und stabilem operativen Geschäft hohe Nettoverluste. Dennoch zahlten die meisten Banken weiter Dividenden aus. Kombiniert mit einem erschwerten Zugang zu neuem Kapital erodierte die Kapitalbasis der Banken (Woo, 1999, S.7). Insbesondere angeschlagene Banken hatten einen Anreiz, ihre Risikoposition zu erhöhen, um die drohende Insolvenz abzuwenden. Zum einen war ihre Eigenkapitalbasis bereits weitgehend aufgezehrt, so dass sie

kein Eigenkapital mehr zu verlieren hatten, zum anderen bauten sie auf Hilfen aus dem umfangreichen staatlichen Einlagensicherungsfonds. Mehrere Banken mussten schließlich Insolvenz anmelden, darunter die Long-Term Credit Bank of Japan, die neben der Nippon Bank 1998 verstaatlicht wurde. Dies führte zu Beeinträchtigungen in den Interbankaktivitäten und zu höheren Refinanzierungskosten der Banken. 1998 hatte der Anteil von Ausfallgefährdeten bzw. ausgefallenen Krediten sieben Prozent des japanischen BIPs erreicht (Hoshi/Kashyap 1999, S. 130). Die japanische Notenbank erhöhte die Liquidität massiv während die japanische Regierung weitere Garantien für Einlagen und andere Verbindlichkeiten der Finanzinstitutionen vergab und sich über (Vorzugs-)Aktien oder nachrangige Kredite an Banken in einer Höhe von 12 Billionen Yen beteiligte. Der Einlagensicherungsfonds vergab Finanzhilfen in Höhe von 19 Billionen Yen. In der Zwischenzeit stieg der Anteil an ausgefallenen Krediten auf 8,4 Prozent aller ausgegeben Kredite oder 43 Billionen Yen im Jahr 2002. Der Anreiz für Banken, sich mit dem Problem der faulen Kredite auseinanderzusetzen war angesichts der weiter expansiven Geldpolitik der Japanischen Zentralbank gering. Die japanischen Banken nutzten spezielle Bilanzierungsregeln, um die Abschreibungen decken zu können. Die japanische Regierung ging dazu über, faule Kredite aufzukaufen, um die Bilanzen der Banken zu bereinigen. Die gesamten Ausgaben, die mit der Bewältigung der Krise in Japan zusammenhingen stiegen auf 17 Prozent des japanischen BIPs, etwa 86 Billionen Yen (Mayr, 2008). Die Auswirkungen der Krise sind in Japan bis heute zu spüren. Seit der Krise sind die Landpreise (national) kontinuierlich gefallen, die Wirtschaft hat sich nicht wieder gänzlich erholen können.

Die Kombination aus laxer Geldpolitik, die zu einem starken Anstieg der Immobilienpreise beitrug, einer Katastrophenkurzsichtigkeit bei den Banken sowie unsystematischer Deregulierung des Finanzmarktes haben ursächlich zur japanischen Krise beigetragen. Auffällig ist, dass die Risiken des Immobilienmarktes von den Banken lange Zeit unterschätzt bzw. von marktfremden Akteuren nicht erkannt wurden. Durch die starke Verflechtung des Bankensektors mit dem Immobilienmarkt zog der Immobilienpreisverfall besonders drastische Verluste für die Banken nach sich. Die asymmetrische Deregulierung hatte Anreize für Banken gesetzt, sich in risikoreicheren Geschäftsfeldern zu betätigen. Allerdings ist davon auszugehen, dass die Deregulierung erst in Kombination mit institutionellen Gegebenheiten wie dem umfangreichen Sicherungsfonds für Banken und Investoren zu den Verwerfungen geführt hat. Deregulierung bedeutet, dass anstelle von Aufsichtsbehörden der Markt „reguliert“, in dem er

die Akteure diszipliniert. Diese Marktdisziplin muss aber zum Tragen kommen können (Benston/Kaufmann, 1996). In Japan verhinderte die umfassende Einlagensicherung, dass sich die Akteure den Marktkräften stellen mussten. Weder waren sie gezwungen das Eigenkapital an das erhöhte Kreditausfallrisiko im Immobilienmarkt anzupassen noch mussten sie fürchten, insolvent zu gehen.

2.3.2 USA – Verbriefungen als neue Quelle von Instabilitäten

Ursprung der aktuellen weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise ist der amerikanische Immobilienmarkt. Ein bislang beispielloser Hauspreisanstieg über 10 Jahre führte zu einem Verlust an Risikobewusstsein bei Hauskäufern, Banken, Käufern von mit Immobilien besicherten Wertpapieren und Ratingagenturen – wobei im Einzelfall zu klären ist, ob Risiken nicht erkannt oder ignoriert wurden. Im Vertrauen auf weiter steigende Preise erwarben zahlreiche Haushalte Immobilieneigentum. Die steigende Nachfrage trieb die Hauspreise zusätzlich an, so dass es zu einer Selbstverstärkung von erwarteten und tatsächlichen Preissteigerungen kam und sich eine Hauspreisblase bilden konnte. Gleichzeitig erhöhten die Banken drastisch das Hypothekenvolumen. Als Sicherheit für die ausgegebenen Darlehen dienten ausschließlich die Immobilien. Ein Rückgriff auf den Schuldner ist in den USA nicht möglich. Haushalte, die bislang einer Kreditrationierung ausgesetzt waren, erhielten nun Zugang zu Hypothekendarlehen. Der verbesserte Zugang zu Krediten erhöhte die Immobiliennachfrage und die Hauspreise stiegen weiter, was wiederum die Möglichkeiten zur Kreditvergabe erweiterte, da der Wert der Immobiliensicherheiten stieg. Die Hypothekendarlehen wurden durch die Emission von Wertpapieren refinanziert. Die Zahlungsströme der Wertpapiere wurden wiederum mit dem Wert der zugrunde liegenden Immobilien besichert (Mortgage Backed Securities (MBS)). Die MBS wurden von den Kapitalmarktteilnehmern nicht zuletzt aufgrund der überwiegend sehr guten Ratings für diese Produkte stark nachgefragt. Die Banken nutzten die kostengünstige Refinanzierungsmöglichkeit zur weiteren Ausdehnung des Kreditvolumens, was die Hauspreisentwicklung weiter beflügelte. Als die Hauspreiskonjunktur schließlich 2006/07 einbrach bzw. sich eine deutliche Abkühlung abzeichnete, hatte dies drastische Folgen auch für die Hypothekenvergabe und das Verbriefungsgeschäft. Während die gegenseitigen Abhängigkeiten von Immobilien- und Finanzmarkt im Boom zur Verstärkung des Aufwärtstrends beigetragen hatten, bewirkten dieselben Mechanismen nach dem Platzen der Immobilienpreisblase eine Verstärkung des

Abwärtstrends. Im Folgenden soll eingehender erläutert werden, wie es zu dieser Entwicklung kommen konnte.

Die Blasenbildung auf dem Immobilienmarkt wurde durch eine expansive Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank begünstigt. Wie schon zuvor in der dot.com Krise war ein Überfluss an Anlagemitteln im Markt, die investiert werden mussten. Die niedrigen Zinsen begünstigten zum einen die langanhaltende Periode steigender Hauspreise in den USA, da sich die Kreditbedingungen für Immobilienkäufer angesichts niedriger Zinsen verbesserten. Auf der anderen Seite gab es einen starken Anlagedruck durch die erhöhte Liquidität im Markt, was sinkende Kapitalrenditen zur Folge hatte. Anleger waren mit dem Problem konfrontiert, dass erstklassige Investments nur noch eine geringe Rendite generierten.

Neben der Geldpolitik schuf auch die amerikanische Wirtschaftspolitik die Voraussetzungen für eine Blasenbildung auf dem Immobilienmarkt. In den USA gilt Immobilieneigentum als wesentliche Säule der sozialen Absicherung und die Förderung von Immobilieneigentum wird als sozialpolitische Maßnahme angesehen. Die Förderung von Immobilieneigentum erfolgte über mehrere Kanäle. Zum einen vergab die staatliche Federal Housing Agency Kredite an potenzielle Hauskäufer. Außerdem war das Immobilieneigentum als einzige Anlage für Haushalte mit Steuervorteilen versehen, indem Hypothekenzinsen steuerlich absetzbar waren. Die halbstaatlichen Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac kauften Hypotheken von anderen Banken auf, um so deren Fähigkeit zur Kreditvergabe zu erhöhen. Grundsätzlich gab es politischen Druck auf alle Banken, Hypothekenkredite aus sozialpolitischen Gründen gerade an Schuldner mit geringer Bonität zu vergeben. Diese Eingriffe führten zu einer erhöhten Hypothekenkreditaufnahme durch die Haushalte bei gleichzeitig steigenden Beleihungsausläufen, indem der Darlehenswert bezogen auf den zugrundeliegenden (Beleihungs-)Wert der Immobilie stieg. Dass Kunden mit geringer Bonität vermehrt Kreditangebote bekamen kann wohlwollend als Aufbrechen von Kreditrationierungen verstanden werden (Calomiris 2008, S. 11-13). Es kam jedoch auch zu einer Verschleierung der wahren Risiken, die mit diesen Krediten verbunden waren, was wiederum eine übermäßige Kreditvergabe wahrscheinlicher machte. Zudem erhöhte das Angebot von Freddy Mac und Fannie Mae im Subprime- und Alt-

A-Segment³ den Wettbewerbsdruck enorm, da diese Konditionen boten, auf die die privaten Banken mit größerer Risikübernahme reagieren mussten, um im Markt zu bleiben (Dübel, 2007, S. 21). Die (halb-)staatlichen Anbieter akkumulierten enorme Risikopositionen mit der Folge, dass der Staat seine impliziten Versprechen durch Verstaatlichung explizit machen musste und bislang knapp 61 Milliarden USD Steuergelder zur Stützung notwendig wurden. In jedem Fall haben die staatlichen Maßnahmen in erheblichem Maße zur Blasenbildung auf den Immobilien- und Kreditmärkten beigetragen. Der Anreiz für Politiker in den Immobilien- und Kreditmarkt einzugreifen erscheint in den USA besonders hoch: Aufgrund der relativ hohen Wohneigentumsquote von rund 70 Prozent versprechen politische Maßnahmen, die zur Erhöhung der Immobilienpreise beitragen, hohe Stimmengewinne.

