Inhaltsverzeichnis Kapitel 6.

Wohnungsbau und Finanzmärkte. Systemwechsel in der Wohneigentumsfinanzierung? .. 153

1. Private Wohneigentumsfinanzierung in Deutschland 153
2. Europäische Hypothekensysteme und Wohneigentumsmärkte im Vergleich. 155
3. Private Wohneigentumsfinanzierung in den USA. 167
4. Aspekte der US-amerikanischen Subprime-Krise. 171
5. Fazit: Welche Schlüsse lassen sich aus den zuvor skizzierten Trends für die weitere Entwicklung ziehen? 173

Kapitel 6
Wohnungsbau und Finanzmärkte. Systemwechsel in der Wohneigentumsfinanzierung?

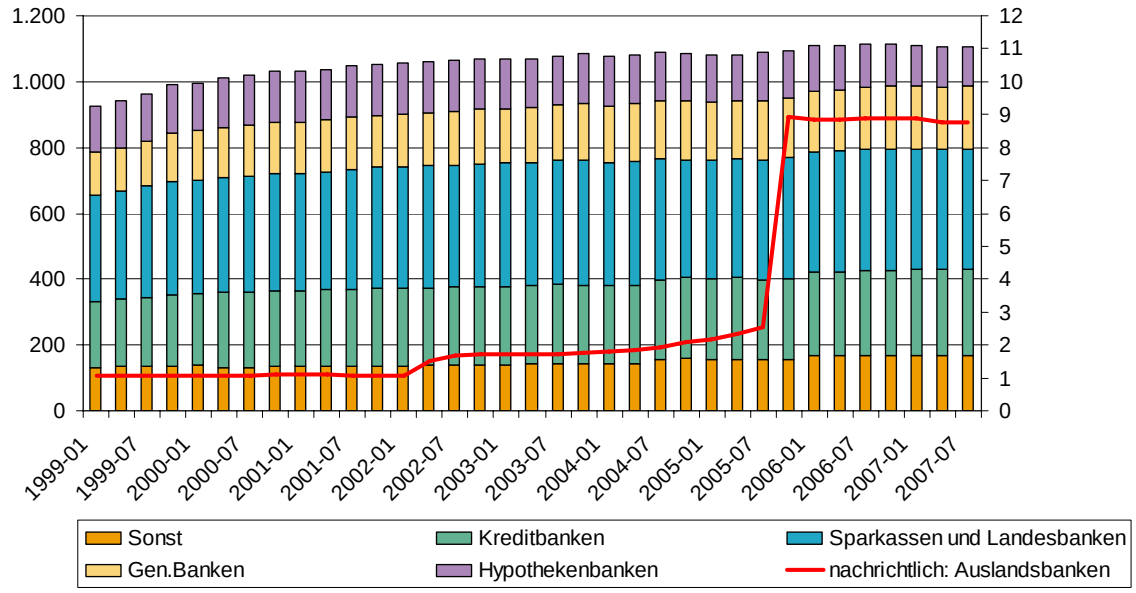
Die Wohneigentumsfinanzierung in Deutschland hat sich in den letzten Jahren insbesondere infolge der fortschreitenden Integration der Finanzmärkte in Europa weiter entwickelt. Vor einem Überblick über die typischen Merkmale der Wohneigentumsfinanzierung in anderen europäischen Ländern und ihrer Rückwirkungen auf den deutschen Markt werden im Folgenden zunächst die wichtigsten in Deutschland zu beobachtenden Trends zusammengefasst.

1. Private Wohneigentumsfinanzierung in Deutschland

Für die Kreditinstitute in Deutschland ist die Wohnungsfinanzierung ein sehr wichtiger Geschäftszweig: Fast die Hälfte ihres Obligos gegenüber inländischen Unternehmen und Privatpersonen haben sie für Wohnungsbaukredite herausgereicht.[1] Die Sparkassen (inkl. Landesbanken) haben den größten Anteil am Kreditbestand, nämlich rund ein Drittel. Dahinter folgen die Kreditbanken (private Geschäftsbanken) mit einem knappen Viertel der Ausleihungen und die Hypothekenbanken, die gut 10 % der Darlehen gegeben haben. Genossenschaftsbanken, Bausparkassen, Versicherungen und Kreditinstitute mit Sonderaufgaben teilen sich das restliche Drittel.

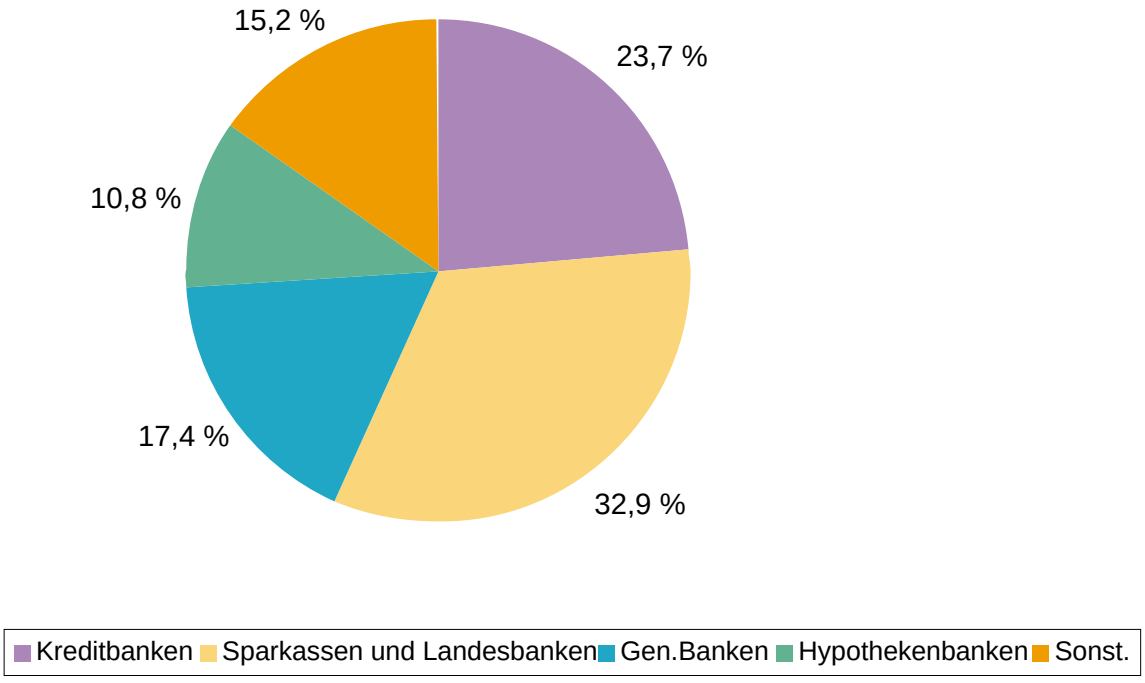
Ausländische Banken spielten in der Wohnungsfinanzierung bis zur Übernahme der Hypovereinsbank durch die italienische Unicredit im Jahr 2005 eine sehr geringe Rolle. Von 1993 bis 2002 lag ihr Anteil bei rund einem Prozent, bis 2005 verdoppelte er sich dann auf etwa zwei Prozent, und seit 2006 liegt er bei rund neun Prozent.

[1] Vgl. Deutsche Bundesbank (2007), S. 32f., eigene Berechnungen.



Quelle: Deutsche Bundesbank (2007), eigene Berechnung.

Grafik 1: Wohnungsbaukredite nach Institutsgruppen, 1999-2007 (Mrd. EUR, Stand jeweils am Anfang des 1. Quartals, nachrichtlich auf der rechten Skala: Anteil der Auslandsbanken in Prozent aller Wohnungsbaukredite)



Quelle: Zeitreihen der Deutschen Bundesbank, eigene Berechnungen

Grafik 2: Wohnungsbaukredite, Prozentanteile nach Institutsgruppen, 3. Quartal 2007

Wohneigentumsfinanzierung ist in Deutschland nach wie vor überwiegend Objektfinanzierung. Die übliche Finanzierung von Wohneigentum setzt sich aus Eigenmitteln und Fremdmitteln zusammen und dient der direkten Finanzierung der Immobilien. Grundpfandrechtlich gesicherte Kredite (gesichert entweder mit einer Hypothek oder in jüngerer Zeit meist mit einer Grundschuld) bis zur gesetzlichen Beleihungsgrenze von 60 % des Immobilienwertes

werden von Hypothekenbanken ausgereicht,[2] die zur Refinanzierung Pfandbriefe begeben, die wegen ihrer hohen Anlagesicherheit sehr niedrig verzinst sind.[3] Von den Kreditnehmern wird dabei eine Eigenkapitalquote von 40 % gefordert.

