



Institut der deutschen
Wirtschaft Köln

Hintergründe und Auswirkungen der Finanzkrise 2009

Dr. Michael Voigtländer, Forschungsstelle Immobilienökonomik

Sankt Augustin, 06. Mai 2010

Forschungsstelle Immobilienökonomik

- Das Institut der deutschen Wirtschaft Köln (IW Köln) ist das größte private Wirtschaftsforschungsinstitut in Deutschland
- Im Jahr 2005 Gründung der Forschungsstelle Immobilienökonomik mit Hilfe externer Sponsoren
- Ziele:
 - Analyse der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Immobilienmärkte, insbesondere im Zusammenspiel mit den Finanzmärkten
 - Untersuchung von strukturellen Veränderungen und deren Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft
- Weitere Informationen: www.immobilienoekonomik.de

Inhalt

■ **Hintergrund**

■ Die US-Hauspreisblase

■ Von der Immobilienkrise zur Finanzkrise

■ Lehren aus der Finanzkrise

■ Ausblick

Zur Einordnung der Finanzkrise

■ die Finanzkrise ist ein neues Phänomen

- Weltwirtschaftskrise 1929/30 fand in einem anderen weltwirtschaftlichen Kontext statt
- eine weltweite Rezession gab es bislang nicht

■ die Finanzkrise markiert einen Strukturbruch

- das Verhalten von Staat und Markt wird sich möglicherweise deutlich verändern
- die Finanzkrise löst eine gesellschaftspolitische Diskussion aus

■ die Krise unterstreicht die Bedeutung der Volkswirtschaftslehre

- Makroökonomie ist auch ein Thema für Betriebswirte
- Systeme lassen sich am besten studieren, wenn sie nicht funktionieren

Leitfragen

- **Wieso ist der Immobilienmarkt in den USA eingebrochen?**
- **Wie konnte eine lokale Krise zu einer Weltwirtschaftskrise werden?**
- **Warum wurden die Verluste der Banken (teilweise) sozialisiert?**
- **Welche Lehren können aus der Finanzkrise gezogen werden?**
- **Ist die Finanzkrise bereits vorbei?**

Inhalt

■ Hintergrund

■ **Die US-Hauspreisblase**

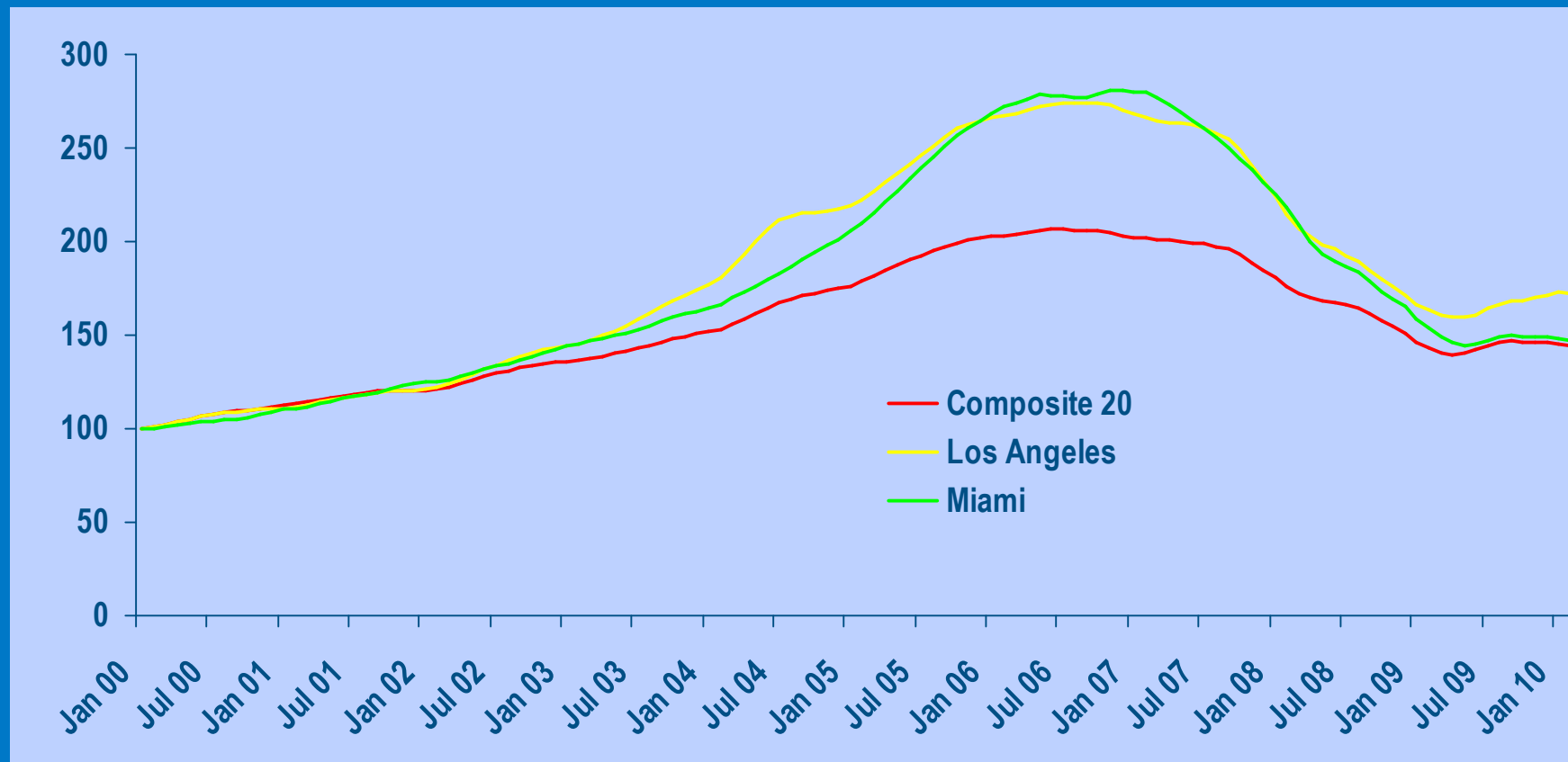
■ Von der Immobilienkrise zur Finanzkrise