Ein neues Element in der Finanzmarktkrise ist das bis dato unbekannte Ausmaß an Kreditverbriefungen. Das relativ neue Finanzmarktprodukt der Verbriefung von Forderungen ist zunächst als vorteilhaft anzusehen. Zum einen erlaubt es, Risiken über den Markt so zu verteilen, dass derjenige, der das Risiko am besten tragen kann, dieses auch hält. Das Risiko wird über eine Vielzahl von Abnehmern gestreut, so dass Zinsen auf Kredite sinken können (Brunnermeier, 2008, S. 5). Banken, die eine Häufung bestimmter Risiken in ihren Bilanzen halten, können ihre Risiken über den Kauf- und Verkauf von Kreditverbriefungen steuern und sich von Klumpenrisiken befreien. Die Verbriefung ermöglicht es auch, verschiedene Investorengruppen mit unterschiedlicher Risikoneigung zu bedienen, wenn die Papiere in unterschiedliche Risikoklassen aufgeteilt und verkauft werden. Die Idee zur Kreditverbriefung entstand in den 1990er Jahren in amerikanischen Investmentbanken. Die Verbriefung von Immobilienkrediten war zunächst nicht vorgesehen, da die Datenlage schlecht und damit das Ausfallrisiko der Papiere nicht kalkulierbar war. Je länger der Hauspreisanstieg anhielt, desto mehr Banken setzten sich über diese Tatsache hinweg und arbeiteten mit Risikomodellen, die aufgrund der Datenlage wenig Aussagekraft besaßen. Dieses Problem war der breiten Öffentlichkeit jedoch nicht bekannt (Tett, 2009).

Ein Nebeneffekt der Verbriefungen waren regulatorische Arbitragemöglichkeiten für Banken und institutionelle Investoren. Banken konnten die Mindesteigenkapitalrestriktion im Rahmen

³ Die Kredite an Kreditnehmer mit nicht erstklassiger Bonität werden in Subprime- und Alt-A-Kredite unterschieden. Die Bonität der Kreditnehmer ist bei Alt-A-Krediten zwar nicht erstklassig, aber dennoch höher als im Subprime-Segment.

der alten Regulierungsvorschriften (Basel I), nach der Risiken mit acht Prozent Eigenkapital zu unterlegen waren, durch den Verkauf von Kreditverbriefungen an speziell für diesen Zweck gegründete, außerbilanzielle Investmentvehikel (Special Investment Vehicles (SIV); Special Purpose Vehicles (SPV)) umgehen, da diese nicht von der Regulierung nach Basel I erfasst wurden. Aber auch die neuen Regulierungsvorschriften (Basel II) ermöglichen den Banken ihre Eigenkapitalanforderungen mit Hilfe von Verbriefungen zu reduzieren. Zudem konnten sich die Banken durch die Investmentvehikel-Konstruktion günstig refinanzieren: Durch die Emission von Kreditverbriefungen mit der höchsten Bonitätsstufe über ihre außerbilanziellen Unternehmenseinheiten konnten sich die Banken Kapital zu erheblich günstigeren Konditionen beschaffen als zum eigenen, niedrigeren Bankrating. Die Ratingagenturen haben es versäumt, die Ratings der Banken auf die Kreditlinien an die von der Bank finanzierten außerbilanziellen Unternehmen anzuwenden und so die Möglichkeit zu Ratingarbitrage eröffnet (Brunnermeier, 2008, S. 6). Durch die Möglichkeit zur Auslagerung von Krediten entstand ein Netz von „Schattenbanken“, die sich überwiegend außerhalb regulatorischer Kontrolle bewegten. Daher galt für sie keine Mindestkapitalunterlegung, so dass diese Schattenbanken oft mit minimaler Deckung operierten. Basel II wurde von den Banken zudem als Begründung für den Verkauf gerade der risikoreichsten Tranchen herangezogen; sie konnten den Kunden glaubhaft versichern und dadurch beruhigen, dass sie die stärker risikobehafteten Kredite nur verkauften, um weniger Eigenkapital vorhalten zu müssen (Calomiris, 2008, S. 33).

Grundlage der Kreditverbriefungen waren verschiedene Vermögenswerte, wie Hypothekenkredite, aber auch Kreditkartenfinanzierungen und andere Konsumentenkredite. Die SPVs wiederum finanzierten den Kauf dieser Kredite über die Ausgabe von mehrheitlich kurzfristigen Papieren, die mit diesen Vermögenswerten besichert waren. Die Verbriefungen wurden in verschiedene Risikotranchen aufgeteilt. Die einzelnen Tranchen wurden anhand eines statistischen Modells gebildet, welches die Verlustverteilung der zugrunde liegenden Vermögenswerte berechnet. Die ersten Ausfälle der zugrunde liegenden Sicherheiten werden von der sogenannten Junior Tranche getragen. Übersteigen die Ausfälle bestimmte Schwellenwerte, müssen auch die sogenannten Mezzanine Tranchen mit Verlusten rechnen. Als letzte Tranche ist die Senior Tranche nur bei sehr großen Ausfällen der zugrunde liegenden Vermögenswerte von Verlusten betroffen. Es erfolgte also keine Zurechnung einzelner Kredite auf die einzelnen Tranchen, sondern eine abstrakte Zuweisung von Verlustwahrscheinlichkeiten. Die Tran-

chierung ermöglichte es, mehr Papiere mit einem sehr gutem Rating ausgeben zu können als es für den untranchierten Pool aller zugrundeliegenden Kredite möglich gewesen wäre (Buitter, 2008, S. 5).

Die SPVs waren auf den steten Zufluss von Kapital über den Verkauf von Papieren angewiesen, da sie kurzfristige Papiere emittierten, aber in langfristige Vermögenswerte investiert waren. Dadurch waren sie sehr anfällig gegenüber externen Schocks, die die Liquidität der Geld- bzw. Wertpapiermärkte beeinflussten (Brunnermeier, 2008, S. 4).⁴

Kreditverbriefungen können jedoch auch einfacher gestaltet werden, wie der Deutsche Pfandbrief als transparente Form der Verbriefung von Immobilienkrediten zeigt. In den USA und später im Rest der Welt ging die Transparenz der Kreditverbriefungen jedoch zunehmend verloren. Kredite wurden nicht nur einmal verbrieft, sondern diese Verbriefungen waren wieder Teil eines nächsten Wertpapiers. Dadurch wurde der Bezug zwischen Kreditgeber, Kreditnehmer und zugrundeliegendem Vermögenswert aufgelöst. Niemand konnte mehr absehen, wer am Ende das Risiko hielt. Dies reduzierte auch die Anreize für die Banken bzw. die Hypothekenfinanzierer, das Risiko ihrer Kreditnehmer sorgfältig zu analysieren und adäquat zu bepreisen, da sie das Risiko nicht mehr in den eigenen Büchern führen mussten. Sämtliche Informationen über die Bonität der Schuldner blieben beim Hypothekenfinanzierer und wurden nicht auf die verbriefende Bank oder deren Schattenbanken übertragen, so dass die Käufer von verbrieften Produkten keinen Überblick mehr darüber haben konnten, welche Sicherheiten hinter den Papieren standen (Buitter, 2008, S. 6). Zudem waren die Verbriefungen extrem sensibel gegenüber Preisschwankungen der zugrundeliegenden Immobilien: Schon kleine Immobilienpreisabwertungen konnten zu hohen Kreditausfallraten führen, da Schuldner mit geringer Bonität auf steigende Immobilienpreise angewiesen waren, um ihre Kredite bedienen zu können. Steigende Kreditausfallraten wiederum führten zu höheren Verlusten bei den Verbriefungen.

Da von der Ausgabe der Hypothek bis zur Verbriefung und der Emission der Papiere auf jeder Stufe Gebühren als Einnahmen verbucht werden konnten, war die Verbriefung für Banken

⁴ De facto blieb dieses Liquiditätsrisiko jedoch weiterhin bei der „Mutterbank“, die im Falle von Refinanzierungsschwierigkeiten des SPVs für die Liquidität sorgen musste (Acharya/Schnabl, 2009, S. 2). Daher wurden die Bilanzen vieler Banken schwer belastet, als die Geldmärkte in der Krise illiquide wurden und die Banken als Liquiditätsgeber einspringen mussten.

sehr lukrativ (Gorton, 2008, S. 68). Dabei waren viele der verbriefenden Institutionen nicht mit den Eigenheiten des Immobilienmarktes vertraut, weil sie bisher nicht in diesem Markt tätig waren (Gorton, 2008, S. 4 u. S. 19). Die Risiken wurden ignoriert und der Druck stieg, mehr Hypothekenkredite zu vergeben, um damit neue Verbriefungen kreieren zu können. Dafür musste auch der Kreditvergabeprozess beschleunigt werden. Zum einen wurde das Bewertungsverfahren verkürzt. Das ehemals sechsstufige Verfahren, das u. a. Datensammlung und Auswertung, verschiedene Bewertungsverfahren und deren Ergebnisvergleich sowie eine abschließende Bewertung umfasste, wurde durch automatisierte Verfahren abgelöst. Außerdem wurde der Gutachter nicht mehr wie zuvor aus einem Pool anerkannter Experten gelöst, sondern von den Maklern selbst ernannt, die ein Interesse an hohen Werten hatten (Mason/Rosner, 2007, S. 9). Auch die Kreditvergabe wurde weitestgehend automatisiert und basierte auf mathematischen Modellen. Es kam zu laxen Kreditstandards mit Lockangeboten (Teaser), die niedrige Zinsen zu Beginn des Kredites mit überwiegend variablen Zinssteigerungsraten nach 2 oder 3 Jahren boten. Dabei spielte die Bonität des Kreditnehmers keine Rolle, obwohl der Schuldendienst, der in diesen Modellen berechnet wurde, teilweise über 50 Prozent des laufenden Einkommens der Kreditnehmer ausmachte (Mason/Rosner, 2007, S. 10). Sämtliche Akteure setzten darauf, dass der seit 10 Jahren anhaltende Hauspreisanstieg weiter gehen würde und sich der Kredit über die Preissteigerungen zurückzahlen ließe (Gorton, 2008, S. 7; Tett, 2009, S. 123).

Ein weiterer Auslöser der Krise waren die Interessenkonflikte zwischen den Vermögensverwaltern und ihren Kunden (Prinzipal-Agenten-Problematik). Die Vergütungsstruktur von Fondsmanagern richtet sich nach dem Volumen ihrer Investments. Sie werden nicht an Verlusten beteiligt. Daher gab es für sie keinen Anreiz, Ihre Kunden darüber zu informieren, dass das Angebot an qualitativ guten Investments gesunken ist, da die Liquiditätsschwemme zu einer hohen Nachfrage nach Anlageprodukten geführt hatte. Eine Rückgabe der Anlagemittel an den Kunden hätte für die Fondsmanager sinkende Gehälter bedeutet.