Ein Teil der notwendigen Eigenkapitalbasis kann bei Bausparkassen angespart werden. Diese stoßen mit Bauspardarlehen in den nachrangigen Bereich mit bis zu 80 % des Beleihungswertes vor. Sie refinanzieren sich vollständig aus niedrig verzinslichen Einlagen der Sparer und können Neukredite nur in Höhe der Neueinlagen (plus Tilgungsrückflüsse aus bereits herausgelegten Krediten) ausreichen. Zudem ergänzte die Eigenheimzulage das Eigenkapital des Erwerbers.

Im Fall des privaten Wohneigentumserwerbs müssen zusätzlich zum Kaufpreis auch Nebenkosten des Erwerbs (Makler- und Notargebühren, Grunderwerbskosten, etc.) und Kosten der Ausstattung (z. B. Küche) finanziert werden.

Eine Vollfinanzierung für Immobilien existierte in Deutschland selten. Erst der Marktzutritt ausländischer Kreditinstitute, die im Ausland übliche Produkte, darunter die Vollfinanzierung, auch hierzulande anbieten, hat in diesem Bereich eine Öffnung hervorgerufen. Inzwischen bieten auch deutsche Kreditinstitute durchaus Vollfinanzierungen an,[4] gegebenenfalls sogar noch einmal erweitert um die Finanzierung der Erwerbsnebenkosten.

Ein weiteres Merkmal der Wohnimmobilienfinanzierung in Deutschland ist der hohe Anteil von Festzinskrediten. Darin drückt sich die Vorliebe der deutschen Hypothekenkreditnehmer für weit in die Zukunft planbare Zinsbelastungen und für die Ausschaltung des Zinsänderungsrisikos aus.

2. Europäische Hypothekensysteme und Wohneigentumsmärkte im Vergleich.

Im Unterschied zu Deutschland boomte die Wohnimmobiliennachfrage in der vergangenen Dekade in vielen europäischen Ländern. Dies stellte auch die Hypothekenmärkte vor neue Herausforderungen. Um den Finanzierungsbedürfnissen der Kunden in einem durch ein steigendes Verhältnis von Hypothekenschulden zu Einkommen gekennzeichneten Umfeld gerecht zu werden, mussten die Kreditangebote entsprechend angepasst werden. In der Folge hat sich das den privaten Hypothekarkreditnehmern zugängliche Spektrum an Finanzie-

[2] Hypothekenbanken vergeben außerdem Kommunalkredite.

[3] Pfandbriefe müssen nicht nur vollständig durch Realkredite gedeckt sein, zudem müssen Laufzeiten und Zinssätze von Aktiv- und Passivseite der Bilanz übereinstimmen. Das HGB regelt, dass die Deckungsmasse im Schadensfall den Inhabern der Pfandbriefe zur Verfügung steht.

[4] Vgl. Lachnit (2007), S. 380, Handelsblatt v. 16. 1. 2008.

rungsoptionen erheblich vergrößert und die Kreditvergabebedingungen wurden auf vielen Märkten gelockert. Damit wurden Immobilien für neue Käuferschichten, insbesondere Haushalte mit niedrigerem Einkommen, erschwinglich, was den Immobilienboom nachfrageseitig zusätzlich angeheizt hat.

Innerhalb dieser gemeinsamen Entwicklungslinien weisen die nationalen europäischen Hypothekenmärkte aber nach wie vor erhebliche Unterschiede auf. Diese sollen nachfolgend näher skizziert werden. Daran anknüpfend stellt sich die Frage, welche Rückschlüsse die Entwicklungen in anderen Ländern auf den zukünftigen Trend am deutschen Hypothekenmarkt zulassen.

Bei aller Heterogenität lassen sich die nationalen Märkte anhand bestimmter Unterscheidungsmerkmale grob klassifizieren. Dazu gehören die Art der Zinsanpassung**,** die zulässigen Beleihungsgrenzen, die steuerliche Behandlung von Schuldzinsen, die Frage, ob Vorfälligkeitsentschädigungen erhoben werden, die Gebräuchlichkeit von Kreditverbriefungen und die Höhe der Wohneigentumsquoten**.**

Art der Zinsanpassung.

Zwar haben sich im Zuge der Ausweitung der Angebotspalette die Finanzierungsoptionen der Kunden vergrößert, dennoch existieren deutliche Unterschiede hinsichtlich der Art der Zinsanpassung. Variable Finanzierungen[5] sind unter anderem in Spanien (Marktanteil mehr als 90 %) und Irland (mehr als 80 %) weit verbreitet, während Frankreich und Deutschland traditionell zu den Ländern mit überwiegend langen Zinsbindungsfristen gehören (Marktanteil in Frankreich mehr als 70 %).

Das dank der Niedrigzinspolitik der Notenbanken in den vergangenen Jahren außerordentlich tiefe Niveau der Kurzfristzinsen kam vor allem jenen Ländern zugute, in denen kurze Zinsanpassungsfristen üblich sind. Einige von ihnen – wie etwa Spanien – profitierten seit Ende der 90er-Jahre noch zusätzlich von dem strukturellen Sondereffekt der EWU-bedingten Konvergenz der Zinsen auf ein *permanent* niedrigeres Niveau.

Dieses außerordentlich günstige Refinanzierungsumfeld war *ein* maßgeblicher Motor der starken Immobilienpreissteigerungen in diesen Ländern. Nicht von ungefähr nahmen somit gerade Irland, Spanien und Großbritannien in der letzten Dekade eine Spitzenstellung bei der Entwicklung der Häuserpreise ein. Laut einer Erhebung des Economist rangierte Irland

[5] Zinsbindungsfristen unter einem Jahr.

mit einem Preisanstieg von 240 % im Zeitraum von 1997 bis zum 3. Quartal 2007 an erster Stelle, gefolgt von Großbritannien (+213 %) und Spanien (+190 %) (vgl. Tabelle 1).[6]

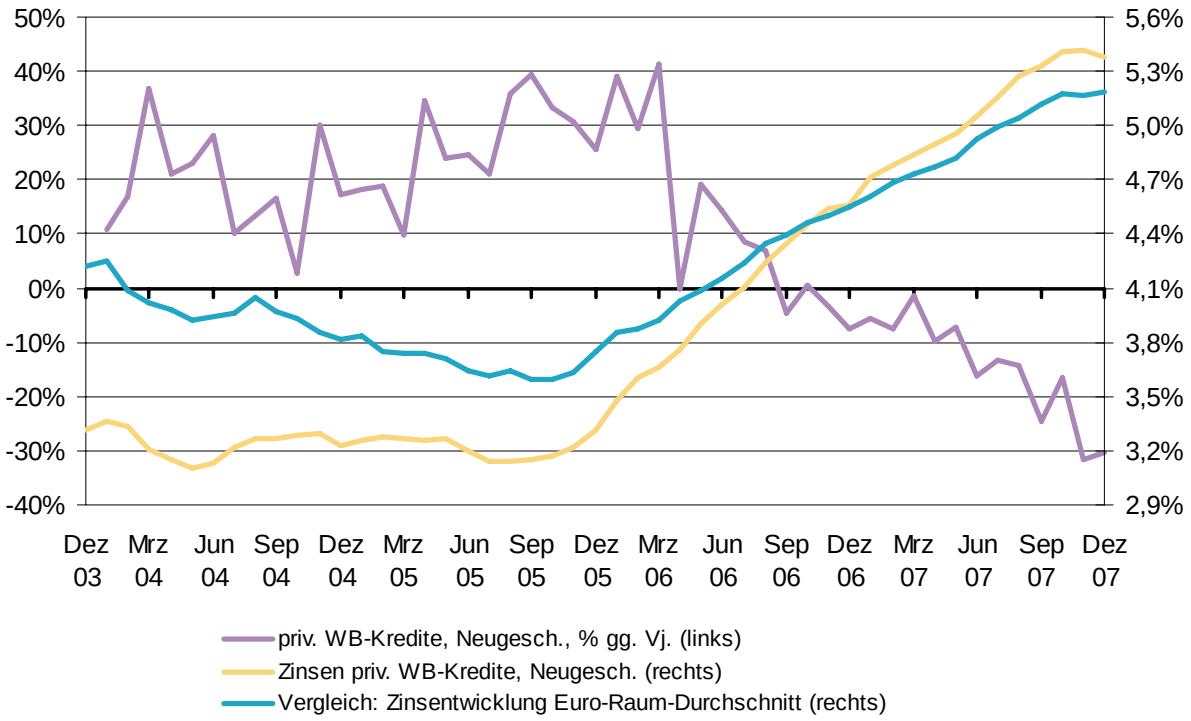
Tabelle 1: Entwicklung der nominalen Häuserpreise in Europa

Entwicklung der nominalen Häuserpreise Veränderung in Prozent		
	3. Q. 2007 gg. 3. Q. 2006	3.Q. 2007 gg. 1997
Irland	-2,8	240
Großbritannien	6,9	213
Spanien	5,3	190
Frankreich	6,8	144
Dänemark	4,0	128
Niederlande	3,8	102
Italien	5,1	102
Deutschland *	-4,1	-7

Quelle: 1997-2006: Bundesbank; Dezember 2007: Economist

Wie das Beispiel Spaniens zeigt (siehe Grafik 1, S. 154), sind Länder mit überwiegend variabel verzinsten Hypothekendarlehen damit aber auch besonders anfällig für Änderungen im Zinsumfeld.