■ Lehren aus der Finanzkrise

■ Ausblick

Extreme Preisanstiege bei US-Wohnungen

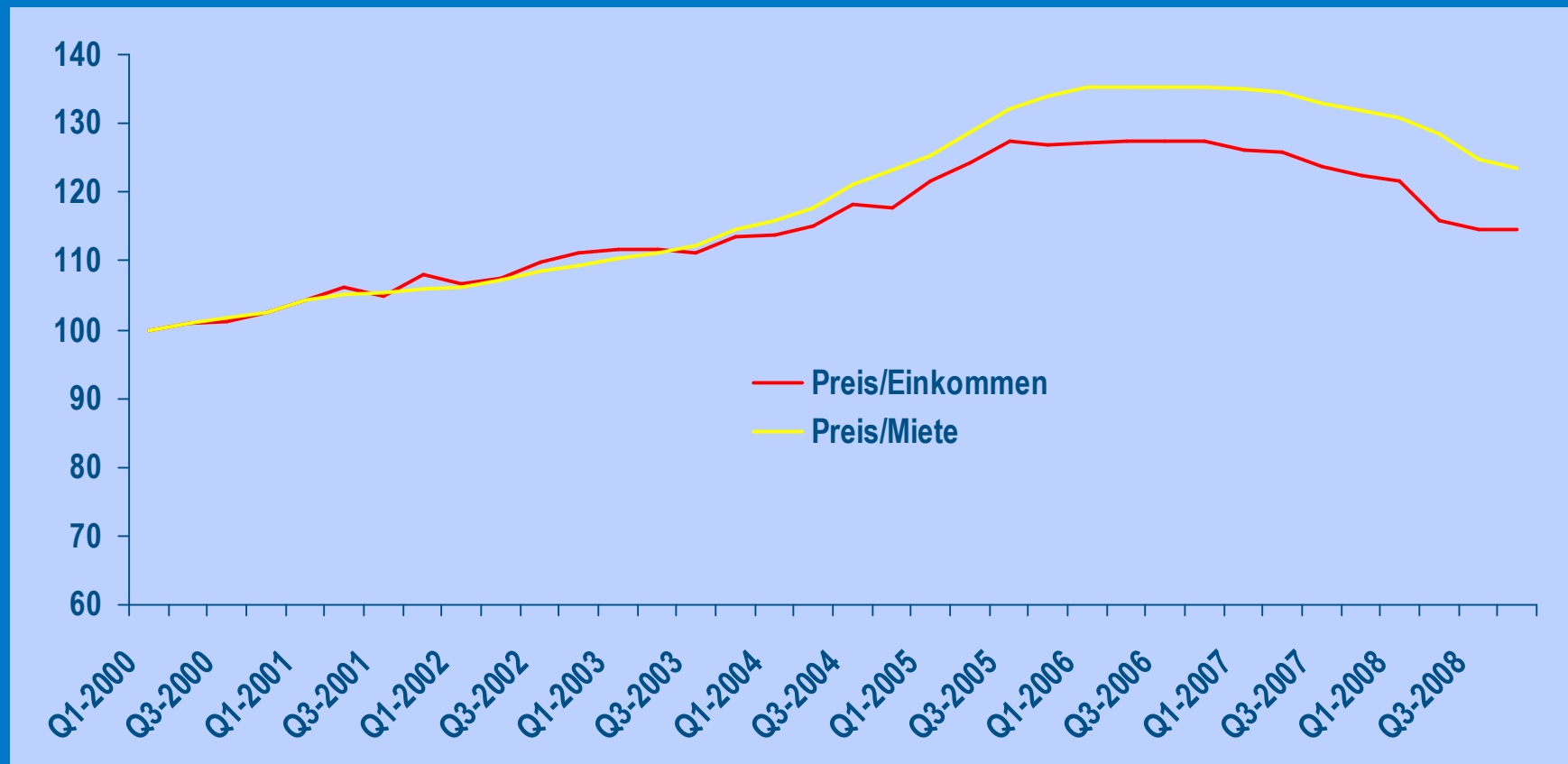
Case-Shiller-Index (Index: Jan. 2000=100)