Institutionelle Investoren (wie bspw. Pensionsfonds) hatten in Zeiten niedriger Zinsen und Überschussliquidität ein erhöhtes Interesse an sehr gut gerateten Produkten, da sie aufgrund der Regulierung nur in sehr sichere Anlagen investieren durften. Um die Investmentmöglichkeiten auszuweiten, wurden die Ratingagenturen von Investoren und Fondsmanagern dazu gedrängt, mehr strukturierte Produkte mit dem AAA Rating zu versehen. Dabei war ihnen durchaus bewusst, dass es sich hier um risikoreichere Produkte handelte als das Rating zu

verstehen gab: Durch den Vergleich mit Unternehmensanleihen, die bei gleicher Risikoeinschätzung und damit gleicher Ratingnote weniger Rendite generierten, war deutlich, dass die Risiken der strukturierten Produkte systematisch unterschätzt wurden. Die Ratingagenturen nahmen in ihren Modellen viel zu geringe Ausfallwahrscheinlichkeiten und Verluste an. Zudem wurde die Korrelation von Kreditausfallrisiken unterschätzt. Dies war auch darauf zurückzuführen, dass kaum Daten zur Risikoeinschätzung vorlagen. Verluste im Subprime-Segment hatte es zwar schon 2002/03 gegeben. Damit standen nutzbare Daten für die Schätzung von Ausfallwahrscheinlichkeiten zur Verfügung. Allerdings war dieser Preisverfall in Folge der Rezession von 2001 aufgetreten und zwar bei weiter anziehenden Preisen im allgemeinen Immobilienmarkt, so dass sich die Verluste für Investoren in Grenzen hielten. Bei stagnierenden oder fallenden allgemeinen Hauspreisen ist hingegen mit höheren Ausfallwahrscheinlichkeiten zu rechnen: In diesem Fall steigt die Wahrscheinlichkeit, dass Schuldner die Immobilie verlassen, weil es bei sinkenden Preisen wahrscheinlicher wird, dass der Wert der Hypothek über dem Hauspreis liegt. Außerdem steigt auch die Verlusthöhe, weil die Bank bei Verwertung der Immobilie weniger am Markt erzielen kann. Des Weiteren hatte die Qualität der Schuldner in der Zwischenzeit abgenommen. Diese Faktoren sprachen für ein viel höheres Ausfallrisiko als die höchstens sechs Prozent Ausfallrate, die von den Ratingagenturen angegeben wurden. Eine mögliche Erklärung für die Nutzung unrealistischer Annahmen über die erwarteten Verluste bei Subprimekrediten, die von Marktbeobachtern zum Teil schon lange vor dem Platzen der Immobilienpreisblase kritisiert wurden, kann in der „plausible deniability“ gesehen werden. Entscheidungsträger konnten die Verantwortung für Fehler im Risikomanagement mit dem Hinweis auf die Nutzung der modellbasierten Risikoeinschätzungen der Ratingagenturen von sich weisen und auf falsche Modellrechnungen schieben. Mit der Auslagerung der Risikobewertung auf Ratingagenturen wurde vielfach auch versucht, die Verantwortung für die eingegangenen Risiken auszulagern. Die Übertragung staatlicher Aufsichtsfunktionen auf die Ratingagenturen trug wesentlich zur Verantwortungsdiffusion im Bereich des Risikomanagements bei (Calomiris, 2008, S. 20-24).

Ratingagenturen hatten auch ein monetäres Interesse an den Ratings für Verbriefungen, da die Ratinggebühren für strukturierte Produkte sehr viel höher waren als für konventionelle Unternehmensratings (Brunnermeier, 2008, S. 6). Die Emittenten der verbrieften Produkte arbeiteten eng mit den Ratingagenturen zusammen und benutzten dieselben Modelle, so dass sie die Papiere genau so erstellen konnten, dass sie die Kriterien für ein AAA Produkt erfüllten

(Tett, 2009). Mit der aufsichtsrechtlichen Anerkennung von Ratings durch die staatlich anerkannten Ratingagenturen im Rahmen von Basel II entstand ein Wettbewerb um möglichst gute Ratings. Bisher bestand das Geschäft der Ratingagenturen daraus, konservative und konsistente Ratings herauszugeben. Durch die Verwendung von Ratings für Regulierungsaufgaben änderte sich ihr Geschäftsverhalten, indem sie hohe Gebühren für eine „adäquate“ Einschätzung strukturierter Produkte erhoben. Als „Qualitätssiegel“ galt nunmehr hauptsächlich die staatliche Anerkennung der Ratings, unabhängig von deren Zustandekommen. Zusätzlich sandte der amerikanische Kongress Signale an die Ratingagenturen aus, die einer Ratinginflation Vorschub leisteten (z. B. das geplante Notchingverbot) (Calomiris, 2008, S. 31-32).

Banken hatten zusätzlich starke Anreize, gleichgerichtete Risiken einzugehen, wodurch Trends in der Kreditvergabepaxis verstärkt werden. Zum einen konnten Banken vom Handeln gegen den Trend kaum profitieren, da Nachfrager nur unzureichend zwischen den Geschäftspolitiken der einzelnen Banken unterscheiden können (Acharya/Yorulmazer, 2003). Zum anderen stieg die Wahrscheinlichkeit staatlicher Rettungsmaßnahmen, wenn alle Banken gleich von einer Krise betroffen und damit das gesamte Finanzsystem gefährdet war. Die staatlichen Rettungsmaßnahmen haben mit Ausnahme des Falles von Lehman Brothers diese Vermutungen bestätigt.

Beim Vergleich der Länderkrisen USA und Japan lassen sich einige gemeinsame Krisenvorläufer finden: Eine expansive Geldpolitik, die zu einem Überschussangebot an Liquidität und einer erhöhten Nachfrage nach renditestarken Produkten führte, laxer Kreditvergabestandards, die auch Schuldner ohne oder mit nur geringer Bonität Kredite verschafften und staatliche Eingriffe in Form von Subventionen. In beiden Ländern wurde vernachlässigt, sich mit der Funktionsweise von Immobilienmärkten und mit ihren Risiken auseinanderzusetzen. Dies betraf nicht nur Investoren, sondern auch Banken, die Immobilienkredite vergaben, ohne eine eigene Risikoabschätzung vorzunehmen. In Japan wurde dies auf externe Gutachter, in den USA wurde die Einschätzung letztendlich allein auf die Ratingagenturen übertragen. In den USA kam hinzu, dass die Banken glaubten, sich des Kreditrisikos über die Verbriefungen entledigen zu können und daher keinen großen Anreiz hatten, das Risiko selbst zu beurteilen. Diese Fehleinschätzungen beruhten in beiden Ländern auf der verbreiteten Vorstellung, dass die Immobilienpreise immer weiter steigen würden und ökonomische Gesetzmäßigkeiten keine Rolle mehr spielten.

3 Anforderungen an eine rationale Immobilienbewertung

Die bisherigen Darstellungen haben gezeigt, wie Fehleinschätzungen über die dauerhafte Entwicklung der Nachfrage und der externen Einflussfaktoren zu einer Blasenbildung auf den Immobilienmärkten führen können. Außerdem wurde gezeigt, dass die Immobilienmärkte über die Absicherung von Krediten eng mit den Finanzmärkten verknüpft sind. Diese Interdependenzen bewirken, dass Fehlentwicklungen auf dem einen Markt auch die Stabilität des anderen Marktes gefährden. Immobilienpreisblasen können zum einen Auslöser von Kreditblasen sein und zum anderen können zu laxen Kreditvergabestandards Immobilienpreisblasen ermöglichen. Die Fallstudien verdeutlichen, dass es die „eine“ Ursache für eine krisenhafte Entwicklung nicht gibt. Im konkreten Einzelfall ist es immer das Zusammenspiel einer Vielzahl von Gründen. Dennoch ist allen Instabilitäten gemein, dass sich die Bewertung der Immobilien durch die Marktteilnehmer von der fundamental gerechtfertigten Wertentwicklung löst. Im Folgenden soll der Prozess der Immobilienbewertung daher näher untersucht werden.

3.1 Möglichkeiten und Grenzen der Immobilienbewertung

Während Aktienkurse von börslich gehandelten Papieren öffentlich zugänglich sind und keine Diskriminierung einzelner Akteure erlauben, gibt es keinen objektiv beobachtbaren und für alle Marktteilnehmer einheitlichen Marktpreis für Immobilien. Die Preisfindung auf Immobilienmärkten erfolgt in bilateralen Verhandlungsprozessen in unterschiedlichen Regionen und für unterschiedliche Objekte. Für bilaterale Verhandlungen kann die ökonomische Theorie kaum Aussagen über das zu erwartende Ergebnis treffen. Ob eine Transaktion zustande kommt und zu welchem Preis ein Objekt gehandelt wird, hängt maßgeblich von der Verhandlungsposition und dem Verhandlungsgeschick der Verhandlungspartner ab. Ein Immobilienbesitzer, der in einer Notlage seine Immobilie veräußern muss, wird tendenziell auch solche Preisangebote akzeptieren, die er ansonsten als zu niedrig abgelehnt hätte. Ein anderes Beispiel sind Kompensationsprozesse im Rahmen von öffentlichen Baumaßnahmen, die eine Umsiedlung privater Haushalte notwendig machen. Die betroffenen Haushalte lehnen oftmals Angebote als unangemessen gering ab, die deutlich über dem durchschnittlichen Marktpreis liegen. Im Extremfall sind die Besitzer „für kein Geld der Welt“ bereit zu verkaufen, weil sie ihrem Eigentum einen subjektiv nahezu unendlich hohen Wert zusprechen. Ebenso werden Nachfrager, die aufgrund persönlicher Umstände dringend auf den Erwerb einer Immobilie

angewiesen sind, höhere Gebote machen als ein Interessent, der keinem zeitlichen Druck ausgesetzt ist.

In den Immobilienpreis fließen die subjektiven Bewertungen des jeweiligen Verkäufers und des jeweiligen Nachfragers ein. Dabei berücksichtigen Verkäufer und Käufer nicht nur die Eigenschaften der Immobilie, sondern auch ihre spezifische Lebenslage. Der Immobilienpreis ist somit ein singuläres Ereignis, das aufgrund einer spezifischen Situation und der jeweiligen Erwartungen zustande gekommen ist. Wäre dieselbe Immobilie in einer anderen Konstellation gehandelt worden, hätte sich mit großer Wahrscheinlichkeit ein anderer Preis ergeben.

Umgangssprachlich werden Wert und Preis einer Immobilie häufig synonym verwendet. Allerdings deuten Aussprüche wie „Er konnte keinen angemessenen Preis erzielen“ oder „Er musste die Immobilie unter Wert verkaufen“ an, dass Wert und Preis keineswegs identisch sind. Im Gegensatz zum tatsächlich am Markt erzielten Preis, der die subjektiven Bewertungen von Verkäufer und Käufer widerspiegelt, wird dem Wert einer Immobilie ein höheres Maß an Objektivität zugesprochen. Der Wert einer Immobilie manifestiert sich nicht in einer einzelnen Transaktion, da er das Ergebnis einer „idealen“ Verhandlungssituation darstellt, in der keine Marktseite Zwängen ausgesetzt ist, die die Entscheidung verzerren könnten.