[6] Vgl. Economist, Run down, America´ s housing malaise is slowly spreading, December 2007.



Quelle: EZB, November 2007

Grafik 3: Entwicklung der privaten Wohnungsbaukredite und der Hypothekenzinsen in Spanien

In Spanien hat sich das Hypothekarneugeschäft im Zuge der durch die EZB-Zinsanhebungen bedingten Verschlechterung der Kreditkonditionen seit Anfang 2006 deutlich abgekühlt und Sorgen vor einem Immobilienmarkteinbruch genährt. Als Folge des deutlichen Anstiegs der Kurzfristzinsen wurden von den spanischen Hypothekarkreditnehmern zuletzt auch verstärkt Festzinsdarlehen nachgefragt, wobei der Löwenanteil des Geschäftes aber nach wie vor auf variable Finanzierungen (Marktanteil im Neugeschäft im Oktober 2007 mehr als 90 %) entfällt.

Wie schnell sich die Anteile von variablen und fixen Hypothekenfinanzierungen bei einer Änderung der Rahmenbedingungen verschieben können, verdeutlicht nicht zuletzt die dänische Entwicklung. Der dänische Hypothekenmarkt war bis zum Ende der 90er-Jahre ein Festzinsmarkt, erst kurz vor der Jahrtausendwende wurden variabel verzinsliche Hypothekarkredite zugelassen. Begünstigt von einem attraktiven Zinsumfeld im kurzfristigen Laufzeitenbereich traten diese in der Folgezeit ihren Siegeszug an.[7] Der Zinsvorteil von Hypothekenfinanzierungen mit einer Zinsbindung bis zu einem Jahr gegenüber Darlehen mit einer Zinsbindung von 5 bis 10 Jahren lag im Zeitraum von 2003 bis 2005 in Dänemark bei rund 110 Ba-

[7] Die dänischen 3-Monatszinsen sanken von einem Hochpunkt von 6 % im Herbst 2000 bis auf fast 2 % im März 2004.

sispunkten. In diesem Umfeld stieg der Anteil der Hypothekendarlehen mit kurzfristiger Zinsanpassung bis Ende 2005 auf knapp 50 %, während er seitdem wieder deutlich gesunken ist. Im Sommer 2007 lag er bei rund 44 %.

Die Entscheidung, ob fix oder variabel finanziert wird, hängt somit maßgeblich von den offerierten Kreditkonditionen ab. In Deutschland lag die Zinsdifferenz von Darlehen mit einer Zinsbindung bis zu einem Jahr und von 5 bis 10 Jahren im vorgenannten Zeitraum nur bei rund 20 Basispunkten. Dies erklärt, warum die deutschen Kreditnehmer vorwiegend lange Zinsbindungsfristen wählen.

Dass in Deutschland längerfristige Hypothekenfinanzierungen vergleichsweise billig, in anderen Ländern hingegen vergleichsweise teuer angeboten werden, liegt nicht zuletzt in der unterschiedlichen Behandlung des Vorfälligkeitsrisikos begründet. In den Märkten, in denen ein Recht auf vorzeitige Rückzahlung besteht, ist ein entsprechender Risikoaufschlag bei den Festzinsdarlehen zu beobachten.

Beleihungsgrenzen.

Die Beleihungsgrenzen sind naturgemäß sehr stark von den individuellen Verhältnissen der Kreditnehmer abhängig, sodass für die einzelnen Länder auch keine fixen Werte sondern nur Bandbreiten genannt werden können (vgl. Tabelle 2).

Tabelle 2: Entwicklung der Beleihungswerte in Europa

Beleihungswerte (Verhältnis des Kreditvolumens zum Objektwert)		
	Typische Werte	Marktübliches Maximum
Deutschland	67	100
Spanien	70	100
Großbritannien	69	110
Frankreich	67	100
Italien	55	80
Dänemark	80	80
Niederlande	90	115
Irland	66	90

Quelle: OECD, Finpolconsult 2007

Europaweit sind derzeit Beleihungswerte um die 70 % am gebräuchlichsten, wobei der übliche Wert in Italien mit 55 % besonders niedrig, in den Niederlanden hingegen mit 90 % besonders hoch liegt. Auch bei einer Betrachtung der *maximalen* Beleihungsgrenzen nehmen die Niederlande mit Werten von 115 % (von anderen Quellen werden Werte von 125 % genannt) einen Spitzenplatz vor Großbritannien mit 110 % ein. Werte von 100 % sind auch in Ländern wie Spanien und Frankreich und mittlerweile auch in Deutschland möglich (vgl. Tabelle 2).

In den letzten Jahren war nicht zuletzt mit Blick auf die deutliche Verteuerung von Wohnimmobilien und dem intensiveren Wettbewerb im Hypothekengeschäft in fast allen Märkten eine Tendenz hin zu höheren Beleihungswerten feststellbar. Damit einhergehend nahm das Hypothekarkreditvolumen stark zu – gerade in den Ländern mit den stärksten Immobilienpreissteigerungen. Allein von Ende 2002 bis Ende 2006 hat sich das ausstehende Kreditvolumen in Irland fast verdreifacht und in Spanien mehr als verdoppelt, während in Deutschland im gleichen Zeitraum lediglich ein Zuwachs von 6 % zu Buche stand.

Tabelle 3: Trend der Hypothekarverschuldung in ausgewählten EWU-Ländern

Hypothekardarlehen an priv. Haushalte in Prozent des nominalen BIP		
	2002	2006
Irland	33,9	63,8
Spanien	32,4	55,8
Frankreich	22,5	31,8
Italien	10,2	16,6
Niederlande [1)]	60,8	71,4
Deutschland	43,0	42,0

Kreditbestände der MFI's (Jahresendstände);

[1)] Bei Berücksichtigung der Kreditvergabe institutioneller Investoren ergeben sich für die Niederlande mit 86 % im Jahr 2002 und rund 100 % im Jahr 2006 deutlich höhere Werte.

Quelle: EZB, August 2007

In Relation zum nominalen BIP hat sich die Hypothekarverschuldung Irlands in diesem Zeitraum von 33,9 % auf 63,8 % beinahe verdoppelt, im Fall Spanien betrug die Zunahme gut 23 Prozentpunkte auf knapp 56 % Ende 2006. Die deutsche Quote ist demgegenüber leicht gesunken und lag zuletzt bei knapp 42 %. Mit noch niedrigeren Quoten können weiterhin Frankreich (31,8 %) und Italien (16,6 %) aufwarten (vgl. Tabelle 3).

Steuerliche Behandlung von Schuldzinsen.

Die steuerliche Behandlung der Schuldzinsen beeinflusst nicht nur die Attraktivität des Immobilienerwerbs, sondern setzt zugleich klare Anreize in Bezug auf die gewählte Finanzierungsform. Ein uneingeschränkter Schuldzinsabzug ist derzeit nur in den Niederlanden möglich, ein eingeschränkter Schuldzinsabzug wird hingegen unter anderem in Spanien, Dänemark und Italien praktiziert.[8] In Deutschland wurde die steuerliche Absetzbarkeit ebenso wie in Frankreich und Großbritannien abgeschafft. Allerdings hat Frankreichs neue Regierung beschlossen, diese für Erstkäufer von Immobilien in bestimmten Grenzen wieder zuzulassen.

Die unterschiedlichen steuerlichen Rahmenbedingungen sind maßgeblich dafür, dass besonders in einem Land wie den Niederlanden ein hoher Anreiz besteht, den Immobilienbesitz mit Fremdmitteln zu finanzieren, was auch die im Vergleich zu den anderen Ländern sehr hohen Beleihungswerte erklärt. Eine Untersuchung der OECD förderte zu Tage,[9] dass durch die erheblichen steuerlichen Vorteile für Selbstnutzer die effektive Zinsbelastung für Hypothekendarlehen in den Niederlanden im Jahr 1999 um mehr als 200 Basispunkte – von rund 4,6 % auf 2,6 % – reduziert werden konnte. Die steuerlichen Entlastungen für irische und spanische Hausbesitzer wurden auf rund 100 Basispunkte taxiert. In Deutschland bestehen keine Steuervorteile mehr.

Vorfälligkeitsentschädigungen.

Die Kosten einer vorzeitigen Darlehensrückzahlung können entweder als Entschädigung bei Inanspruchnahme dieser Option oder als allgemeiner Preisbestandteil der Kreditkosten erhoben werden. Die meisten europäischen Hypothekenmärkte lassen – im Gegensatz zu den USA – eine Entschädigung der Banken für die durch vorfällige Rückzahlungen entstandenen Reinvestitionsverluste zu. In Deutschland ist eine **uneingeschränkte** Kompensation des Kreditgebers für den im Fall einer vorzeitigen Darlehenskündigung auftretenden Zinsschaden üblich, während die Entschädigung in den meisten anderen Ländern begrenzt ist.[10] So liegt etwa in Spanien die Vorfälligkeitsentschädigung bei Festzinsdarlehen üblicherweise bei 2,5 % bis 5 % der Restschuldsumme.

