

## **Die Immobilienkrise in den USA**

– Ursachen und Konsequenzen für das globale Finanzsystem –

### **Einführende Anmerkungen zum neuen Generalthema der Rubrik „Policy Issues“**

Von Hans-Hermann Francke, Freiburg\*

#### **I.**

Die Immobilienkrise in den USA hat die globalen Finanzmärkte fundamental erschüttert. Gegenwärtig vertritt eine zunehmende Anzahl von Ökonomen die Auffassung, dass dadurch auch das reale Wachstum der Weltwirtschaft nachhaltig belastet wird. In welchem Ausmaß dies geschehen wird, ist noch nicht absehbar; denn die Krise dauert an und ist keineswegs mit den aktuell angekündigten Wertberichtigungen der Finanzintermediäre abgeschlossen.

Für alle direkt oder indirekt Beteiligten stellt sich eine Fülle von Fragen. Wie so oft bei derartigen Ereignissen wird schnell die Schuldfrage gestellt und vorschnell unzutreffend oder einseitig beantwortet. Tatsächlich fehlen für angemessene Urteile noch immer ausreichende Informationen. Das gilt sowohl für das Handeln der involvierten Akteure als auch für die Chronologie der Ereignisse, die sich noch im Flusse befinden. Allerdings haben Lernprozesse begonnen, die zu neuen Einsichten führen und deshalb zu einem besseren Verständnis zukünftiger Entwicklungen und Notwendigkeiten beitragen können.

Für eine Systematisierung der Diskussion bietet sich eine Dreiteilung der grundsätzlichen Problemstellungen an. Zum einen geht es um die Rolle der beteiligten Institutionen und Akteure sowie deren Anreizstrukturen und Entscheidungskriterien. Zum anderen ist der historische Kontext wichtig, um das allmähliche Entstehen von Ungleichgewichten zu verdeutlichen, deren Kumulation dann den Schock ausgelöst hat.

---

\* Für hilfreiche Kritik danke ich H.-H. Kotz, H. Nitsch und B. Rudolph.

Schließlich drängen sich normative Fragestellungen auf, die die Ordnung der Finanzmärkte im Sinne institutioneller Organisation und Kontrolle betreffen; denn die nun offenbarten größeren Systemrisiken scheinen umfassendere Schutzvorkehrungen zu benötigen, die auf die Risikovermeidung und Lastenträgerschaft gleichermaßen ausgerichtet sein sollten.

## II.

Zunächst also einige Anmerkungen und Anregungen zu den beteiligten Institutionen und deren Verhalten. Folgt man der Architektur des Investitions- bzw. Finanzierungssystems, dann beginnt diese bei den Hauskäufern und deren Primärkreditgebern und setzt sich fort über Finanzierungs- bzw. Zweckgesellschaften, die, mit Kreditzusagen oder sonstigen Garantien von international tätigen Großbanken mit gutem Rating ausgestattet, die Risiken und Erträge der Primärkreditgeber verbrieften und an andere Kapitalsammelstellen veräußern. Verkürzt formuliert, handelt es sich um einen komplexen Risikotransferprozess, der einzelwirtschaftlich vom Bestreben der Akteure getragen wird, ihre jeweilige Ertrags-/ Risikoperformance zu verbessern. Gesamtwirtschaftlich kann dieser Risikotransferprozess die allokativen Effizienz verbessern, wenn dadurch Marktunvollkommenheiten beseitigt werden, die z.B. aus Eigenkapitalregulierungen, Besteuerungsdifferenzen usw. resultieren.<sup>1</sup>

Zum Verständnis der Verhaltensweisen von Hauskreditnehmern und ihren Primärkreditgebern auf den Immobilienmärkten in den USA sind die besonderen Privilegien der Schuldner wichtig. Diese bestehen nicht nur darin, dass ein jederzeitiges Kreditkündigungsrecht ohne Vorfälligkeitsentschädigung, sondern sogar die Rückgabe des beliebigen Objektes zur Schuldentilgung möglich ist. In diesen Privilegien spiegeln sich auch amerikanische Grundüberzeugungen zur Sozialpolitik, die – anders als in Europa – die Selbstvorsorge des Einzelnen fördern will. Das selbst genutzte Wohneigentum erscheint dabei für Amerikaner nahe liegend und symbolträchtig.