Im Grundsatz entspricht der Wert einer Immobilie dem Barwert aller zukünftigen Erträge abzüglich des Barwerts aller zukünftigen Kosten aus der Immobiliennutzung. Die Erträge können in Form von Mieten und Pachten bei vermieteten Objekten anfallen oder als Nutzwert der Immobilie bei selbstgenutzten Immobilien. Sowohl die Vorstellungen über die erzielbaren Mieten und Pachten als auch die Bewertung des Nutzwertes einer selbstgenutzten Immobilie hängen aber wiederum von subjektiven Erwartungen und Vorlieben ab. Investoren können beispielsweise unterschiedliche Erwartungen über die zukünftigen Mieterträge besitzen, weil sie die wirtschaftliche Entwicklung unterschiedlich einschätzen. Bei selbstgenutzten Immobilien ist die Bestimmung des Nutzwertes an persönliche Vorlieben gebunden. Ebenso können die Vorstellungen über die Entwicklung der Kosten variieren. Neben den subjektiven Erwartungen über Erträge und Kosten hat der gewählte Diskontierungsfaktor einen großen Einfluss auf den Immobilienwert. Der Diskontierungsfaktor hängt von der Zeitpräferenzrate der potenziellen Käufer und Verkäufer und den Erträgen alternativer Anlagemöglichkeiten ab: Die Zeitpräferenzrate ist ein Maß für die Wertschätzung von heutigem Konsum im Vergleich zu zukünftigem Konsum. Grundsätzlich wird davon ausgegangen, dass Individuen nur dann bereit sind auf heutigen Konsum zu verzichten, wenn sie dafür zukünftig höhere Konsummög-

lichkeiten erhalten, die sie für das Aufschieben des Konsums entschädigen. Die Zeitpräferenzrate der einzelnen Marktteilnehmer kann deutlich unterschiedlich sein, da sie von subjektiven Vorlieben abhängt. Neben der Zeitpräferenzrate beeinflusst die Rendite alternativer Anlagemöglichkeiten den Diskontierungsfaktor. Je höher die Rendite alternativer Investitionen mit vergleichbaren Risikoeigenschaften ist, desto höher ist der Diskontierungsfaktor, der bei der Immobilieninvestition zugrunde gelegt wird. Die Einschätzung der Rendite alternativer Anlagemöglichkeiten ist wiederum an subjektive Bewertungen gebunden. Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass es nicht „den“ Immobilienwert gibt, sondern dass der Wert einer Immobilie immer von subjektiven Vorstellungen abhängt.

Das Ziel der Immobilienbewertung besteht darin, den Wert zu ermitteln, der mit einer möglichst großen Wahrscheinlichkeit am Markt erzielbar ist. Durch die Offenlegung der zugrundeliegenden Annahmen soll ein möglichst großes Maß an Nachvollziehbarkeit und Transparenz erreicht werden. Der wesentliche Unterschied zum subjektiven Immobilienwert besteht somit in der Überprüfbarkeit der getroffenen Annahmen und des Berechnungsverfahrens.

Da Immobilienpreise im Zeitablauf Schwankungen ausgesetzt sind, ist die Bewertung immer zeitpunktbezogen. Bei der Bewertung einer Immobilie für den sofortigen Verkauf müssen daher andere Faktoren berücksichtigt werden als bei der Bewertung einer Immobilie, die zu einem späteren Zeitpunkt verkauft werden soll. Aufgrund der zahlreichen Einflussfaktoren, denen Immobilienpreise ausgesetzt sind, wird eine Immobilienbewertung für eine zeitnahe Verwertung der Immobilie den tatsächlich erzielbaren Preis mit größerer Wahrscheinlichkeit richtig abbilden als eine Bewertung für einen späteren Verkauf. Der relevante Zeitpunkt, auf den sich die Immobilienbewertung beziehen sollte, ergibt sich in der Regel durch den Bewertungszweck. Falls der sofortige Verkauf einer Immobilie geplant ist, besteht das Ziel der Bewertung darin, die aktuell herrschenden Marktbedingungen möglichst genau zu erfassen. Entwicklungen, die mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit in der Zukunft eintreten mögen, sind nur dann relevant, wenn sie von den Marktteilnehmern bereits heute in ihren Entscheidungen berücksichtigt werden. Anders sieht dies bei der Bewertung einer Immobilie aus, die zur Besicherung eines Kredits dient. In diesem Fall ist nicht der aktuell erzielbare Marktpreis wesentlich, sondern der zum Verwertungszeitpunkt wahrscheinliche Marktpreis. Der Wert ist dann so anzusetzen, dass der Erlös aus einer Verwertung der Immobilie ausreicht, die ausstehende Schuld zu decken. Dies soll im Folgenden an den Regelungen zur Bestimmung des Verkehrs- und Beleihungswertes in Deutschland verdeutlicht werden.

3.1.1 Immobilienwertermittlung in Deutschland

Der Immobilienwertbegriff wird in § 9 Abs. II Bewertungsgesetz (BewG) als „gemeiner Wert“ und in § 149 Baugesetzbuch (BauGB) als „Verkehrswert“ normiert. Beide Definitionen werden für gewöhnlich als gleichwertig angesehen. Das Bewertungsgesetz findet in der Regel bei öffentlich-rechtlichen Abgaben Anwendung, die von den Bundes- oder Landesfinanzbehörden erhoben werden (§ 1 BewG). Der Verkehrswert wird im allgemeinen Rechts- und Geschäftsverkehr als Synonym für den Marktwert einer Immobilie genutzt. Auf die besonderen Schwierigkeiten der Bewertung von Immobilien für steuerliche Zwecke kann an dieser Stelle nicht eingegangen werden, daher wird im Folgenden nur der Verkehrswert genauer betrachtet.

„Der Verkehrswert (Marktwert) wird durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstands der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre.“ Mit der Legaldefinition des Verkehrswertes nach (§ 194 BauGB) trägt der Gesetzgeber den oben angestellten Überlegungen zum Wertbegriff Rechnung: 1) Der Verkehrswert ist zeitpunktbezogen. In der Regel werden Verkehrswertgutachten für die zeitnahe Verwertung erstellt. 2) Der Verkehrswert ist der Preis, der „im gewöhnlichen Geschäftsverkehr“ erzielt werden kann. Es handelt sich also um eine idealisierte Transaktion, bei der keine Marktseite besonderen Zwangslagen ausgesetzt ist. 3) In die Bewertung sollen nur objektivierbare Kriterien wie Lage und Beschaffenheit der Immobilie sowie die rechtlichen Gegebenheiten (z. B. Erblasten) einfließen.

Für die Kreditvergabepraxis der Banken ist der Beleihungswert nach § 16 Abs. II Pfandbriefgesetz (PfandBG) wesentlich: *„Der Beleihungswert darf den Wert nicht überschreiten, der sich im Rahmen einer vorsichtigen Bewertung der zukünftigen Verkäuflichkeit einer Immobilie und unter Berücksichtigung der langfristigen, nachhaltigen Merkmale des Objektes, der normalen regionalen Marktgegebenheiten sowie der derzeitigen und möglichen anderweitigen Nutzungen ergibt. Spekulative Elemente dürfen dabei nicht berücksichtigt werden. Der Beleihungswert darf einen auf transparente Weise und nach einem anerkannten Bewertungsverfahren ermittelten Marktwert nicht übersteigen. [...]“* Der Wert einer Immobilie, der bei der Besicherung eines Kredits angesetzt werden darf, ist demnach nicht identisch mit dem Markt- oder Verkehrswert. Für den Beleihungswert sind die zukünftig voraussichtlich erzielbaren Marktpreise ausschlaggebend. Dies soll gewährleisten, dass der Im-

mobilienwert über die gesamte Darlehenslaufzeit ausreicht, den ausstehenden Kreditbetrag zu decken. Wiederum dürfen nur objektivierbare Merkmale der Immobilie in die Bewertung einfließen. Auch bei der Ermittlung des Beleihungswertes wird also von einer idealisierten Marktsituation ausgegangen. Spekulative Erwägungen werden zum einen explizit ausgeschlossen und zum anderen dürfen mögliche zukünftige Wertsteigerungen nicht im Beleihungswert berücksichtigt werden, da der aktuelle Verkehrswert die Obergrenze des Beleihungswertes markiert.

Die übliche Kreditvergabepraxis der Banken sieht vor, Immobilien nicht im vollen Umfang des Beleihungswertes als Kreditsicherheit zu akzeptieren. Das Verhältnis von Kreditsumme zu Beleihungswert wird als Beleihungsauslauf („loan to value ratio“) bezeichnet und beträgt in der Regel 70 Prozent. Preisschwankungs- und Verwertungsrisiken wird somit nicht nur in der Bewertung, sondern auch im Beleihungsauslauf Rechnung getragen.

3.1.2 Bewertungsverfahren

Verkehrswert und Beleihungswert sind fiktive Marktpreise, die in Abwesenheit von Zwangslagen voraussichtlich erzielbar sind. Beide Werte sind keine exakt bestimmbar GröÙen, sondern Schätzwerte, die den tatsächlichen Verkaufspreis mit möglichst großer Wahrscheinlichkeit abdecken sollen. Zur Bestimmung dieser GröÙen stehen unterschiedliche Verfahren zur Verfügung, die in der Verordnung über die Grundsätze für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken (WertV) näher bestimmt werden: das Ertragswertverfahren (§§ 15-20 WertV), das Sachwertverfahren (§§ 21-25 WertV) und das Vergleichswertverfahren (§§ 13-14 WertV)

Das Ertragswertverfahren ist das übliche Verfahren zur Wertermittlung von bebauten Grundstücken und setzt sich zusammen aus dem Bodenwert und dem Wert der baulichen Anlagen. Dabei wird der Bodenwert im Vergleichswertverfahren bestimmt. Nur der Wert der baulichen Anlagen wird als Ertragswert im engeren Sinne bestimmt. Für die Ermittlung des Wertes der baulichen Anlagen ist der jährlich erzielbare Reinertrag des Grundstücks ausschlaggebend. Der Reinertrag entspricht den nachhaltig erzielbaren Erträgen aus ordnungsgemäÙer Nutzung (Rohertrag) abzüglich der Bewirtschaftungskosten. Der um die Verzinsung des Bodenwertes korrigierte jährliche Reinertrag wird mit Hilfe des Liegenschaftszinses unter Berücksichtigung der Restnutzungsdauer kapitalisiert. Der Liegenschaftszins wird von den Gutachterausschüssen aufgrund von Kaufpreissammlungen empirisch bestimmt und be-

schreibt die beobachtbaren Erwartungen der Marktakteure über die zukünftige Verzinsung des Verkehrswertes. Im Grunde entspricht der Ertragswert somit dem Barwert der zukünftigen Nettoerträge aus dem Grundstück zuzüglich des Bodenwerts. Das Ertragswertverfahren wird immer dann genutzt, wenn Miet- oder Pächterträge bestimmbar sind. Problematisch ist jedoch die Bestimmung des nachhaltig erzielbaren Rohertrags. Hier müssen Annahmen über die zukünftige Entwicklung der Region getroffen werden, in der die Immobilie liegt. Beispielsweise wird in Regionen, die vom demografischen Wandel negativ betroffen sein werden, der nachhaltig erzielbare Rohertrag teilweise deutlich unter den momentan vereinbarten Mieten liegen. Die zugrundeliegenden Annahmen sollten möglichst transparent kommuniziert werden. Ebenso ist die Ermittlung des Liegenschaftszinses problematisch, da auch hier zahlreiche Annahmen getroffen werden müssen. Bereits geringe Abweichungen beim Liegenschaftszins können zu großen Wertschwankungen führen.