Welches System für die Kreditnehmer das bessere ist, lässt sich mit Blick auf die unterschiedlichen individuellen Bedürfnisse der Kreditnehmer per se nicht beantworten. Das deut-

[8] Abhängig vom Einkommen oder abnehmend im Zeitablauf; vgl. Voigtländer (2006), S. 20.

[9] Vgl. Van den Noord, P. (2003).

[10] Dies führt zu einer doppelten Preisgestaltung, da neben der (begrenzten) Entschädigungszahlung eine Optionsprämie zur Abdeckung des Restschadens verlangt wird.

sche Hypothekensystem mit Vorfälligkeitsentschädigung führt zwar zu günstigeren Kreditkonditionen als in anderen Ländern, unter Umständen bindet es aber die Kunden zu lange an zu hohe Zinsen. Umgekehrt zahlen Kreditnehmer in Ländern ohne Vorfälligkeitsentschädigung möglicherweise für eine Umfinanzierungsoption, die sie niemals in Anspruch nehmen. Ein klares Plus eines Systems ohne Vorfälligkeitsentschädigung ist darin zu sehen, dass es Immobilienverkäufe erleichtert, da eine Kreditablösung, ohne finanzielle Nachteile in Kauf nehmen zu müssen, möglich ist. Dies wirkt sich positiv auf die Mobilität am Arbeitsmarkt aus. Nachteilig ist hingegen, dass die „Prepayment-Option“ Kredite mit längeren Zinsbindungsfristen verteuert, so dass sich die Kreditnehmer vermehrt für variable Hypothekenfinanzierungen entscheiden. Gerade in Zinsanstiegsphasen ist dies nicht unproblematisch, da viele Haushalte dann aufgrund des steigenden Schuldendienstes in erhebliche finanzielle Schwierigkeiten geraten können.

In Deutschland kann der Vorfälligkeitsentschädigung auch ein stabilisierender Effekt auf die Refinanzierung der Banken zugestanden werden: Weil Kredite aufgrund der Vorfälligkeitsentschädigung in geringerem Umfang vorzeitig gekündigt werden, sind die Bedingungen für die Emission des renommierten Pfandbriefs günstiger als in einem System ohne Vorfälligkeitsentschädigung, in dem die Kreditnehmer mehr zu kurzen Zinsbindungsfristen tendieren. Eine Refinanzierung über in der Regel langfristig ausgegebene Pfandbriefe ist dann schwieriger.

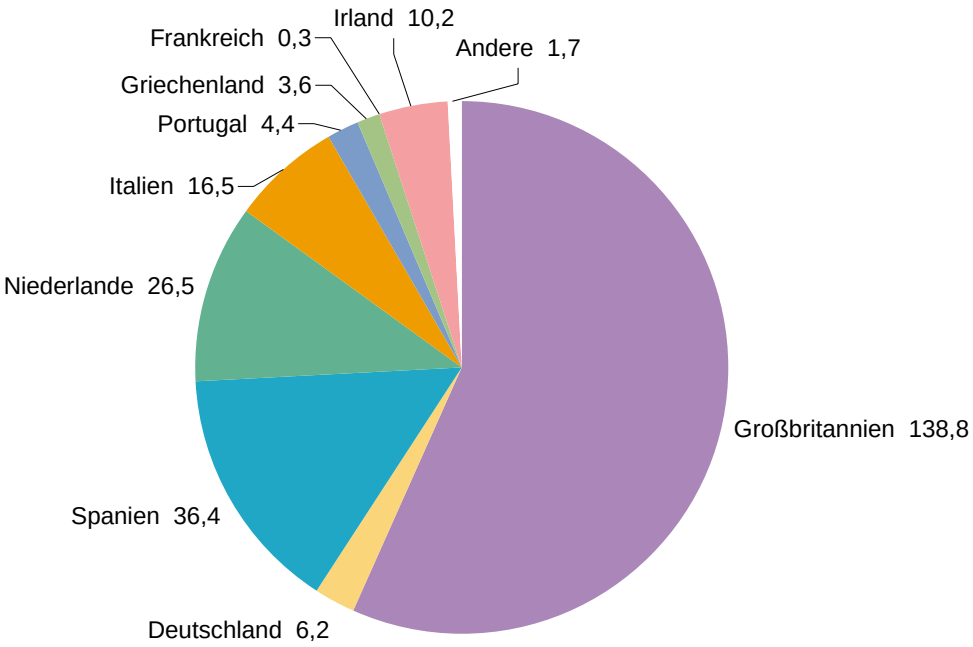
Aus makroökonomischer Sicht hat ein System mit Vorfälligkeitsentschädigung vor allem in konjunkturellen Schwächephasen seine Schattenseiten, denn die dann üblicherweise erfolgenden Leitzinssenkungen können zumindest im Immobilienbereich nur begrenzte Wirksamkeit entfalten. In Ländern ohne bzw. mit nur geringer Vorfälligkeitsentschädigung sind hingegen in Niedrigzinsphasen immer wieder große Refinanzierungswellen zu beobachten, durch die der Konsum angekurbelt und damit die Konjunktur stabilisiert werden kann. Die Kehrseite der Medaille ist in diesen Ländern jedoch eine Tendenz hin zu höherer Verschuldung der privaten Haushalte, da im Rahmen der Umschuldung häufig auch die Darlehenssumme erhöht wird. Zugleich nimmt die Volatilität des Wirtschaftsgeschehens deutlich zu. Exemplarisch hierfür ist die britische Wirtschaft. Diese war in den vergangenen Dekaden von mehreren „Boom-Bust-Zyklen“ geprägt. Ursächlich dafür waren vor allem geldpolitische Entscheidungen („Stop and go“-Politik der Bank of England), die aufgrund der hohen Zinsreagibilität der britischen Wirtschaft sehr stark auf die Realwirtschaft durchschlugen.

Makroökonomisch ist der Befund, ob ein System mit oder ohne Vorfälligkeitsentschädigung zu bevorzugen ist, somit nicht eindeutig. Aus mikroökonomischer Sicht fällt die Beurteilung hingegen leichter. Hier ist eine ausgereifte Produktpalette die beste Antwort auf die unterschiedlichen Bedürfnisse der Kreditnehmer. Als beispielhaft kann hier das dänische System

gelten, dass sowohl kündbare (mit einem entsprechenden Zinsaufschlag für diese Option) als auch unkündbare Festzinsdarlehen vorsieht.

Gebräuchlichkeit von Kreditverbriefungen.

Ein Blick auf die einzelnen Länder verdeutlicht, dass die europäischen Sekundärmärkte für Hypothekarfinanzierungen einen unterschiedlichen Reifegrad aufweisen. Der größte und zugleich auch der am weitesten entwickelte Markt Europas ist der britische. Dort lag das Neuemissionsvolumen von RMBS-Papieren im Jahr 2006 bei 138,8 Mrd. EUR (dies entsprach einem Anteil von knapp 57 % am gesamten europäischen Emissionsvolumen).[11, 12] An zweiter und dritter Stelle folgten mit beträchtlichem Abstand Spanien (36,4 Mrd. EUR) und die Niederlande (26,5 Mrd. EUR). Vergleichsweise bescheiden nimmt sich demgegenüber die Entwicklung des deutschen Marktes mit einem Verbriefungsvolumen von 6,2 Mrd. EUR aus (vgl. Grafik 2). Allerdings liegt dies auch darin begründet, dass in Deutschland die Finanzierung über Pfandbriefe eine große Bedeutung hat.



Grafik 4: Emissionsvolumen von RMBS-Papieren in Europa 2006 in Mrd. EUR

Nur hoch entwickelte Verbriefungsmärkte bieten die Möglichkeit des „Mortgage Equity Withdrawal“, d. h. der Entnahme des im Wohnbesitz vor allem durch Immobilienpreissteigerungen akkumulierten Eigenkapitals, indem die bestehende Hypothek aufgestockt oder eine zweite Hypothek aufgenommen wird. Diese Option hat vor allem in Großbritannien maßgeb-

[11] Mit Wohnungsbaukrediten unterlegte Wertpapiere.