Für die den Primärkredit gebenden Banken entstehen aus den Privilegien der Schuldner zusätzliche Risiken, deren Preis sich im Zins niederschlagen müsste. Aber durch die Veräußerung der Risiken an die sie verbrieften Zweckgesellschaften mit gutem Produkt- und/oder Institutsrating sowie marktgängigem Produktdesign werden die Refinanzie-

---

<sup>1</sup> Vgl. *Rudolph* (2007).

rungskosten gesenkt, sodass auch die Zinsforderungen gegenüber den privilegierten Schuldnern reduziert werden können. Hohe Beleihungswerte, teilweise über 100 v.H., erscheinen den Kreditgebern durchaus vertretbar, solange steigende Hauspreise prognostiziert werden. Selbst die Kreditvergabe an Schuldner zweifelhafter Bonität („subprime borrowers“) kann gerechtfertigt werden, wenn die Veräußerung der beliebigen Objekte ohne Verlust möglich ist.

Die Verbriefung von Kreditrisiken durch Finanzierungsgesellschaften ist im Kapitalmarktfinanzierungssystem der USA seit langem gängige Praxis.<sup>2</sup> Die dabei entstehenden Produkte sind vor allem Asset-Backed Securities (ABS) und – speziell für die Verbriefung von Immobilienkrediten – Mortgage-Backed Securities (MBS). Insbesondere bei der für die USA typischen öffentlichen Förderung des selbst genutzten Wohneigentums spielen die (teilweise) staatlich garantierten oder kontrollierten Finanzierungsgesellschaften (wie z.B. Fannie Mae) eine zentrale Rolle. Wegen der expliziten oder (meist) impliziten Staatsgarantien genießen diese Finanzierungsgesellschaften ein erstklassiges Rating, sodass die auf sie von den kreditgebenden Banken übertragenen Risiken vergleichsweise günstig refinanziert werden können. Dieses System der staatlichen Förderung der Finanzierung des selbst genutzten Wohneigentums in den USA hat sich seit langem bewährt, hatte auch für einige andere Staaten Vorbildcharakter<sup>3</sup> und ist nicht in die aktuelle Krise geraten.

In den vergangenen Jahren hat die Komplexität der von den Finanzierungsgesellschaften generierten Instrumente jedoch deutlich zugenommen. Hinzugezogen zu den ABS- bzw. MBS-Securities sind u.a. Produkte wie Collateralized Loan Obligations (CLOs) und unterschiedliche Kreditderivate einschließlich der bekannteren Credit Linked Notes (CLN).<sup>4</sup> Vor allem wurden immer mehr strukturierte Produkte geschaffen, indem die zu verbriefenden Kreditportfolios so zusammengesetzt wurden, dass dabei eine systematische Verbesserung der Ratings erreicht wurde. Dies wurde im Wesentlichen durch Beimischungen von erstklassig gerateten Kredittranchen (z.B. „AAA“) zu Subprime-Krediten (z.B. „B“) vollzogen.<sup>5</sup> Außerdem wurden z.B. bei Transaktionen mit CLOs nur einzelne Risikokomponenten übertragen, sodass die übrigen Teile des Ge-

---

<sup>2</sup> Auch der deutsche Pfandbrief ist ein derartiges Finanzierungsinstrument.

<sup>3</sup> So werden z.B. in China ähnliche staatliche Förderungsinstitutionen für das selbst genutzte Wohneigentum erwogen.

<sup>4</sup> *Burghof/Henke* (2005).

<sup>5</sup> Vgl. *Lucas et al.* (2007).

samtrisikos in den Portfolios der Emittenten verblieben.<sup>6</sup> Insgesamt zielten diese unterschiedlichen Konstruktionen der Finanzprodukte auf eine im portfoliotheoretischen Sinne gezielte Verbilligung der Refinanzierung bei diversifiziertem Basisrisiko.

In dieses Finanzierungssystem sind nach und nach international tätige Großbanken eingestiegen, indem sie als Verbriefungsinstitutionen Zweckgesellschaften initiiert haben. Besondere Anreize dafür wurden durch die Möglichkeit erzeugt, auf diese Weise die Eigenkapitalunterlegungspflichten (Basel I und in Zukunft Basel II) bzw. das jeweils vorhandene Eigenkapital der Bank im Sinne eines Leverage-Effekts effizienter zu nutzen. Zusätzlich konnten Steuervorteile realisiert werden, wenn die Zweckgesellschaften an steuerlich privilegierten Standorten domiziliert wurden. Weil die Zweckgesellschaften nur mit sehr wenig Eigenkapital ausgestattet waren, belasteten sie die Bilanzen der Banken trotz des extrem hohen Kreditverbriefungsvolumens nicht. Der Gewinntransfer von den Zweckgesellschaften zu den Banken wurde teilweise als Entgelt für „Beratungsdienstleistungen“ kaschiert.