Quelle: Macromarkets

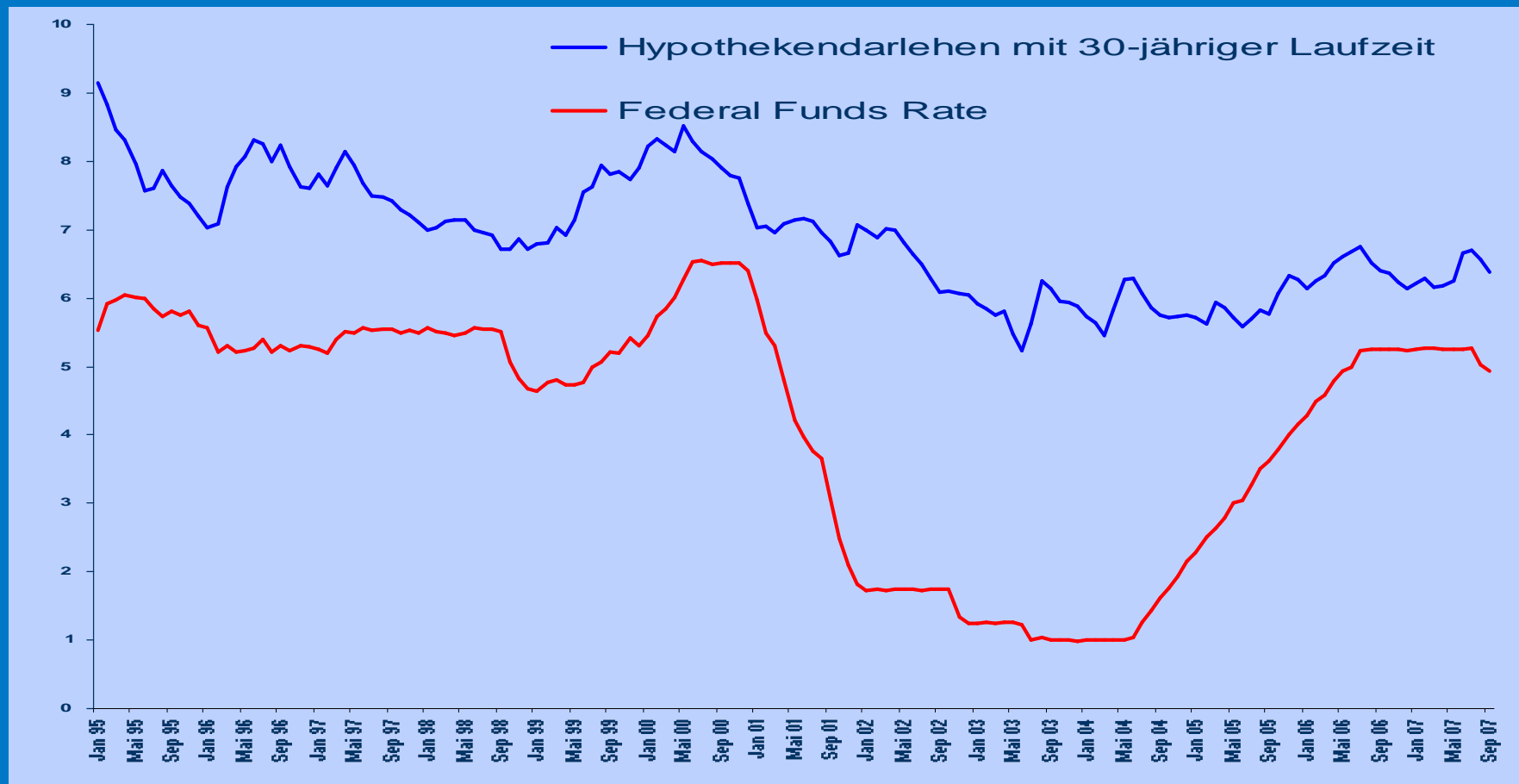
Abkopplung der Preise von Mieten und Einkommen