[12] Vgl. European Securitisation Forum (2006).

lich zu dem starken Anstieg des Hypothekarkreditvolumens beigetragen. Dort entfiel zuletzt weniger als die Hälfte des Anstiegs des Hypothekenkreditvolumens auf den direkten Kauf von Wohneigentum.[13]

Zudem weist Großbritannien als einziges europäisches Land ein bedeutendes Subprime-Marktsegment (Anteil am Gesamtmarkt nach Schätzungen des britischen „Council of Mortgage Lenders“ rund 6 % am Gesamthypothekenmarkt) auf.[14] Mit Blick auf die Probleme am US-Subprime-Markt ist zuletzt auch in Großbritannien die Sorge vor ähnlichen Entwicklungen im eigenen Land gewachsen. Untersuchungen der britischen „Financial Services Authority“ (FSA[15]) belegen, dass diese Sorgen nicht unbegründet sind. Demnach wurde in mehr als einem Drittel der untersuchten Kreditfälle im Subprimesegment nur unzureichend geprüft, ob die Kreditnehmer die aus dem Darlehen resultierenden Zahlungsverpflichtungen überhaupt tragen können. In mehr als der Hälfte der von der FSA überprüften Fälle beschränkte sich die Einkommensprüfung zudem auf Selbstauskünfte des Kunden.

Es wäre jedoch verfehlt, aufgrund von fragwürdigen Kreditvergabepraktiken in Teilbereichen des britischen und US-amerikanischen Hypothekenmarktes Kreditverbriefungen völlig abzulehnen. Diese stellen weiterhin ein wichtiges Finanzmarktinstrument dar, mit dem Raum für das Kreditneugeschäft geschaffen werden kann, und durch das die Kreditrisiken durch die Weiterreichung an die Kapitalmärkte breiter gestreut werden können, was, für sich genommen, das Finanzsystem stabiler macht.

Höhe der Wohneigentumsquoten.

Die Höhe der Wohneigentumsquoten weist innerhalb Europas eine starke Varianz auf. In Irland, Spanien und Italien erreichen diese Werte von über 75 %, mit einem Spitzenwert von 82 % in Spanien. Am anderen Ende der Skala liegt hingegen Deutschland mit einer Quote von 43 %. Dabei sind die Wohneigentumsquoten in fast allen Ländern seit Beginn der 80er-Jahre angestiegen. Die Zunahme fiel in den Niederlanden, Großbritannien und Italien mit mehr als 10 Prozentpunkten am stärksten aus (vgl. Tabelle 4), aber auch Deutschland konnte im Betrachtungszeitraum zulegen.

Die Wohneigentumsbildung wurde dabei vor allem in der letzten Dekade durch das außerordentlich günstige Finanzierungsumfeld begünstigt. Denn dank des niedrigen Zinsniveaus wurden Immobilien für neue Käuferschichten, nämlich Haushalte mit niedrigerem Einkom-

[13] Vgl. European Mortgage Federation (2007).

[14] Von anderen Quellen werden auch höhere Werte genannt.

[15] Vgl. Financial Services Authority (2007).

men, erschwinglich. Dies heizte den Boom an den Wohnimmobilienmärkten an und führte zu deutlichen Anstiegen der Wohneigentumsquoten.

Tabelle 4: Entwicklung der Wohneigentumsquoten in Europa

Wohneigentumsquoten		
	1980	2003
Deutschland*	36	43 [1)]
Spanien	73 [2)]	82
Großbritannien	58 [2)]	69
Frankreich	47 [3)]	56
Italien	59	80
Dänemark	52	53
Niederlande	42	55
Irland	76	77 [1)]

[1)] 2002 [2)] 1981 [3)] 1978.
Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft, November 2006
* 1980: ohne DDR

Darüber hinaus lassen sich aber noch weitere, länderspezifische Gründe identifizieren, die den Trend der Wohneigentumsquoten maßgeblich beeinflusst haben. So wurde etwa in Großbritannien der Transfer von Sozialwohnungen in Wohneigentum durch gesetzliche Regelungen forciert. In Spanien ist die hohe Wohneigentumsbildung hingegen zu einem erheblichen Teil der Schwäche des Mietwohnungsmarktes geschuldet. Aufgrund restriktiver gesetzlicher Regelungen[16] waren Investitionen in den Mietwohnungsbau lange Zeit sehr unattraktiv, sodass viele Immobilien verfielen oder gänzlich vom Markt genommen wurden. Liberalisierungsmaßnahmen in den 80er-Jahren haben dieses Problem zwar etwas entschärft, aber nicht völlig behoben. Der Eigentumserwerb ist somit für spanische Haushalte oft die einzige Möglichkeit, sich akzeptablen Wohnraum zu sichern. Die Situation ist damit gänzlich anders als in Deutschland, wo den Haushalten ein attraktiver Mietwohnungsmarkt offen steht.

Diese Beispiele verdeutlichen, dass man die Frage nach der Attraktivität der Wohneigentumsbildung nicht losgelöst von den Bedingungen des jeweiligen lokalen Marktes für Miet-

[16] Mietverträge konnten auf nachfolgende Generationen weiter vererbt werden und bei Verträgen, die vor 1964 abgeschlossen wurden, waren bis Mitte der 90er-Jahre Mieterhöhungen ausgeschlossen. Zudem durften die Kosten von Modernisierungsmaßnahmen nicht auf die Mieter überwälzt werden; vgl. hierzu Voigtländer (2006).

wohnungen beantworten kann. So ist die hierzulande relativ niedrige Wohneigentumsquote auch ein Reflex auf das große und qualitativ hochwertige Angebot an Mietwohnungen.

Kommt es zu einer stärkeren Integration der Hypothekarkreditmärkte in Europa? Welches sind die Auswirkungen?

Unter dem Eindruck der US-Subprimekrise und der daraus resultierenden Verwerfungen an den Finanzmärkten hat die EU-Kommission ihre Pläne, auf regulatorischem Weg eine stärkere Integration der europäischen Hypothekarkreditmärkte herbeizuführen, vorerst aufgegeben.[17] So soll zunächst durch weitere Untersuchungen geklärt werden, wie sich eine Regulierung auswirken würde und ob diese Vorteile hätte. Letztlich könnte es darauf hinauslaufen, dass sich die EU-Kommission auf einige wenige regulatorische Vorgaben, etwa im Bereich der Berechnung des effektiven Jahreszinses, beschränkt und bei der angestrebten stärkeren Marktintegration vor allem auf den grenzüberschreitenden Wettbewerb setzt. Diese Vorgehensweise wird von deutscher Seite schon seit Längerem favorisiert.

Es ist zu erwarten, dass sich der innereuropäische Wettbewerb zukünftig intensivieren wird, was tendenziell in Richtung einer weiteren Angleichung der Kreditkosten auf niedrigerem Niveau wirken wird. Allerdings dürfte es vor dem Hintergrund der Entwicklungen im US-Subprimesegment zu einer Schärfung des Risikobewusstseins der Banken und damit zu einer stärkeren Ausdifferenzierung der Margen kommen. Für bonitätsschwächere Kreditnehmer bedeutet dies, dass sie mit schärferen Kreditvergaberichtlinien und höheren Kreditkosten rechnen müssen. Dies ist aber eher als Korrektur im Risikoverhalten der Banken zu werten, nachdem die Margen selbst für risikoreiche Kredite zuvor gesunken waren.

Auch bei einigen anderen der zuvor genannten Punkte, wie etwa den maximalen Beleihungsgrenzen und der Art der gewählten Zinsanpassung, dürften sich im Zuge eines intensivierten Wettbewerbs die nationalen Unterschiede zunehmend verwischen. Schwieriger sieht es bei den steuerlichen Rahmenbedingungen, aber auch den regulatorischen Gegebenheiten an den Mietwohnungsmärkten aus. Diese weichen innerhalb Europas noch erheblich voneinander ab. Gerade deren Ausgestaltung übt aber einen *maßgeblichen* Einfluss auf die Attraktivität des Immobilienerwerbs und die Art der Finanzierung aus. Ansätze, dies auf europäischer Ebene zu ändern, sind derzeit nicht in Sicht und politisch wohl auch nicht gewollt, da damit zu stark in die Autonomie der Nationalstaaten eingegriffen würde.

Das allmähliche Verschwinden nationaler Unterschiede zwischen den verschiedenen Hypothekenmärkten wird auch zu Veränderungen bei der Hypothekenfinanzierung in Deutschland

[17] Quelle: Handelsblatt, EU tastet Hypotheken nicht an, 19.12.2007

führen. Bereits jetzt ist nach dem Vorbild ausländischer Hypothekenmärkte eine gewisse Flexibilisierung des Angebotes in Deutschland zu spüren. So werden nunmehr auch endfällige Darlehen (bei denen während der Laufzeit nur Zinszahlungen anfallen) in Deutschland ebenso angeboten wie Darlehen, bei denen nur ein Teil der Darlehenssumme während der Laufzeit getilgt wird (Teilendfälligkeit). Zudem werden in Deutschland inzwischen Kredite ohne explizite Vorfälligkeitsentschädigung angeboten (dabei sind die Kosten der Vorfälligkeitsentschädigung in den Zinssatz einkalkuliert) und Sondertilgungen können mittlerweile vereinbart werden.