Schwer verständlich bleibt in diesem Risikotransferprozess die Rolle der Ratingagenturen. So bewerteten sie die Produkte der Zweckgesellschaften durchweg mit guten Bonitätsnoten,<sup>7</sup> obwohl die verbrieften Kredittranchen erhebliche Beimischungen von Subprimes enthielten und die Fristentransformation der Zweckgesellschaften durch die zunehmende Emission sehr kurz laufender „Commercial Papers“ immer riskanter wurde. Für den außenstehenden Beobachter könnte dieses Verhalten der Ratingagenturen zum einen damit erklärt werden, dass bei den innovativen Produkten der Zweckgesellschaften kaum ausreichende Performanceerfahrungen vorlagen, die Ratingagenturen sich also einer Art Ungewissheit im Knight'schen Sinne<sup>8</sup> ausgesetzt sahen. Zum anderen mögen die Liquiditätsgarantien der gut gerateten Banken im Hintergrund für einen impliziten Bonitätstransfer gesorgt haben. Aber gerade wenn Knight'sche Unsicherheit bei den innovativen Verbriefungen vor-

---

<sup>6</sup> Vgl. *Rudolph* (2007), S. 8; *Franke/Krahen* (2005).

<sup>7</sup> Oft haben die Ratingagenturen die Zweckgesellschaften bzw. Banken sogar dahingehend beraten, wie sie die zu verbrieften Portfolios strukturieren sollten, um die gewünschten Bonitätsnoten von ihnen zu erhalten. Insofern ist das Versagen der Ratingagenturen auch im Sinne eines Interessenkonflikts zu interpretieren, welcher aus dieser Doppelrolle erwuchs.

<sup>8</sup> Unter „Knight'scher“ Ungewissheit versteht man Risiken, für die deshalb keine Irrtumswahrscheinlichkeiten prognostiziert werden können, weil die damit in der Vergangenheit gemachten Erfahrungen unzureichend sind; benannt nach dem Ökonomen Frank Knight. Vgl. *F. Knight* (1921).

lag, hätte man von den Ratingagenturen erwarten können, dass die Performance mindestens über einen vollen Konjunkturzyklus geprüft wurde. So wurden die guten Bonitätsnoten lediglich auf die Erfahrungen einer konjunkturellen Aufschwungperiode gestützt. Die Risiken der extremen Fristentransformation scheinen völlig unbeachtet geblieben zu sein.

### III.

Ausgelöst wurde die Krise durch das Zusammenwirken der sich einander verstärkenden Ungleichgewichte im Risikotransferprozess mit dem konjunkturellen Abschwung in den USA. Obwohl dieser Abschwung grundsätzlich als normal im Sinne der Erfahrungen mit Juglar-Zyklen interpretiert werden kann, zeigt er doch zusätzlich besondere Merkmale, die auf außergewöhnliche Ereignisse und Entwicklungen in der globalisierten Wirtschaft zurückzuführen sind.

Als wichtiger Ausgangspunkt erscheint die Politik der FED zu Beginn des neuen Jahrtausends. Um dem Einbruch der Aktienmärkte entgegenzusteuern, dann auch, um den Schock des 11. September 2001 zu bekämpfen, setzte eine zunehmende Produktion von „High-powered-money“ ein, die vor allem auf der fiskalischen Komponente basierte. Die Liquidisierung der Weltfinanzmärkte wurde dann durch das Verhalten der chinesischen Zentralbank (PBoC) verstärkt. Weil der Wechselkurs des Yuan gegenüber dem Dollar fixiert war, wuchsen die Außenhandelsüberschüsse Chinas. Die entsprechenden Devisenerlöse wurden von der PBoC gegen Yuan angekauft und (auch zur Wechselkursstabilisierung) in Staatspapiere der USA reinvestiert. In China erfolgte also die Produktion von Zentralbankgeld auf der Basis der außenwirtschaftlichen Komponente. Schließlich wuchsen auch im Eurosystem die Geldmengenaggregate, weil die EZB, vor allem wegen der schwachen Konjunktur in Deutschland, vor einer restriktiveren Politik zurückschreckte. Im Ergebnis sanken die Realzinsen weltweit und trugen damit zu der globalen Immobilienblase (Ausnahmen: Deutschland, Österreich, Japan, Korea) bei.