Index (1. Q 2000=100)



Quelle: OECD

Deutliche Rückgänge bei den Zinsen



Quelle: Federal Reserve Board

Erwartungen

- **Der Preis einer Immobilie wird vor allem durch künftige Daten bestimmt**
 - Künftige Mieten
 - Künftige Zinsen
- **Erwartungen sind für die Preisbildung daher sehr wichtig**
 - Menschen können nur schwer in „langen“ Zeiträumen denken
 - Derzeitige Trends und Stimmungen werden fortgeschrieben
- **Institutionelle Investoren tendieren zum Herdentrieb**
 - Manager werden oft an Benchmarks gemessen
 - Mit der „Masse irren“ wird leichter verziehen

Weitere Treiber für „irrationalen Überschwang“

■ Medienberichte

- Medien berichten intensiv über Bullen- und Bärenmärkte
- Positive oder negative Einschätzungen werden damit verstärkt

■ Innovationen

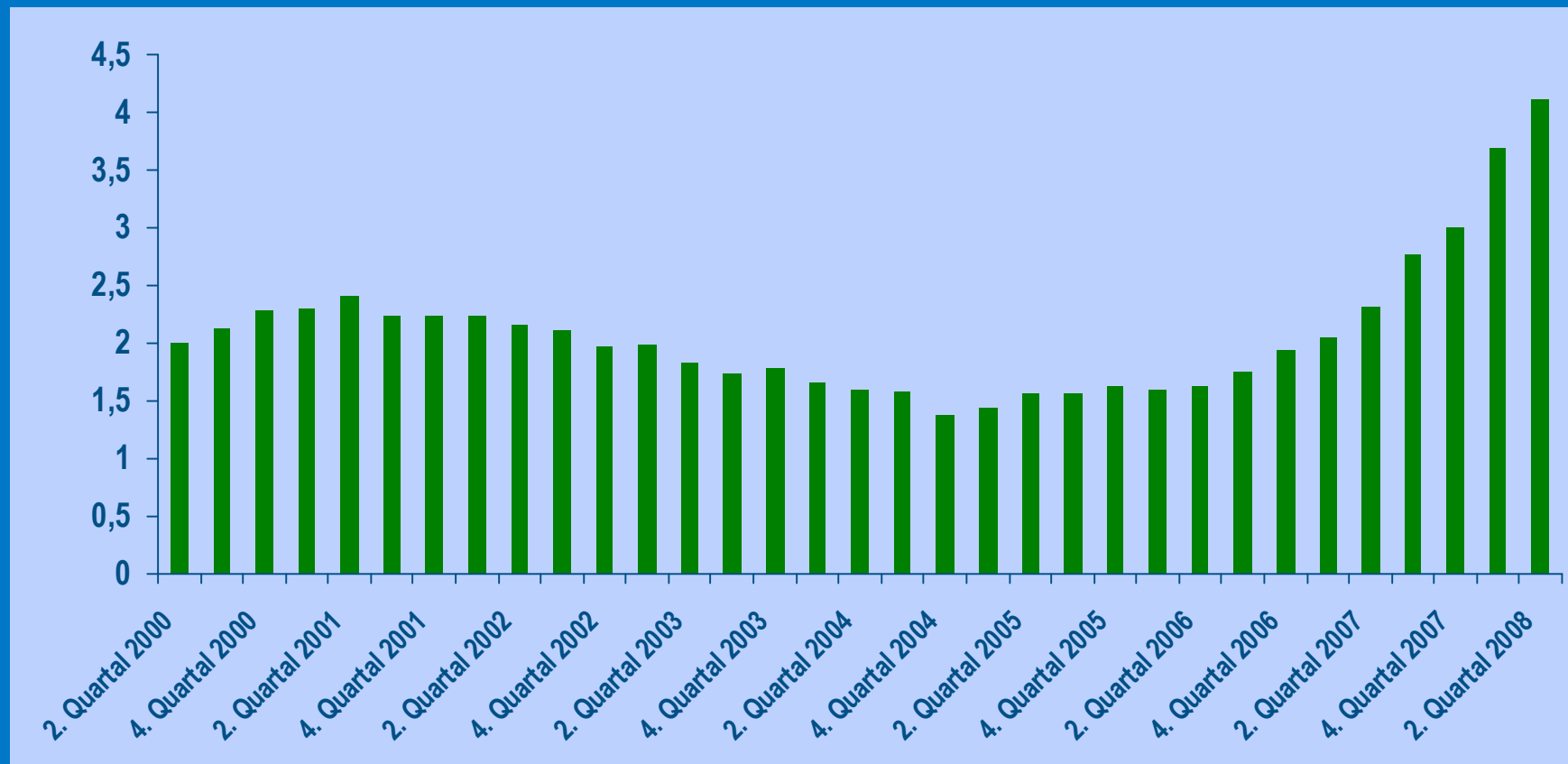
- New Economy, neue Technologien oder neue Finanzierungsinstrumente („Verbriefung“) wecken hohe Erwartungen
- Der Markt reagiert häufig mit „überschießender Nachfrage“