Diese Innovationen bedeuten für Deutschland eine Weiterentwicklung des bisherigen Systems. Auch wenn ihre Bedeutung dem Volumen nach noch sehr gering ist, so zeigen sie doch an, dass der Markt einerseits durch die Konkurrenz der Auslandsbanken, andererseits auch durch Änderungen des gesetzlichen Rahmens[18] und im institutionellen Umfeld in Bewegung geraten ist. Die stärkere Flexibilität der Finanzierungsangebote berücksichtigt mehr als bisher die Bedürfnisse der Kreditnehmer. Gleichzeitig rückt aber auch die Bonität der Kreditnehmer stärker in den Vordergrund, da die für Deutschland neuartigen Finanzierungen für Banken und Schuldner ein höheres Risiko bergen. In Deutschland stehen die Hypothekenmärkte damit am Beginn eines Weges, der weg vom homogenen Produktangebot der Vergangenheit hin zu einer breiteren Palette mit flexiblen und komplexen Instrumenten führt.[19]

3. Private Wohneigentumsfinanzierung in den USA.

In den USA existiert schon seit Langem eine Reihe von komplexen Finanzierungsinstrumenten. Mit ihnen können die Bedürfnisse unterschiedlicher Schuldnertypen und Hypothekengläubiger in Einklang gebracht werden. Diese Finanzierungsinstrumente werden im Folgenden kurz vorgestellt.

FRMs (Fixed Rate Mortgages) sind Hypothekendarlehen mit fester Verzinsung, die in den USA etwa 75 % aller Hypothekenkredite ausmachen. Üblicherweise werden sie für 15 oder 30 Jahre Laufzeit herausgereicht, selten auch für eine Laufzeit von 40 oder 50 Jahren. In den USA sind auch festverzinsliche Hypothekendarlehen vorzeitig kündbar, meist ohne Vorfälligkeitsentschädigung (die implizit im vereinbarten Zinssatz abgebildet ist). In manchen Fällen wird ein niedrigerer Zinssatz vereinbart, bei dem der Hypothekenkreditnehmer das Recht auf entschädigungslose vorzeitige Kündigung aufgibt.

[18] Dazu zählt die Abschaffung der Eigenheimzulage. Zudem plant die EU, die Vorfälligkeitsentschädigungen im Falle vorzeitiger Tilgungen einzuschränken oder sogar ganz zu untersagen. Vgl. Schäfer (2007), S. 15.

[19] Zu solchen Instrumenten auf dem US-Markt vgl. Abschnitt 3.

Bei **ARMs** (Adjustable rate mortgages, auch variable rate mortgages oder floating rate mortgages) handelt es sich um Hypothekenkredite mit variabler Verzinsung, wobei die Zinshöhe an einen Index gebunden ist und die Zinsanpassung periodisch erfolgt. Die Zinsanpassungen sind meist begrenzt, und zwar nach der Anzahl der Perioden, nach der Anpassungshöhe pro Periode und nach der Anpassungshöhe über die gesamte Laufzeit. Die Höhe der Zinsanpassung in einer definierten Anfangsperiode kann anders begrenzt sein als in späteren Perioden. Zusätzlich kann vereinbart werden, die Höhe des gesamten Schuldendienstes auf einen fixen Betrag zu begrenzen.

Hybride ARMs kombinieren eine fixe mit einer variablen Zinsperiode. Auf eine Anfangsperiode mit Zinsbindung, die typischerweise zwei bis fünf Jahre dauert, aber auch länger sein kann, folgt eine Restlaufzeit, die wie ein normaler ARM ausgestaltet ist. Hybride ARMs haben in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen.

Options-ARMs erlauben es dem Kreditnehmer, in einem gegebenen Monat entweder eine vereinbarte Mindestzahlung vorzunehmen oder nur Zinsen zu zahlen oder aber eine annuitätische Ratenzahlung (bezogen auf die vereinbarte Laufzeit, meist 15 oder 30 Jahre) zu leisten. Die Zinshöhe kann wie bei einem normalen ARM indexgebunden angepasst werden. Ist die vereinbarte Mindestzahlung geringer als der Zinsanteil des Schuldendienstes oder die notwendige Tilgung, werden die ausstehenden Zahlungen kapitalisiert und Teil der Kreditsumme. Dies gilt jedoch meist nur bis zu einer Obergrenze (*recast*, meist 110 bis 125 % der vereinbarten Kreditsumme). Ist diese erreicht, sehen die Kreditbedingungen vor, dass der Options-ARM für die vereinbarte Restlaufzeit in einen normalen indexbasierten ARM umgewandelt wird, bei dem der Schuldendienst dann deutlich höher als zuvor ist.

Options-ARMs starten verkaufsfördernd meist mit einem sehr geringen Zinssatz und sehr geringen Mindestzahlungen, die eine negative Amortisation implizieren. Spätere Zinssätze liegen jedoch meist über dem Zinssatz vergleichbarer Festzinsdarlehen.

Die geringen Mindestzahlungen erlauben es auch Kreditnehmern mit niedrigem Einkommen vergleichsweise hohe Hypothekenkredite zu erhalten. Dem stehen jedoch hohe Zinssätze, die Übernahme eines Teils des Zinsänderungsrisikos und lange Laufzeiten gegenüber, sodass Beziehern niedriger Einkommen nicht empfohlen werden kann, Hypothekendarlehen aufzunehmen, die als Options-ARM ausgestaltet sind. Tatsächlich sind Options-ARMs in den USA ursprünglich entwickelt worden, um Beziehern hoher Einkommen, vor allem aus Kapital und Zinsen, steuersparende Anlagemöglichkeiten zu eröffnen. Gut geeignet sind Options-ARMs auch für Bezieher höherer Einkommen, deren Einnahmen aber periodisch der Höhe nach schwanken, wie z. B. Selbstständige.

Für die Kreditnehmer liegt der Vorteil von ARMs darin, dass die so ausgestalteten Kredite meist zinsgünstiger sind als vergleichbare Festzinskredite. Allerdings müssen sie dafür einen Teil des Zinsänderungsrisikos tragen. Ob sich durch variable Zinsen Vorteile für die Kreditnehmer ergeben, ist umstritten. Eine Studie für Kanada kommt zu dem Schluss, dass zwischen 1950 und 2000 kanadische Kreditnehmer bei einem 100.000 CND-Kredit mit einer Laufzeit von 15 Jahren im Schnitt 22.000 CND hätten sparen können, bei einer Erfolgswahrscheinlichkeit (dass der Einspareffekt eintritt) zwischen 75 und 90 %.[20]

Ein weiterer Vorteil von Hypothekenkrediten mit variabler Verzinsung ist, dass die Vorfälligkeitsentschädigung, die bei Sondertilgungen oder vorzeitigen Tilgungen in Deutschland zu leisten ist und die Vorteile der Sondertilgung meist kompensiert und daher bei den Betroffenen viel Unmut erzeugt, entfällt.

Hypothekendarlehen mit negativer Amortisation sind Darlehen, bei denen die Zinszahlungen für einen vereinbarten Teil der Laufzeit nicht vollständig geleistet werden („deferred interest“). Die nicht bezahlten Zinsen werden kapitalisiert. Zu den Hypothekendarlehen mit negativer Amortisation gehören Options-ARMs und Hypothekendarlehen mit gestufter Rückzahlung.

Hypothekendarlehen mit gestufter Rückzahlung (graduated payment mortgage loans, GPMs) sind Hypothekendarlehen, bei denen der Schuldendienst während der Laufzeit ansteigt. Sind die monatlichen Zahlungen anfangs so niedrig, dass sie geringer als die regulären Zinsverpflichtungen sind, handelt es sich um Darlehen mit zeitweise negativer Amortisation. Die nicht gezahlten Zinsen werden kapitalisiert und der Darlehenssumme zugeschlagen. Derartige Darlehen zielen z. B. auf junge Menschen mit gegenwärtig geringem Einkommen und der Aussicht auf Einkommenserhöhungen, z. B. Berufsanfänger ab. Die Kreditnehmer müssen allerdings ihr zukünftiges Einkommen mit hoher Sicherheit richtig einschätzen können.

Ein **HELOC** (Home Equity Lines of Credit) ist meist ein nachrangig besichertes Darlehen und unterscheidet sich von einem normalen Hypothekenkredit dadurch, dass eine Kreditlinie während einer vereinbarten Ziehungszeit (typischerweise 5 bis 25 Jahre) ganz oder teilweise in Anspruch genommen werden kann. Üblicherweise wird eine Mindestrückzahlung vereinbart, die sich auf die Höhe der vereinbarten Zinszahlungen beschränkt. Der Zinssatz ist variabel, und die Höchstgrenzen für die Anpassung sind meist höher als bei normalen ARMs, da die Zinshöhe meist nur durch US-amerikanisches Bundes- und Staatenrecht begrenzt sind.

[20] Milevsky (2001).

Am Ende der Kreditlaufzeit muss die Kreditsumme auf einmal oder nach einem Rückzahlungsplan getilgt werden.

Nur-Zins-Hypothekendarlehen („interest only“) sind solche Darlehen, bei denen für eine bestimmte Teilperiode der Laufzeit – bis zu fünf Jahren – nur Zinszahlungen anfallen. Nach dem Ende der tilgungsfreien Zeit wird die Kreditsumme ratierlich getilgt.