In den USA hatte der Anstieg der Hauspreise bereits Anfang der 90er-Jahre begonnen. Mit dem konjunkturellen Abschwung 2001 gelangte er zwar kurzfristig zum Stillstand, wurde dann aber durch die expansive Geld- und Fiskalpolitik erneut beschleunigt. Dabei kam es jedoch ab 2003 zu einem folgenschweren Wechsel der Kreditgeber: Anstelle der bisher vorherrschenden Kreditverbriefung durch die staatlich kontrollierten Finanzierungsgesellschaften (Fannie Mae usw.) traten nun immer mehr

neue internationale Zweckgesellschaften im Risikotransferprozess als Verbriefungsinstitute auf. Hintergrund dieses Kreditgeberwechsels war, dass die amerikanischen Aufsichtsbehörden das Kreditvolumen der staatlichen Finanzierungsgesellschaften beschränkten und die internationalen Banken angesichts wachsender Ertragsprobleme in der Niedrigzinsphase in das lukrative Hypothekenverbriefungsgeschäft hineindrängten.<sup>9</sup>

Dadurch wurden zwei gefährliche Marktveränderungen verursacht. Zum einen wurden immer mehr Kredite im Subprime-Markt vergeben. Die schlecht informierten Schuldner wurden dabei mit niedrigen Anfangsbelastungen und der Aussicht auf steigende Hauspreise zur Kreditaufnahme überredet, ohne dass ihnen die mit der späteren Zinsflexibilisierung verbundenen Risiken immer bewusst waren. Zum anderen wurde die zunächst von den Zentralbanken eingeleitete Liquidisierung der Finanzmärkte nun und in noch wesentlich größerem Umfang durch die wachsende Produktion der Kreditverbriefungen ausgeweitet. Weil deren Rating so positiv war, flachte die Kurve der Risikoprämien immer mehr ab. Offensichtlich versagten die Risikoanalysten.<sup>10</sup>

Im Verlauf des Jahres 2006, zunehmend im Jahre 2007, mehrten sich dann die Anzeichen für eine konjunkturelle Abschwächung in den USA. Der Hauspreisindex begann relativ schnell zu fallen, nachdem er von 2000 bis 2006 an den bevorzugten Standorten (Kalifornien, Florida, Südweststaaten) bis zu 250 v.H. gestiegen war. Der Absturz der Wertentwicklung von Verbriefungen bonitätsschwacher Hypothekenkredite folgte dann im Jahre 2007. Auf die in den Risikotransferprozess involvierten Banken schlugen die Probleme ihrer Zweckgesellschaften sowie der Wertverlust der von ihnen gehaltenen Schuldverschreibungen in der zweiten Jahreshälfte durch. Bankaktien verloren teilweise mehr als 50 v.H. ihres Wertes. Der weltweit anfallende Wertberichtigungsbedarf ist bis heute unklar. Schätzungen beziffern ihn gegenwärtig bis zu 1.000 Mrd. US \$.

Diese unmittelbaren Schäden in den Finanzierungssystemen werden möglicherweise von zusätzlichen mittelbaren noch weit übertroffen. Zunächst bestehen diese in den Funktionsstörungen der Bankengeldmärkte. Weil die Banken zunehmend unsicher bezüglich der Bonität der Geld-

---

<sup>9</sup> Vgl. *OFHEO* (2008).

<sup>10</sup> Inzwischen haben die großen Ratingagenturen ihr Versagen indirekt eingestanden, indem sie einen großen Teil der Hypothekenanleihen drastisch herabgestuft haben und in Zukunft für diese Finanzinstrumente ein neues Bewertungssystem entwickeln wollen. Vgl. *FAZ* vom 6.2.2008, S. 21.

marktakteure wurden, schränkten sie die Kreditvergabe untereinander ein. Die Folge waren schnell steigende Geldmarktzinssätze und Liquiditätsengpässe. Die Zentralbanken versuchten, überwiegend erfolgreich, die fehlende Bankenliquidität durch die Bereitstellung von Zentralbankgeld zu ersetzen.<sup>11</sup> Die FED senkte die Leitzinsen wiederholt in bisher unüblichen schnellen Schritten, auch um die Einbrüche an den Aktienmärkten zu beenden. Der Preis hierfür waren jedoch steigende Inflationsraten und -erwartungen.