■ Intransparenz

- Fehlende Daten können Unsicherheiten verstärken
- Gerüchte ersetzen Fakten

Steigende Ausfälle bei Hypothekendarlehen

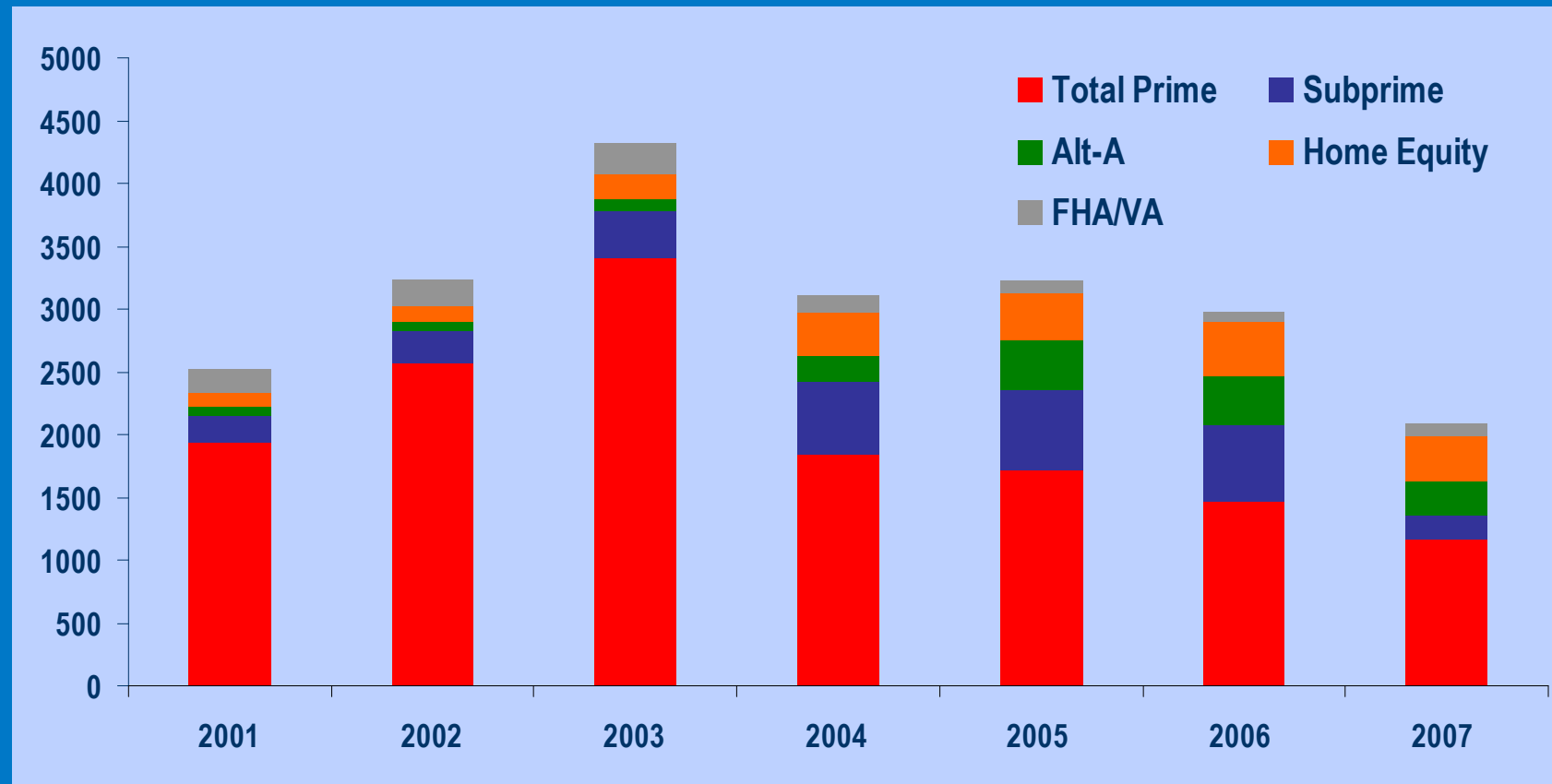
Rate der Hypothekendarlehen mit Zahlungsrückstand in den USA