Hypothekendarlehen mit endfälliger Restschuld sind Darlehen, die während der Laufzeit nicht vollständig (*balloon*) oder gar nicht (*bullet*) getilgt werden. Am Ende der Laufzeit ist bei diesen Konstruktionen entweder eine substanzielle Endrate oder die gesamte Kreditsumme fällig. Sie können fix oder variabel verzinst sein. Geeignet ist ein solcher Kredit für Eigentümer, die die gekaufte Immobilie nur für eine bestimmte Zeitspanne benötigen und dann wieder verkaufen wollen.

Bei **umgekehrten Hypothekendarlehen** („reverse mortgage“) wird der Kreditbetrag nicht zum Hauskauf verwendet, sondern die vorhandene Immobilie dient als Sicherheit für den Kredit. Der Kredit wird ausgezahlt, entweder auf einen Schlag, in Form monatlicher Raten oder es wird eine (wachsende) Kreditlinie eingeräumt. Der Kredit kann dazu dienen, z. B. den Lebensunterhalt der Eigentümer zu bestreiten. Diese Konstruktion richtet sich vor allem an ältere Darlehensnehmer (in den USA müssen sie im Allgemeinen 62 Jahre oder älter sein). Die Laufzeit erstreckt sich auf die restliche Lebenszeit oder die Zeit bis zum Auszug aus dem Haus, etwa in ein Pflegeheim. Die Hypothek kann niemals den Wert der Immobilie übersteigen. Am Ende der Laufzeit wird das Eigentum verkauft und der Erlös dazu verwendet, den Kredit zu tilgen, oder die Erben übernehmen die Immobilie und tilgen die Hypothek.

Bei **Alt-A-Darlehen** handelt es sich um Darlehen, bei denen Kreditnehmer mit guter Bonität ihre Einkommens- und Vermögensverhältnisse nicht oder nur eingeschränkt belegen müssen. Es muss betont werden, dass es sich, anders als im Gefolge der Subprime-Krise hierzulande verstanden, nicht um Kredite an Haushalte mit geringer Bonität handelt. Das Problem, das sich allerdings in diesem Zusammenhang ergeben hat, ist, dass viele der Kreditnehmer ihre Einkommensverhältnisse übertrieben haben, um höhere Hypothekendarlehen zu erhalten („Lügner-Darlehen“). In Zeiten steigender Zinsen und sinkender Immobilienpreise sind deshalb auch in diesem Marktsegment die Kreditausfälle stark angestiegen.

Die amerikanische Wohnimmobilienfinanzierung stellt eine Mischung aus objektbezogener und personenbezogener Finanzierung dar. Während sich die Wohnungsfinanzierung in Deutschland stark auf das Objekt ausrichtet und erst in jüngster Zeit auch die allgemeine Bonität des Kreditnehmers mitberücksichtigt, etwa bei hochauslaufenden Finanzierungen, ist dies in den USA schon seit langem der Fall. Des Weiteren stellt der amerikanische Markt

eine Vielzahl von Instrumenten bereit, die ein hohes Maß an Flexibilität aufweisen. So können für viele Bedürfnisse, Lebenslagen und alternative Einkommensströme maßgeschneiderte Finanzierungen für den Wohneigentumserwerb angeboten werden.

4. Aspekte der US-amerikanischen Subprime-Krise.

Um die Krise zu verstehen, muss man einen Blick in die jüngste Geschichte der amerikanischen Geldpolitik werfen, die sowohl der Immobilienblase als auch dem Crash den Boden bereitet hat. Bereits Anfang 2001 hatte die amerikanische Notenbank begonnen, die Zinsen[21] zu senken, bis sie im Juni 2001 auf das historische Tief von 1 % gefallen waren, wo sie drei Jahre verharrten. Parallel fiel der durchschnittliche Hypothekenzins von 8 % (2000) ebenfalls auf ein historisches Tief von 5,5 % (2003).[22] Ab Juni 2004 hob die US-Notenbank den Leitzins schrittweise auf 5,25 % an. Parallel dazu stieg der Hypothekenzins bis 2006 wieder auf rund 7 % an.

Vor allem in den Jahren billigen Geldes und gleichzeitig steigender Immobilienpreise sowie in Verbindung mit den zuvor erläuterten Finanzierungsinstrumenten (insbesondere variable Verzinsungen) war der Erwerb einer eigenen Immobilie für viele US-Haushalte attraktiv und zunächst auch finanzierbar. Das Subprime-Segment[23] des Hypothekenmarktes ist dadurch gekennzeichnet, dass Hypothekenkredite auch an Schuldner vergeben wurden, deren Einkommensverhältnisse unter normalen Marktbedingungen nicht ausreichten, um die Kredite vollständig bedienen zu können. In Erwartung weiter steigender Hauspreise wurden die Kreditstandards gelockert und auf diese Weise entstand am US-Immobilienmarkt eine kreditgetriebene Preisblase. Neben den steigenden Hauspreisen, die im Fall des Kreditausfalles eine gewinnbringende Verwertung der Immobilie ermöglichten, galt für die Banken auch die Verbriefung der eingegangenen Kreditrisiken am Kapitalmarkt als Schutz vor den Konsequenzen von Kreditausfällen. Damit war eine Situation des systemischen *moral hazard* geschaf-

---

[21] Referiert wird hier der Zielzins (Leitzins) der amerikanischen Notenbank für die Federal Funds Rate.

[22] Wiedergegeben wird hier der Zinssatz für 30-jährige Festzinsdarlehen.

[23] Von einem Subprime-Segment des Hypothekenmarktes wird seit ca. 1995 gesprochen. Zu den institutionellen Deregulierungen, die das Subprime-Segment des Hypothekenmarktes ermöglicht haben, s. Smith (2007). Subprime-Darlehensnehmer weisen eines oder mehrere der folgenden Charakteristika auf: Sie können ihr Einkommen nicht mit Unterlagen belegen; die Darlehenssumme ist so hoch, dass sie das maximal von FannieMae oder Freddie Mac refinanzierbare Volumen überschreitet, sie haben einen relativ niedrigen *credit score* und stellen damit ein höheres Risiko dar; sie verfügen über wenig Eigenkapital und leisten eine geringe Anzahlung auf den Kaufpreis der Immobilie; nach Abzug des Schuldendienstes bleibt weniger als 50 % des Einkommens für Konsumzwecke. S. Black (2006), S. 6f. Subprime-Darlehen werden wegen des höheren Risikos zu schlechteren Konditionen herausgelegt als Kredite im Prime-Segment. Es handelt sich meist um Darlehen mit variabler Verzinsung (ARM) mit zusätzlichen komplexen Charakteristika (Option-ARM, s. Abschnitt 3, ab S. 167). Häufig ist bei Subprime-Hypothekendarlehen eine vorzeitige Tilgung nur gegen eine Vorfälligkeitsentschädigung möglich.

fen: Die Risiken schienen vernachlässigenswert gering, und renditesuchende Anleger kauften den Banken das vermeintlich geringe Restrisiko gerne ab. Die am Umsatz beteiligten Kreditvermittler hatten ebenfalls keinen Anreiz zur Vorsicht.

Für Haushalte mit variabler Hypothekenverzinsung begann aber im Laufe des Zinserhöhungszyklusses die Zinsbelastung spürbar zu steigen, mehr und mehr Schuldner hatten Probleme bei der Bedienung ihrer Kredite. Dies betraf vor allem Schuldner im Subprime-Bereich, weil die geringen Bonitäten die Anfälligkeit für Zahlungsverzug und Kreditausfälle erhöht hatten. Die nachlassende Preisdynamik auf den Immobilienmärkten (Stagnation seit Mitte 2005) machte den Käufern, die darauf spekuliert hatten, ihre Immobilie beim Ablauf der abschlussfördernden Niedrigzinsperiode („Teaser rate“) gewinnbringend zu verkaufen und den Kredit dann zurückzuzahlen, einen Strich durch die Rechnung.

Die zunehmende Zahl von Zwangsvollstreckungen verstärkte 2006 und 2007 den Preisverfall am Häusermarkt. Angesichts dieser Entwicklungen kam es im zweiten Quartal 2007 zu ersten Problemen bei US-amerikanischen Hypothekenbanken, die sich auf den Subprime-Sektor spezialisiert hatten. Die Hypothekenkrise wuchs sich zu einer Kreditkrise auf den Geld- und Kapitalmärkten aus: Einige Hypothekenbanken und Hypothekenverleiher erhielten nicht mehr die notwendigen Refinanzierungsmittel für Hypothekenkredite. Trotz der Ausplatzierung des größten Teils der Risiken aus dem Geschäft per Verbriefung mussten sie daher schließlich Insolvenz anmelden.