Insgesamt hat so das Zusammentreffen des Finanzmarktschocks mit dem konjunkturellen Abschwung in den USA eine Krise des globalen Finanzierungssystems erzeugt. Dass dadurch reale Wirkungen verursacht werden, steht außer Frage, zumal weil auch in Europa und Asien konjunkturelle Einbrüche bei gleichzeitiger Inflationierung eingetreten sind.

#### IV.

Die aktuelle Diskussion der Immobilien-, besser: Banken- und Finanzierungskrise, ist neben der „Schuldfrage“ auf zukünftige Vorsorge- bzw. staatliche Regulierungen zur Vermeidung ähnlicher Schocks gerichtet. Im Vordergrund steht dabei die Forderung, das Engagement der Banken außerhalb der Bilanzen zu beseitigen bzw. dieses im Sinne von Basel II der risikogewichteten Eigenkapitalunterlegungspflicht zu unterwerfen. Daneben stehen Überlegungen, die Tätigkeit von Zweckgesellschaften stärker zu überwachen und deren Produkte standardisierend zu regulieren. Schließlich gerät die Politik der großen Notenbanken erneut in eine grundsätzliche Diskussion über Ziele und Strategien.

Eine bessere Informationspflicht der Banken erscheint notwendig, schon in deren Eigeninteresse; denn dadurch sichern sie nachhaltiger ihren externen Zugang zu Eigenkapital und Liquidität. Ob Basel II dafür der richtige Weg ist, erscheint zweifelhaft, weil neben Kontroll- und Kostenproblemen die internationale Akzeptanz für Basel II fehlt.<sup>12</sup> Die Regulierung der Zweckgesellschaften und ihrer Verbriefungsprodukte erscheint ebenfalls problematisch. Wenn die Ratingagenturen an Knight'scher Ungewissheit gescheitert sind, dann wird dies auch für die neuen Regulierungsrahmen gelten; denn die Finanzierungssysteme werden weiter innovativ bleiben, gerade wenn sie stärker kontrolliert werden. Die Politik der großen Notenbanken steht jetzt erneut auf dem Prüf-

---

<sup>11</sup> Vgl. EZB (2008), S. 15 ff.

<sup>12</sup> Die USA sind dem Basel-II-Abkommen noch nicht beigetreten.

stand, und zwar in aller Komplexität und in Bezug auf grundsätzliche Sichtweisen. Wie soll die Zielstellung sein, welche Strategien sind geeignet, welche ordnungspolitischen Rahmenbedingungen sind wünschenswert. Sind in „guten Zeiten“ Asset-Price-Blasen wirklich unvermeidbar, wie A. Greenspan meint,<sup>13</sup> und welche Verantwortlichkeiten haben Notenbanken für die Performance von Vermögensmärkten überhaupt?

### Literatur

*Burghof, Hans-Peter/Henke, Sabine* (2005): Alternative Produkte des Kreditrisikotransfers, in: Burghof, Hans-Peter et al. (Hrsg.): Kreditderivate. Handbuch für die Bank- und Anlagepraxis, 2. Aufl., Stuttgart 2005, S. 105–120. – *Europäische Zentralbank* (2008): Monatsbericht, Januar 2008. – *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (2008): Ratingagenturen reagieren auf Kritik, Nr. 31, 6. Febr. 2008, S. 21. – *Franke, Günter/Krahen, Jan Pieter* (2005): Default Risk Sharing between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations, CFS Working Paper, Frankfurt a.M. – *Knight, Frank* (1921): Risk, Uncertainty and Profit, Boston/New York. – *Lucas, Douglas J. et al.* (2007): Commercial Real Estate CDOs, The Journal of Portfolio Management, S. 158 ff. – *OFHEO* (2008): Federal Reserve, Company data, Credit Suisse analysis (2008). – *Rudolph, Bernd* (2007): Kreditrisikotransfer – Abbau alter gegen den Aufbau neuer Risiken?; Kredit und Kapital, S. 1 ff. – *Die Zeit* (2008): Die große Ironie des Erfolgs, Interview mit Alan Greenspan, Nr. 6, 2008, S. 21.

---

<sup>13</sup> Außerdem könnte eine Verschärfung von Basel II die Vermeidungsanstrengungen bei der Eigenkapitalunterlegungspflicht im Sinne einer „Regulierungsarbitrage“ verstärken.