Für die Wertermittlung nach dem Vergleichswertverfahren werden aktuelle Marktpreise gleichartiger Grundstücke oder baulicher Anlagen herangezogen, um so auf den Marktwert des zu bewertenden Grundstücks schließen zu können. Für Bodenwerte ist das Vergleichswertverfahren dominierend. Aber auch für bebaute Grundstücke findet es häufig Anwendung; insbesondere in den Fällen, in denen die Bestimmung des Ertragswertes ansonsten problematisch ist wie beispielsweise bei selbstgenutztem Wohneigentum.

Der Gutachter muss zunächst die relevanten Eigenschaften der Immobilie benennen, die für den Vergleich herangezogen werden sollen. Im nächsten Schritt ist zu klären, ob Informationen über eine hinreichende Anzahl an vergleichbaren Grundstücken verfügbar sind, die in einem vertretbaren Zeitraum gehandelt wurden. Insbesondere bei bebauten Grundstücken ist dies häufig schwierig, da sich auch Grundstücke in derselben Lage bei unterschiedlicher Bebauung stark unterscheiden können. In der Praxis werden für gewöhnlich sieben bis acht Vergleichsgrundstücke als Untergrenze angesehen. Falls es gelingt, die für den Wert relevanten Dimensionen zu bestimmen, und wenn eine hinreichende Anzahl an Vergleichsgrundstücken zur Verfügung steht, ergibt sich der gesuchte Verkehrswert aus dem Mittelwert der Marktpreise der Vergleichsgrundstücke. Durch die Mittelung der Marktpreise sollen Zwangslagen, die im Einzelfall zu extremen Preisen geführt haben können, ausgeschaltet werden.

Der Sachwert eines Grundstückes ergibt sich aus dem im Vergleichswertverfahren bestimmten Bodenwert zuzüglich der Herstellungskosten der Aufbauten. Dabei sind die Herstellungskosten zum Bewertungsstichtag heranzuziehen. Die Herstellungskosten sind um Abschrei-

bungen für das Baualter der Immobilie und sonstige Mängel nach unten bzw. bei überdurchschnittlichem Erhaltungszustand oder sonstigen werterhöhenden Sachverhalten nach oben zu korrigieren. Das Sachwertverfahren dient häufig der Kontrolle von Verkehrswerten, die in einem der anderen Verfahren ermittelt wurden. Außerdem findet es bei selbstgenutzten Wohnimmobilien oftmals Anwendung. Die Bestimmung des Verkehrswerts im Sachwertverfahren ist deutlich problematischer als im Ertragswert- oder Vergleichswertverfahren, weil nicht berücksichtigt wird, wie die gewählte Bebauung vom Markt bewertet wird. Wurden z. B. hochwertige Materialien verbaut, während potenzielle Nachfrager eine günstigere Bauweise favorisieren, ergibt sich ein hoher Sachwert, der jedoch nicht als Marktpreis erzielt werden kann.

3.1.3 Fazit

Die Immobilienbewertung in Deutschland setzt im Vergleich zu den USA sehr viel stärker auf die Einzelfallprüfung und weniger auf statistische Modelle, die eine bestimmte Immobilienwertentwicklung für die Zukunft prognostizieren. Dadurch wird die Entstehung von Immobilienpreisblasen erschwert, wenn auch nicht völlig ausgeräumt, wie die Entwicklungen in Ostdeutschland Ende der 1990er Jahre zeigen. Dennoch erscheint eine konservative Prüfung, die auf die jeweiligen Besonderheiten des Objekts Rücksicht nimmt, angemessen. Die konservative Bewertung von Immobilien, die zur Kreditbesicherung herangezogen werden und die relativ geringen Beleihungsausläufe scheinen die Preisentwicklung auf dem deutschen Immobilienmarkt im internationalen Vergleich insgesamt verstetigt zu haben. Der Preis für die Verstetigung liegt in einer stärkeren Kreditrationierung für Haushalte, die keine erstklassige Bonität aufweisen. Letztlich ist es eine gesellschaftliche Abwägung, ob ein möglichst umfassender und leichter Zugang zum Kreditmarkt gewährt werden soll oder ob die Gefahr von Immobilienpreisblasen, deren Platzen mit sozialen Kosten verbunden ist, gering gehalten werden soll.

3.2 Indikatoren für eine Blasenbildung am Immobilienmarkt

Das Bewertungsverfahren in Deutschland weist im Vergleich zu dem Verfahren in den USA eine Vielzahl an Eigenschaften auf, die eine Blasenbildung erschweren. Dennoch können Immobilienpreisblasen auch in Deutschland nicht völlig ausgeschlossen werden, wie etwa die Entwicklungen in Ostdeutschland gegen Ende der 1990er Jahre zeigen. Das Platzen von Immobilienpreisblasen ist nicht zuletzt wegen der engen Verzahnung mit dem Finanzmarkt in

der Regel mit hohen sozialen Kosten verbunden. Daher soll nun die Frage wieder aufgegriffen werden, ob es Verfahren gibt, mit denen sich „übertriebene“ Immobilienpreisschwankungen ex ante identifizieren lassen, so dass entsprechende Gegenmaßnahmen ergriffen werden können. Es gilt also die „normale“ Immobilienpreiskonjunktur von exzessiven Preisschwankungen zu unterscheiden.

Grundsätzlich werden für diesen Zweck gesamtwirtschaftliche Indikatoren herangezogen. Im Folgenden sollen diese auf ihre Eignung hin diskutiert werden. Um die damit verbundenen Herausforderungen zu verdeutlichen, wird exemplarisch eine international vergleichende Studie der OECD zur Entwicklung der Immobilienpreise von 2005 mit dem Wissen des Jahres 2009 evaluiert.

3.2.1 Verhältnis von realen Immobilienpreisen zur Wirtschaftsentwicklung

Einen ersten Anhaltspunkt über eine mögliche Blasenbildung gibt das Verhältnis von realen Immobilienpreisen zur realen Wirtschaftsentwicklung. Immobilienpreise bewegen sich während einer normalen Immobilienpreiskonjunktur im Gleichschritt mit der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung. Steigende Immobilienpreise sind aus zwei Gründen während einer Phase der wirtschaftlichen Prosperität zu erwarten: Zum einen werden Immobilien als Produktionsfaktoren relativ wertvoller, da die erwarteten zukünftigen Erträge steigen und zum anderen werden die privaten Haushalte einen Teil der Einkommenssteigerung für zusätzlichen Wohnkonsum aufwenden.⁵ Es werden hierbei ausschließlich Nachfrageschwankungen betrachtet und das Immobilienangebot wird als (kurzfristig) konstant angenommen. Dies ist aufgrund der relativ geringen Bedeutung der laufenden Produktion auf Immobilienmärkten eine vielfach zutreffende Annahme. Doch kann es gerade auf regionalen Teilmärkten auch zu angebotsseitigen Schocks kommen. Für regionale Entwicklungen ist der Indikator daher nur bedingt geeignet.

Die OECD (2005, S. 125-126) misst die reale Immobilienpreisentwicklung als Durchschnitt über alle OECD-Mitgliedstaaten und trägt diese gegen die Produktionslücke (Output Gap) ab. Die Produktionslücke misst die Auslastung der Produktionsfaktoren einer Volkswirtschaft

⁵ Dies gilt für die Annahme, dass Wohnen ein normales Gut ist, d. h. das steigende Einkommen unter sonst gleichen Bedingungen zu steigendem Wohnkonsum führen. Empirisch konnte diese Annahme bislang nicht widerlegt werden.

und wird als Indikator für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung angesehen. Dabei zeigt sich, dass die Hauspreisentwicklung bis etwa zum Jahr 2000 sehr eng mit der wirtschaftlichen Entwicklung verbunden war. Ab 2000 jedoch stiegen die Hauspreise weiter stark an, während die wirtschaftliche Produktion stagnierte. Diese Entwicklung wird als ein erstes Anzeichen für eine mögliche Blasenbildung gesehen, die jedoch noch genauer zu belegen ist. Zudem wird angemerkt, dass die stark positive Hauspreisentwicklung seit Mitte der 1990er Jahre insofern einzigartig war, als sie in ungewöhnlich vielen Ländern gleichzeitig auftrat. Doch grundsätzlich ist dieser Indikator aufgrund des hohen Aggregationsgrades ungeeignet, um Aufschluss über die tatsächliche Entwicklung in einzelnen Ländern geben.

3.2.2 Erschwinglichkeit von Immobilien

Das Verhältnis von Immobilienpreisen zum Einkommen wird als Maß für die Erschwinglichkeit von Immobilien herangezogen. Dabei ist die absolute Höhe der Relation von Immobilienpreisen und Einkommen nur von nachrangiger Bedeutung, aussagekräftiger ist die langfristige Entwicklung. Steigt der Erschwinglichkeitsindex über einen langen Zeitraum an, ist damit zu rechnen, dass sich immer weniger Haushalte den Kauf einer Immobilie leisten können. Ein Nachfragerückgang wird somit wahrscheinlicher, was bei einem konstanten Angebot zu einem Preisrückgang führt. Entwickelt sich der Erschwinglichkeitsindex langfristig rückläufig, ist damit zu rechnen, dass die Nachfrage und damit tendenziell auch die Preise steigen. Dieser Indikator ist jedoch insofern problematisch, als dass die Erschwinglichkeit einer Immobilie nicht nur vom Einkommen abhängt, sondern z. B. auch durch das Kreditangebot bestimmt wird.

Rückblickend kann festgestellt werden, dass der Erschwinglichkeitsindex in allen Ländern, in denen ex post eine Immobilienpreisblase festgestellt wurde (z. B. den USA, Großbritannien oder Spanien), sich seit ungefähr 2000 von seinem langfristigen Durchschnitt entfernt hat. Allerdings trifft dies auch auf Länder wie Kanada oder die Niederlande zu, in denen es keine drastische Immobilienabwertung gab.