Das sinkende Vertrauen in den Hypothekenmarkt und hypothekenmarktbasierte Finanzgeschäfte pflanzte sich auf die Käufer der hypothekenbasierten Wertpapiere (*residential mortgage based securities,* RMBS) und daraus abgeleiteter Derivate fort. Sofern die Käufer ihr Engagement langfristig finanziert hatten, stellte das kein Problem dar. Diejenigen Investoren, die ihre Rendite durch Zinsarbitrage erwirtschafteten oder steigern wollten, indem sie ihre langfristigen Engagements mit kurz laufenden Wertpapieren (Commercial Papers) refinanziert hatten,[24] fanden für diese Papiere nun keine neuen Käufer mehr, weil das Vertrauen in den zu Grunde liegenden amerikanischen Hypothekenmarkt weggebrochen war. Hauptsächlich auf diesem Weg kam die Krise ebenfalls bei größeren – auch deutschen – Banken an, da die Institute in solche Gesellschaften (Special Investment Vehicles und Conduits) investiert hatten, die durch Zinsarbitrage zuvor hohe Renditen erwirtschaftet hatten, denen nun aber die Refinanzierung fehlte. Einige der betroffenen Institute konnten die Refinanzierung der Hypotheken- bzw. MBS-Engagements nicht selbst schultern und waren deshalb auf Stützungsmaßnahmen anderer Banken angewiesen. Im Gefolge dieser Prozesse stieg das Miss-

[24] Die Ausnutzung der (möglichst steilen) Zinsstrukturkurve zur Renditesteigerung ist die Geschäftsbasis der meisten Conduits.

trauen unter den Banken, weshalb es auf den Geldmärkten zu empfindlichen Zinssteigerungen und Liquiditätsanspannungen kam.

5. Fazit: Welche Schlüsse lassen sich aus den zuvor skizzierten Trends für die weitere Entwicklung ziehen?

Eine abschließende Beurteilung der Subprime-Krise steht noch aus. Dennoch lassen sich schon heute einige Lehren aus den Vorgängen ziehen und absehbare Konsequenzen erkennen.

Für die Banken bedeutet die Subprime-Krise ein Umdenken hinsichtlich der Geschäftsmodelle. Das in den letzten Jahren sehr populäre „Buy-and-Sell" dürfte zu Gunsten des zuletzt unpopulär gewordenen „Buy-and-Hold" wieder an Boden gewinnen, weil die Risikovorsicht der Investoren beim Kauf verbriefter Kredite deutlich angestiegen ist. Dies heißt unter anderem, dass die Banken ihre Kreditvergabe – auch bei Hypothekenfinanzierungen – wieder weniger hinsichtlich einer späteren Verbriefbarkeit steuern, sondern danach, ob die Portfolien in die eigene Bilanz passen. Verbriefungen werden dagegen kritischer beurteilt werden als zuvor. Es werden nur noch solche Transaktionen platzierbar sein, bei denen die Risiken transparent sind. Außerdem wird sich die Rolle der Ratingagenturen, die Kreditpools bei Verbriefungstransaktionen raten, ändern: Sie waren in der Vergangenheit häufig zu optimistisch und müssen in Zukunft wieder Reputation aufbauen. Insbesondere müssen sie alles vermeiden, was sie in einen Interessenkonflikt zwischen in ihrer Rolle als Berater und Strukturierer einerseits und Bewerter von Risiken andererseits bringen könnte. Die Risikoeinschätzung darf nicht nur bei ihnen allein liegen, sondern muss auch von den Investoren mitgetragen werden. Des Weiteren sind aber auch die Bankaufsichtsbehörden gefordert. So ist vor allem sicherzustellen, dass die Finanzmarktakteure zukünftig nicht nur ihre bilanziellen sondern auch ihre außerbilanziellen Risiken mit hinreichend Kapital unterlegen beziehungsweise die eingegangenen Risiken in der Bilanz ausweisen. Basel II trägt zusammen mit den neuen Rechnungslegungsvorschriften IFRS diesem bereits Rechnung. Zudem sollte das First Loss Piece beim kreditgewährenden Institut verbleiben, um die falschen Anreize aus dem systemischen *moral hazard* (s. Abschnitt 4, ab Seite 171 ff.) zu vermeiden.

In der Hypothekarkreditvergabe zeigen sich ebenfalls einige Lehren. Deutlich ist geworden, dass die große Vielfalt der Finanzierungsinstrumente, die an sich einem breiten Spektrum von Bedürfnissen der Hypothekarkreditnachfrager Rechnung trägt, insbesondere im Subprime-Segment einen Nachteil darstellen kann, weil viele dieser zum Teil komplexen Instrumente von den Kreditnehmern kaum verstanden wurden oder aber die Kreditnehmer sich über die Folgen nicht im Klaren waren. So führten gerade die im Subprime-Segment üblichen Ausgestaltungen wie ARMs zu Risikoverschiebungen vom Darlehensgeber zum Darle-

hensnehmer und damit für viele Schuldner zu nicht mehr tragbaren Belastungen in Zinssteigerungsphasen. Zur Vermeidung zukünftiger Krisen ist es daher essentiell, klare Transparenz- und Offenlegungsregeln für Kreditvermittler vorzuschreiben, ihr Entlohnungsschema nicht einfach nach erzieltem Abschlussvolumen, sondern anreizkompatibel zu gestalten. Zudem müssen die Kreditnehmer deutlicher über die Risiken der Kreditaufnahme aufgeklärt werden. Vor diesem Hintergrund kann man vermuten, dass Finanzierungen für bonitätsschwache Kreditnehmer in der Bedeutung abnehmen werden.

Für den deutschen Markt ergeben sich aus der Subprime-Krise spezielle Implikationen. Bislang hat sich das in Deutschland dominierende Finanzierungssystem im Wohnungsmarkt als weniger krisenanfällig erwiesen, da es deutlich stärker auf dem Vorsichtsprinzip sowie auf konservativeren Bewertungsrichtlinien und konservativerem Verschuldungsverhalten beruht. Bestimmte Finanzierungsinstrumente und Vertragsgestaltungen wie die verschiedenen Ausprägungen variabler Zinszahlungen oder sehr hohe Beleihungsausläufe waren in Deutschland lange nicht üblich. Deshalb waren auch Auswüchse wie im Subprime-Segment des US-Hypothekenmarktes in Deutschland bisher undenkbar. Dank des durch den Markteintritt ausländischer Anbieter verschärften Konkurrenzdrucks können seit einiger Zeit nun auch die Kreditnehmer hierzulande unter einem vielfältigeren Finanzierungsangebot bei gleichzeitig günstigeren Kreditkonditionen wählen. Dies ist grundsätzlich als positiv zu bewerten. Wie die Erfahrungen in anderen Ländern, insbesondere in den USA jedoch zeigen, können verstärkte Risiken in einem weiter liberalisierten Markt für die Zukunft aber nicht mehr ohne Weiteres ausgeschlossen werden. Die Sorge, dass eine weitere Flexibilisierung der Angebotsbedingungen Gefahren auf den Hypotheken- und Immobilienmärkten heraufbeschwört, könnte in Deutschland der für die Marktentwicklung eigentlich wünschenswerten Differenzierung der Immobilienfinanzierungsinstrumente entgegen stehen. Gleichwohl hat Deutschland gute Chancen, die notwendigen Lehren aus der Krise zu ziehen und die notwendige Erweiterung des Spektrums der Finanzierungsinstrumente maßvoll fortzusetzen.

Autoren: Petra Ott-Laubach (069) 7431-3453

Dr. Dankwart Plattner (069) 7431-3588

Literatur.

Deutsche Bundesbank (2007), Monatsbericht September 2007.

Deutsche Bundesbank, Zeitreihen.

Black, Harold A. (2006), The Subprime Mortgage Industry: An Overview. University of Tennessee, Knoxville.

European Mortgage Federation (2007), Factsheet United Kingdom 2007-07-11.

European Securitisation Forum (2006), ESF Securitisation Data Report, Winter.

Financial Services Authority (2007), Review of the behaviour of intermediaries and lenders within the sub-prime mortgage market, July 4.

Lachnit, Stefan (2007), Vollfinanzierung – ein neues Produkt im Finanzverbund, in: Immobilien /& Finanzierung. Der langfristige Kredit (58), Nr. 11, Juni, S. 380 – 381.

Milevsky, Moshe Arye (2001), Mortgage Financing: Floating Your Way to Prosperity, IFID Centre, Research Report #01-01.

Schäfer, Stefan (2007), Innovative Produktangebote und das deutsche Baufinanzierungssystem, in: Wohnungsfinanzierung in Deutschland: vier Trends, S. 13 – 18 (Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen 398).

Smith, Brent C. (2007), The Subprime Mortgage Market, a Review and Compilation of Research and Commentary, Virginia Commonwealth University, Oktober.

Van den Noord, P. (2003), Tax incentives and house price volatility in the Euro Area: Theory and evidence, OECD Working paper no. 356.

Voigtländer, Michael (2006), Mietwohnungsmarkt und Wohneigentum, zwei Seiten einer Medaille. Institut der deutschen Wirtschaft, Köln.