Quelle: Federal Reserve Board

Der Aufstieg des Subprime Marktes

Neu ausgegebene Hypothekendarlehen in Milliarden USD



Quelle: Inside Mortgage Finance

Typische Subprime Produkte

■ 2/28-hybrids

- Feste Zinsen in den ersten zwei Jahren, oft mit Discount
- danach 28 Jahre variables Darlehen

■ Interest only oder negative amortization

- keine Tilgungsleistungen in den ersten Jahren
- teilweise sogar Aufbau weiterer Schuld (Cap bei 15-25 Prozent neuer Schuld)

■ Option ARM

- Variables Darlehen, bei dem der Haushalt in den ersten fünf Jahren jeden Monat über die Tilgungsleistung entscheidet (z. B. interest only oder negative amortization)

Inhalt

■ Hintergrund

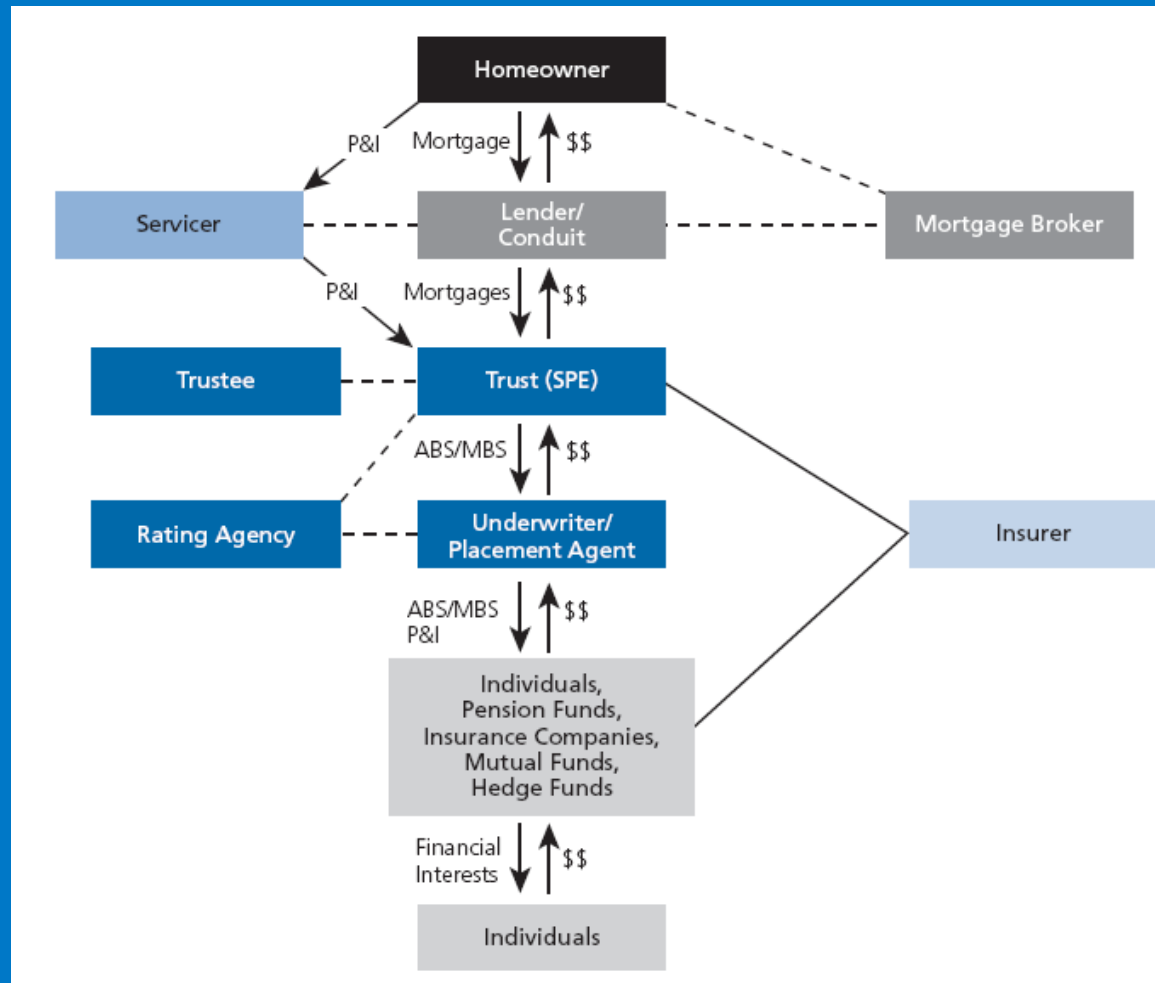
■ Die US-Hauspreisblase

■ **Von der Immobilienkrise zur Finanzkrise**

■ Lehren aus der Finanzkrise

■ Ausblick

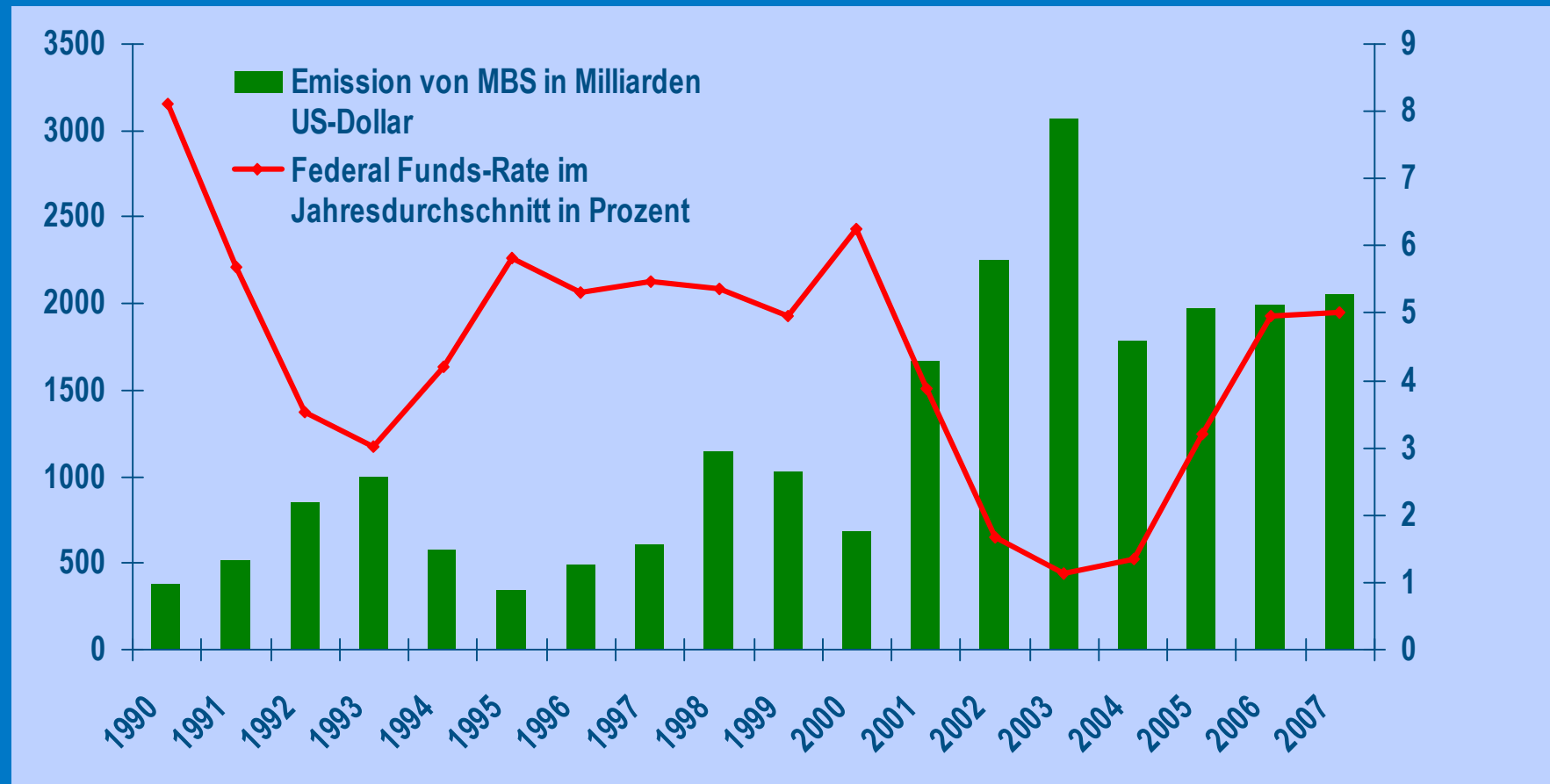
Grundtechnik der Verbriefung



Quelle: NERA

Zinsen treiben die Verbriefung

MBS: Mortgage-Backed Securities