3.2.3 Das Verhältnis von Immobilienpreisen und Mieten

Die Erträge einer Immobilie sind eine wesentliche Bestimmungsgröße des Immobilienwertes. Daher wird häufig das Verhältnis von Immobilienpreisen zu den Mieten⁶ als Indikator für die Nachhaltigkeit der Preisentwicklung herangezogen. Steigen die Preise deutlich stärker an als die Mieten bzw. bleibt die Preisentwicklung deutlich hinter der Entwicklung der Mieten zurück, kann dies auf eine Fehlbewertung hindeuten. Dabei sind jedoch folgende Sachverhalte in Erwägung zu ziehen: 1) Mieten und Pachten folgen der Preisentwicklung oftmals mit Verzögerung, weil in vielen Ländern die Mietgesetzgebung eine zeitnahe Anpassung der Mieten (zumindest nach oben) verhindert. 2) Die Erträge (Mieten und Pachten) sind nur eine Komponente des Immobilienwertes. Steigende Hauspreise bei konstanten Bruttoerträgen können auch Ausdruck von sinkenden Kosten oder eines veränderten Diskontierungsfaktors sein. 3) Schwankende Hauspreise sind mit konstanten Mieten vereinbar, wenn sich die Nutzungskosten für Selbstnutzer verändern. Verbessern sich beispielsweise die steuerlichen Abzugsmöglichkeiten bei selbstgenutzten Wohnimmobilien kann dies zu steigenden Immobilienpreisen trotz konstanter Mieten führen. Die Nutzungskosten werden in 3.2.4 daher explizit berücksichtigt

Die Studie der OECD zeigt, dass sich das Verhältnis von Immobilienpreisen und Mieten weitgehend analog zum Verhältnis von Immobilienpreisen und Einkommen entwickelt hat. Allerdings sind die Immobilienpreise bezogen auf die Mieten relativ stärker gestiegen als im Vergleich zu den Einkommen. Wie für den Erschwinglichkeitsindex gilt auch hier, dass der Indikator zwar für alle Länder, die eine Blasenbildung auf dem Immobilienmarkt erlebt haben, Warnsignale hat liefern können, dass er aber ähnliche Entwicklungen auch für Länder ohne Blasenbildung aufgewiesen hat.

Wenn allerdings die laufenden Mieten nur noch eine minimale Verzinsung des gebundenen Kapitals bieten, wenn also die Immobilienpreise den Kontakt zu den aktuellen Mieten verlieren, ist das ein Alarmzeichen. Bei einer solchen Konstellation ist zu fragen, ob es noch realistisch ist, dass die künftigen Nutzer die unterstellten Mietsteigerungen aufbringen wollen und können. Eine große Diskrepanz zwischen laufenden Mieterträgen und Immobilienpreisen

⁶ Meist wird ein nominaler Hauspreisindex auf den Anteil der Mietenkomponente im allgemeinen Konsumentenpreisindex bezogen.

setzt bei normalen Zinssätzen entsprechend kräftige Wachstumsraten und Steigerungen der Haushaltseinkommen voraus.

3.2.4 Der Nutzungskostenansatz von Poterba

Der wohl gebräuchlichste Indikator geht auf eine Arbeit von Poterba (1992) zurück. Dieser Indikator stellt eine Weiterentwicklung des einfachen Verhältnisses von Immobilienpreisen zu Mieten dar, in dem die Nutzungskosten des Eigenheims berücksichtigt werden. Es wird davon ausgegangen, dass sich die Kosten einer Mietwohnung und die Kosten eines Eigenheims auf funktionierenden Immobilienmärkten entsprechen und die Individuen zwischen den Alternativen „Mieten“ und „Nutzung eines Eigenheims“ indifferent sind. Das Gleichgewicht ist erreicht, wenn gilt $R = P(i_a + \tau + f - \pi)$. Dabei steht R für die Mietkosten und die rechte Seite der Gleichung entspricht den Kosten des selbstgenutzten Eigenheims. Die Kosten der selbstgenutzten Wohnung sind abhängig vom Hauspreis (P) sowie von der Höhe des nominalen Hypothekenzinses unter Berücksichtigung steuerlicher Abzugsmöglichkeiten für Selbstnutzer (i_a), den Steuern auf Immobilieneigentum (τ), Abschreibungen und Instandhaltungskosten (f) und den erwarteten Veränderungen des Immobilienwertes (π). Durch Umformung ergibt sich folgender Ausdruck: $P/R = 1/(i_a + \tau + f - \pi)$, der relativ einfach operationalisiert und empirisch überprüft werden kann. Die rechte Seite der Gleichung wird auch als „Fundamentalwert“ des Marktes für selbstgenutzte Immobilien bezeichnet.

Der Nutzungskostenansatz berücksichtigt mehr Parameter als das einfache Verhältnis von Immobilienpreisen zu Mieten und besitzt daher eine höhere Aussagekraft. Allerdings stellt die Schätzung der Fundamentalwerte eine neue Fehlerquelle dar. Die Parametrisierung des Modells ist stark von den getroffenen Annahmen abhängig. Die Gefahren des Modell offenbaren sich auch in der Untersuchung der OECD: Auf Grundlage des Nutzungskostenansatzes konnten noch 2005 keine Überwertungstendenzen in den USA auf nationaler Ebene festgestellt werden – anhand zusätzlicher Untersuchungen wurden jedoch die Entwicklungen auf regionalen Märkten kritisch hinterfragt. Ein wesentlicher Grund für diese Fehleinschätzung dürfte in der Wahl des Hypothekenzinses liegen. Rückblickend hat sich gezeigt, dass der Hypothekenzins in den USA das zugrundeliegende Kreditrisiko nicht angemessen abgebildet hat. Der Hypothekenzins hat also die „fundamentalen“ Werte des Hypothekenmarktes nicht korrekt erfasst. Aufgrund des verzerrten Hypothekenzinses bildete auch die Berechnung für den Immobilienmarkt die tatsächliche Entwicklung nicht korrekt ab.

3.2.5 Fazit

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass es bislang nicht möglich ist, einen einfachen Indikator zur Beurteilung der Immobilienpreisentwicklung zu konstruieren, der in jedem Fall geeignet ist, die „normale“ Immobilienpreiskonjunktur von einer möglichen Blasenbildung zu unterscheiden. Aber auch wenn die Werte in einigen Ländern eine Blasenbildung nahelegen, ohne dass sich dieser Verdacht (bislang) erhärtet hätte, können die Indikatoren den Marktteilnehmern wichtige Hinweise liefern. Die vorgestellten Indikatoren lassen sich relativ einfach aus weitgehend öffentlich zugänglichen Daten errechnen und sollten zumindest den institutionellen Anlegern bekannt gewesen sein. Wesentlich komplexer ist der Nutzungskostenansatz von Poterba. Folgte man diesem Indikator, war die Hauspreisentwicklung in den USA – zumindest auf nationaler Ebene – bis 2005 als „fundiert“ anzusehen. Diese Fehleinschätzung liegt in der Nutzung eines seinerseits verzerrten Zinsniveaus begründet. Hier wird sehr deutlich wie wichtig es ist, nicht nur den Immobilienmarkt, sondern auch den Finanzmarkt in die Beurteilung mit einzubeziehen.

4 Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

Die Untersuchung hat gezeigt, dass Immobilienmärkte ihrem Wesen nach Märkte mit ausgeprägten Zyklen sind. Wenn die Preissteigerungen sich aufgrund der Zinspolitik oder sich selbst verstärkender Erwartungen von den fundamentalen Werten lösen, entstehen Immobilienpreisblasen. Das Platzen einer Immobilienpreisblase kann zu hohen sozialen Kosten führen, da die Immobilienmärkte eng mit den Finanzmärkten verbunden sind. Zum einen können Übertreibungen auf den Immobilienmärkten auf die Finanzmärkte übergreifen und zum anderen können nicht nachhaltige Geschäftspraktiken auf den Finanzmärkten Immobilienpreisblasen verstärken oder erzeugen. Die sozialen Kosten des Platzens einer Immobilienpreisblase sind immer dann besonders hoch, wenn sich der negative Impuls vom Immobilienmarkt über den Finanzsektor in die Realwirtschaft fortpflanzt. Wirtschaftspolitisch stellt sich daher die Frage, wie die Gefahr von Immobilienpreisblasen begrenzt werden kann.

Aufgrund der zahlreichen Faktoren, die zum Entstehen von Immobilienblasen und Finanzmarktkrisen beitragen, sind hierbei ebenso zahlreiche Ansatzpunkte denkbar. Entsprechend des Schwerpunktes dieser Untersuchung werden jedoch ausschließlich Vorschläge skizziert, die an den Besonderheiten des Immobilienmarktes ansetzen. Es sei jedoch ausdrücklich dar-

auf hingewiesen, dass in den meisten Fällen Vermögenspreisblasen durch eine laxe Geldpolitik begünstigt werden. Es erscheint daher zwingend, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger ausschließlich der Geldwertstabilität verpflichtet sind. Andernfalls wird die Wirkung der im Folgenden erörterten Maßnahmen zur Stabilisierung stark beeinträchtigt, wenn nicht aufgehoben.⁷

Die Tatsache, dass Immobilienmärkte zum weit überwiegenden Teil Bestandmärkte sind und dass es kaum Möglichkeiten gibt, Kapazitäten kurzfristig an eine veränderte Nachfrage anzupassen, muss als Fakt hingenommen werden. Wirtschaftspolitische Eingriffe können hieran nichts ändern. Vielversprechender erscheint es, an der Informationseffizienz anzusetzen. Ein Ansatz sind die öffentlichen Kaufpreissammlungen. Nach § 195 BauGB sind Notare verpflichtet, jede Immobilientransaktion den sogenannten Gutachterausschüssen mitzuteilen. Die Gutachterausschüsse ermitteln aus diesen Daten die Bodenrichtwerte und den Liegenschaftszins. Inwiefern Privatpersonen weitere Auskünfte erhalten, richtet sich nach den landesrechtlichen Vorschriften. In Nordrhein-Westfalen scheinen nur Immobiliensachverständige weiterführende Informationen zu erhalten. Eine Möglichkeit mehr Transparenz zu schaffen, könnte in der Öffnung der Kaufpreissammlungen für alle interessierten Bürger liegen, wobei die Erfordernisse des Datenschutzes zu beachten sind. Anders als bei dem Handel von Aktienpaketen kann bei Immobilientransaktionen in vielen Fällen von den Besonderheiten des Objekts auf die Transaktionspartner geschlossen werden. Daher könnte eine weitere Option in der Veröffentlichung von regionalen Immobilienpreisindizes liegen, die die Wertentwicklung von typisierten Immobilienklassen transparent machen. Die Sammlung und Aufbereitung der Daten in Indizes ist allerdings mit Kosten verbunden. Es erscheint angemessen, diese Kosten den interessierten Immobilienmarktteilnehmern anzulasten. Sofern dies nicht möglich ist, müssten die Kosten gegen den vermuteten Nutzenzuwachs für die Gesellschaft, der sich aus der zusätzlichen Transparenz des Immobilienmarktes ergibt, abgewogen werden. Dies kann im Zweifel nur eine grobe Abschätzung sein, da sich der Nutzen der Messung entzieht. Wichtig

⁷ Ebenfalls kann im Rahmen dieser Arbeit nicht untersucht werden, ob die Geldpolitik dem Entstehen von Vermögensblasen aktiv entgegenwirken sollte. Unabhängig von der ökonomischen Bewertung eines solchen „Lehnens gegen den Wind“ sinkt die Wahrscheinlichkeit der Notwendigkeit einer solchen Intervention deutlich, wenn die Geldpolitik als Verursacher bzw. Verstärker von Vermögenspreisblasen ausscheidet, in dem sie sich der Geldwertstabilität verschreibt.

ist jedoch, dass dieser Aspekt vor der Einführung eines solchen Indexes berücksichtigt wird. Auch muss darauf hingewiesen werden, dass die Indizes interpretationsbedürftig sind. In den USA etwa lagen entsprechende Daten vor, ohne dass die Blasenbildung hierdurch verhindert worden wäre, weil die Marktteilnehmer die Entwicklung anscheinend nicht als kritisch ansahen. Wie schwierig die Interpretation der Preisentwicklung ist, hat auch die Untersuchung der gängigen Indikatoren zur Bewertung der Immobilienwertentwicklung gezeigt.

Herring und Wachter (1999, S. 64-66) sehen in der Einführung von Real Estate Investment Trusts (REITs) eine Möglichkeit, die Informationseffizienz von Immobilienmärkten zu erhöhen. Da REITs börsennotierte Aktiengesellschaften sind, deren Geschäftsfeld zum überwiegenden Teil in der Verwaltung und dem Besitz von Immobilien besteht, gibt der Aktienkurs eines REIT auch Auskunft darüber, wie die Anleger die Wertentwicklung der im Besitz des REIT befindlichen Objekte einschätzen. Die Immobilien erhalten somit über das Vehikel REIT einen Börsenkurs, der jedermann öffentlich zugänglich ist. Zudem ermöglicht die Börsennotierung der REITs indirekt Immobilienleerverkäufe. Inwiefern REITs in den USA von der gegenwärtigen Krise betroffen sind, ist bislang kaum erforscht. Bekannt ist, dass einzelne REITs bis zu 50 Prozent ihres Börsenwertes eingebüßt haben. Dies muss jedoch nicht mit den Ursachen der Krise, den Übertreibungen auf dem US-Häusermarkt, in Verbindung stehen, sondern kann auch auf die Folgen der Krise, wie etwa ein restriktiveres Kreditvergabeverhalten der Banken zurückzuführen sein. Sicher ist jedoch, dass ein Ausschluss von Wohnimmobilien, wie er für den deutschen G-REIT vorgesehen ist, aus informationsökonomischer Perspektive nicht sinnvoll ist.

Ebenfalls unter dem Aspekt der Transparenz sind die Bilanzierungsvorschriften zu hinterfragen. Insbesondere die Bilanzierung nach International Accounting Standards (IAS) ist im Rahmen der Finanzmarktkrise in Verruf geraten, da die Bewertung zu Marktwerten die zyklischen Ausschläge verstärkte und somit wie ein Brandbeschleuniger wirke. Allerdings gibt es auch unter Wissenschaftlern eine bislang noch ergebnisoffene Debatte, inwiefern dieser Vorwurf gerechtfertigt ist. Laux und Leuz (2009) etwa weisen daraufhin, dass der Marktwert nach IAS nicht zwingend dem tagesaktuellen Marktwert entsprechen muss, sondern die IAS durchaus die Möglichkeit bietet, einen längeren Zeitraum für die Marktbewertung zugrunde zu legen. Genau wie der Bewertungsgrund den Zeithorizont der Bewertung bestimmt, muss bei der Bilanzierung das Bilanzierungsziel berücksichtigt werden. Grob lassen sich zwei Bilanzierungsziele unterscheiden: der Gläubigerschutz und die Anlegerinformation. Dem Gläubiger-

schutz wurde im Rahmen der Bilanzierungsvorschriften des HGB durch das Niederstwertprinzip Rechnung getragen, wonach eine Immobilie mit dem niedrigeren Wert aus den fortgeschriebenen Anschaffungskosten und dem Marktwert anzusetzen ist. Hier könnte darüber nachgedacht werden, grundsätzlich auf den Marktwert (der dann noch genauer zu bestimmen wäre) überzugehen und Abschläge zum Schutz der Gläubiger einzuführen, die sich antizyklisch zur Immobilienpreiskonjunktur entwickeln. Mit anderen Worten: In einem Umfeld stark steigender Immobilienpreise wäre ein höherer Abschlag anzusetzen als bei einer moderaten Preisentwicklung. Damit würde unerwarteten Verlusten für den Fall, dass eine Immobilienpreisblase platzen sollte, entgegengewirkt. Dieser Ansatz erscheint den alten HGB-Vorschriften überlegen, da die Bewertung zu fortgeschriebenen Anschaffungskosten in der Regel völlig unabhängig von der tatsächlichen Immobilienpreisentwicklung verlief. Für die Zwecke der Anlegerinformation könnte die Bilanzierung zum Marktwert erfolgen, wobei es sinnvoll erscheint, Erwartungen über die zukünftige Preisentwicklung explizit und separat aufzuführen.

Bei den Beleihungsausläufen hat sich die deutsche Praxis, nur rund 70 Prozent des Beleihungswertes zu beleihen, als sinnvoll erwiesen. Grundsätzlich könnte hier auch über antizyklische Beleihungsausläufe nachgedacht werden, die in Phasen steigender Immobilienpreise nur eine relativ niedrigere Beleihung erlauben (Gorton, 2008). Allerdings stellt sich wiederum die Frage, nach welchem Indikator die Immobilienkonjunktur bestimmt wird. Es ist durchaus vorstellbar, dass sich ein steigender Wohlstand bei knapper werden Grundstücken in steigenden Immobilienpreisen ausdrückt. In diesem Fall wäre es fraglich, ob es sinnvoll ist, die Mobilisierung des Immobilienvermögens durch restriktive Vorgaben für Kreditverträge zu erschweren.

Staatliche Interventionen auf Immobilienmärkten müssen immer auch im Hinblick auf ihre Preiswirkung hinterfragt werden. Es hat sich gezeigt, dass die US-amerikanische Politik der Eigentumsförderung die Immobilienkonjunktur wesentlich angeheizt und somit zum folgenden Absturz beigetragen hat. Insbesondere Fördermaßnahmen, die auf eine Übernahme und somit Verschleierung von Kreditrisiken basierten, haben sich als gefährlich erwiesen. Sofern die Förderung von Immobilienbesitzern als gesellschaftlich vorteilhaft angesehen wird, sollten eher Instrumente gewählt werden, die die Kaufkraft der Haushalte direkt erhöhen wie etwa staatliche Zuschüsse. Grundsätzlich ist es aber fraglich, ob Eigentumsförderung eine sinnvolle Maßnahme zur Absicherung einkommensschwacher Haushalte darstellt.

Darüber hinaus ist eine offene Debatte zu führen, inwiefern statistische Modelle geeignet sind, Immobilienpreisentwicklungen vorherzusagen, und inwieweit sie dazu verleiten, veränderte Konstellationen und Entwicklungen auszublenden. Dies gilt sowohl auf der Ebene des einzelnen Objekts als auch bei der Bewertung von ganzen Portfolios. Die Ergebnisse dieser Debatte müssten bei den regulatorischen Anforderungen an die Immobilienbewertung im Rahmen von Bankgeschäften berücksichtigt werden. Vieles spricht für die konservative Einzelfallprüfung wie sie in Deutschland mit dem Beleihungswert üblich ist.

5 Fazit

Die Analyse hat gezeigt, dass die Immobilienmärkte für das Entstehen von Preisblasen anfällig sind. Das hängt damit zusammen, dass der Boden und die Wohnhäuser zu den besonders langlebigen Wirtschaftsgütern gehören und der Ertragsstrom sich über viele Dekaden erstreckt. Schon kleine Änderungen des Zinssatzes (der Diskontierungsrate) bewirken kräftige Änderungen des Barwerts der Erträge und damit des aktuellen Grundstückswerts. Außerdem sind die Grundflächen und speziell die als Bauland nutzbaren Flächen begrenzt, so dass sie mit zunehmenden Haushaltszahlen und steigenden Einkommen tendenziell knapper werden. Darin wird eine große Sicherheit der Investitionen gesehen. Schließlich kann das Angebot bei einer starken Änderung der Nachfrage nur allmählich reagieren. Das Wohnungsangebot wird in der Regel nur zu gut einem Prozent aus Neubauten gespeist, so dass eine Nachfragesteigerung um einen Prozentpunkt praktisch eine Verdopplung der Baukapazität erfordert. Bis die Neubaukapazität entsprechend ausgeweitet ist, können je nach der weiteren Entwicklung der Nachfrage mehrere Jahre vergehen. Das heißt, die zusätzliche Nachfrage schlägt sich zuerst in steigenden Preisen nieder. Umgekehrt bleiben einmal gebaute Häuser lange am Markt, so dass eine sinkende Nachfrage über eine längere Zeit auf die Preise drückt, bevor sich die Menge anpasst.

Hinzu kommen die besonderen Bedingungen für Immobilienkredite in den USA, wo die aktuellen Turbulenzen auf dem Markt für Einfamilienhäuser entstanden sind und sich zu einer gefährlichen Finanzkrise ausgeweitet haben:

- Wohnimmobilien können bis zu 100 Prozent des aktuellen Werts beliehen und damit auch nachbeliehen werden, wenn die Preise steigen oder ein Teil der Schulden getilgt wurde. Die Darlehen können auch für andere Konsumzwecke verwendet werden.

- Es ist möglich und üblich, insbesondere zu Beginn der Laufzeit eines Darlehens die Tilgung auszusetzen und gegebenenfalls auch die Zinsen zu stunden.
- Es werden vorrangig variable Zinssätze vereinbart.
- Die Darlehensnehmer haften nicht mit ihrem Einkommen und sonstigen Vermögen, sondern ausschließlich mit der beliebigen Immobilie (reine Objekthaftung). Wenn sie in Zahlungsschwierigkeiten geraten, können sie dem Darlehensgeber das Objekt überlassen und sich damit von den Schulden befreien.

Ein weiterer Grund für die hohen Preissteigerungen von Einfamilienhäusern in den Jahren von 1996 bis 2006 in den USA lag in der Wohneigentumsförderpolitik. Die Regierung hatte sich zum Ziel gesetzt, auch den Haushalten mit geringem Einkommen den Erwerb von selbst genutztem Wohneigentum zu ermöglichen. Um dieses Ziel zu erreichen und um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln, drängte die Regierung auf eine Niedrigzinspolitik der Federal Reserve Bank – im Gegensatz zu einer an der reinen Geldwertstabilität orientierten Geldpolitik. Zusätzlich legte sie Förderprogramme auf und übernahm in einem nie gekannten Ausmaß Bürgschaften über die halbstaatlichen Banken Fannie Mae und Freddie Mac. Vor allem die Bürgschaften für Haushalte mit vergleichsweise geringer Bonität waren die Grundlage für den sprunghaften Anstieg der Hypothekendarlehen und den weltweiten Weiterverkauf von Darlehensforderungen.

In der wissenschaftlichen Diskussion werden die Eigenschaften der Immobilienmärkte und ihre Verzahnung mit den Finanzmärkten aufgrund der Absicherung von Krediten mit Immobilien noch immer weitgehend ignoriert. Es kommt eben nicht nur auf die Regulierungen der Finanzmärkte, sondern auch der Immobilienmärkte an. Im Vergleich zu den vergleichsweise restriktiven Bestimmungen für die Vergabe von Hypotheken in Deutschland eröffnen die Regeln in den USA viel mehr Spielraum, hohe Risiken einzugehen.

Angesichts der jüngsten Erfahrungen besteht ein Bedarf an Indikatoren, die das Entstehen einer Immobilienblase frühzeitig erkennen lassen, so dass die Preisausschläge gedämpft werden könnten. Ein Indikator könnte die Relation des Preises eines Hauses zu den jährlichen Mieteinnahmen bzw. zu einer Miete für ein vergleichbares Haus sein. Wenn der Preis das Zwanzigfache der geschätzten laufenden Rendite erreicht oder darüber hinausgeht und den Kontakt zu den aktuell erzielbaren Renditen verliert, ist das sicherlich ein Alarmzeichen. Ein anderes Warnschild ist die reale Preissteigerung der Wohnimmobilien. Steigt der reale Preis

über einen längeren Zeitraum um deutlich mehr als ein Prozent, weist das auf einen Angebotsengpass hin. Mit verstärkter Baulandausweisung und zunehmender Baukapazität kann die engpassbedingte Preissteigerung in Preissenkungen umschlagen.

Mit diesen Indikatoren kann eine Preisblase nicht mit Sicherheit frühzeitig erkannt werden, aber ihre Ausschläge sollten Anlass sein, vorsichtiger in den Markt hineinzugehen und ihn genau zu analysieren.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass es nicht nur bei kräftigen Preissteigerungen (Preisblasen) zu gravierenden Problemen kommen kann. So sind die „Bauzinsen“ in Deutschland zurzeit mit knapp vier Prozent so niedrig wie seit Jahrzehnten nicht. Entsprechend niedrig ist die laufende Belastung des Einkommens mit Hypothekendarlehen. Dadurch wird es Haushalten mit vergleichsweise geringem Einkommen möglich, an den Erwerb eines eigenen Hauses zu denken, und die anderen Erwerber können sich ein besseres Objekt leisten. Diese Rechnung geht aber nur auf, wenn die Inflationsrate und die Zinsen niedrig bleiben. Angesichts der gewaltig angestiegenen öffentlichen Verschuldung ist aber ein Szenario vorstellbar, in dem die Inflationsraten und die Zinsen steigen. Nach dem Auslaufen der Zinsbindungsfrist müssen die Eigenheimerwerber dann mit erheblich höheren Belastungen rechnen. Steigt der Zinssatz beispielsweise um zwei Prozentpunkte, würde die laufende Belastung um fast 50 Prozent steigen.⁸ Das heißt: Auch ohne Preisblase könnte es in Deutschland durch eine historisch gesehen mäßige Zinssteigerung zu einer krisenhaften Entwicklung auf dem Wohnungsmarkt kommen.

⁸ Der Grund liegt darin, dass die Darlehensgeber einen Ausgleich für den inflationsbedingten Wertverlust ihrer Forderung verlangen. Die reale Verschuldung des Darlehensnehmers nimmt zwar entsprechend schneller ab. Die stärkere Liquiditätsbelastung aufgrund des höheren Zinssatzes (der schnelleren Realtilgung) ist für einen Teil der Eigenheimerwerber aber nicht zu verkraften.

Literaturverzeichnis

- Acharya, Viral; Schnabl, Phillipp (2009): Do Global Banks Spread Global Imbalances? The Case of Asset-Backed-Commercial Paper During the Financial Crisis of 2007-09. Paper presented at the 10th Jacques Polak Annual Research Conference.
- Acharya, Viral V; Yorulmazer, Tanju (2003): Information Contagion and Inter Bank Correlation in a Theory of Systemic Risk. (CEPR Discussion Paper, DP3743).
- Benston, George J.; Kaufman, George G. (1996): The Appropriate Role of Bank Regulation. In: The Economic Journal, Jg. 106, H. 436, S. 688–697.
- Brunnermeier, Markus K. (2008): Deciphering the 2007-08 Liquidity and Credit Crunch. In: Journal of Economic Perspectives, Jg. forthcoming.
- Buiter, Willem H. (2008): Lessons from the North Atlantic financial crisis. Paper prepared for presentation at the conference "The Role of Money Markets" jointly organised by Columbia Business School and the Federal Reserve Bank of New York on May 29-30, 2008. Herausgegeben von National Bureau of Economic Research (NBER). Online verfügbar unter <http://www.nber.org/~wbuiter/NAcrisis.pdf>, zuletzt aktualisiert am 12.12.2008.
- Calomiris, Charles W. (2008): The Subprime Turmoil: What's Old, What's new and What's Next. Herausgegeben von American Enterprise Institute For Public Policy Research. Online verfügbar unter http://www.aei.org/docLib/20081002_TheSubprimeTurmoil.pdf.
- Carey, Mark S. (1990): Feeding the Fad: the Federal Land Banks, Land Market. Efficiency, and the Farm Credit Crisis. Dissertation.
- Dübel, Hans-Joachim (2007): Die Krise am Hypothekarkreditmarkt der USA. Empirische Analyse und Überlegungen für Deutschland ; eine Studie für den Verband der Privaten Bausparkassen e.V. Berlin: Domus Verlag. (Schriftenreihe des Instituts für Städtebau, Wohnungswirtschaft und Bausparwesen e.V., 70). Online verfügbar unter <http://www.gbv.de/dms/zbw/539897760.pdf>.

- Gorton, Gary B. (2008): The Panic of 2007. (Yale ICF Working Paper, No. 08-24). Online verfügbar unter <http://ssrn.com/abstract=1255362>.
- Herring, Richard J.; Wachter, Susan M. (1999): Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective. Herausgegeben von University of Pennsylvania Wharton School Center for Financial Institutions. (Center for Financial Institutions Working Papers,). Online verfügbar unter <http://econpapers.repec.org/RePEc:wop:pennin:99-27>.
- Hilbers, Paul; Lei, Qin; Stausholm Zacho, Lisbeth (2001): Real Estate Market Developments and Financial Sector Soundness. In: IMF Working Paper. Online verfügbar unter <http://ssrn.com/abstract=879898>.
- Hoshi, Takeo; Kashyap, Anil (1999): The Japanese Banking Crisis: Where Did it Come from and How Will it End? In: NBER Macroeconomics Annual, H. Vol. 14, S. 129–201.
- Iwatsubo, Kentaro (2005): Bank Capital Shocks and Portfolio Risk: Evidence from Japan. Herausgegeben von Hitotsubashi University. Institute of Economic Research. (Center for Economic Institutions Working Paper Series, 2004-24).
- Kanaya, Akihiro; Woo, David (2000): The Japanese Banking Crisis of the 1990's: Sources and Lessons. Herausgegeben von International Monetary Fund. (IMF Working Paper, WP 00/07). Online verfügbar unter <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0007.pdf>, zuletzt geprüft am 30.10.09.
- Laux, Christian; Leuz, Christian (2009): The Crisis of Fair Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate. In: Chicago Booth Research Paper No. 33. Online verfügbar unter <http://ssrn.com/paper=1392645>.
- Mason, Joseph R.; Rosner, Josh (2007): How Resilient are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions? In: SSRN eLibrary. Online verfügbar unter <http://ssrn.com/paper=1027472>.
- Mayr, Johannes (2008): The Financial Crisis in Japan - Are There Similarities to the Current Situation? In: CESifo Forum, H. 04, S. 54–68.

- Minsky, Hyman P (1990): John Maynard Keynes. Finanzierungsprozesse, Investition und Instabilität des Kapitalismus. Marburg: Metropolis-Verl. (Postkeynesianische Ökonomie, 5).
- Nanto, Dick K. (2008): The U.S. Financial Crisis: Lessons from Japan. CRS Report for Congress. Online verfügbar unter <http://fpc.state.gov/documents/organization/110816.pdf>, zuletzt geprüft am 12.12.2009.
- OECD (2005): Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals. In: OECD Economic Outlook, Dezember 2005.
- ohne Verfasser (2009): House price falls in Japan accelerate. Online verfügbar unter <http://www.globalpropertyguide.com/Asia/Japan/Price-History>, zuletzt geprüft am 3.12.2009.
- Poterba, James (1992): Taxation and Housing: Old Questions, New Answers. (National Bureau of Economic Research Working Paper Series, w3963). Online verfügbar unter <http://www.nber.org/papers/w3963.pdf>
- Saito, Hitoshi (2003): The US real estate bubble? A comparison to Japan. In: Japan and the World Economy, H. 15, S. 365–371.
- Shiller, Robert J. (2007): Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership. In: SSRN eLibrary. Online verfügbar unter <http://ssrn.com/paper=1017546>.
- Shimizu, Yoshinori (2000): Convoy Regulation, Bank Management, and the Financial Crisis in Japan. In: Posen, Adam S.; Mikitani, Ryoishi (Hg.): Japan's Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience, S. 57–99.
- Taniuchi, Mitsuru (1997): Recent developments in Japan's financial sector: Bad loans and financial deregulation. In: Journal of Asian Economics, H. Vol. 8, S. 225ff.
- Tett, Gillian (2009): Fool's gold. How the bold dream of a small tribe at J. P. Morgan was corrupted by Wall Street greed and unleashed a catastrophe. New York, NY: Free Press.
- Woo, David (1999): In Search of "Capital Crunch": Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan. International Monetary Fund. (IMF Working Paper, WP/99/3).