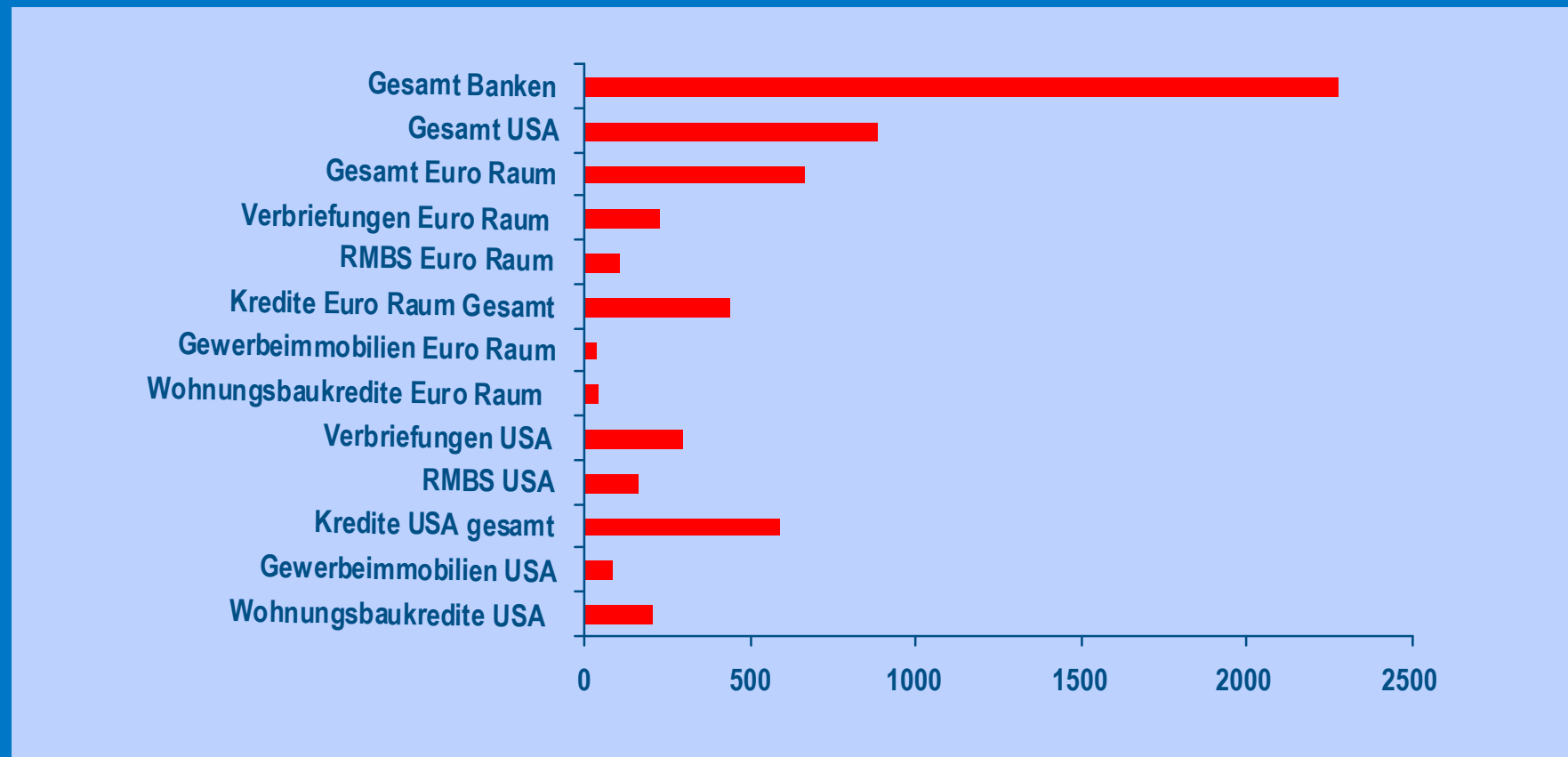
Quellen: Federal Reserve, SIFMA

Die Bestandteile der Finanzkrise

- **Anlagedruck auf Seiten der institutionellen Investoren**
 - historisch niedrige Zinsen nach der New Economy Krise
 - MBS erscheinen als lukrativer Markt
- **Um den Bedarf an MBS zu decken, müssen mehr Kredite vergeben werden**
 - Subprime als lohnendes Geschäftsfeld
 - US-Studien zeigen, dass Subprime-Darlehen besonders dort vergeben worden sind, wo in den Jahren zuvor viele Anträge abgelehnt wurden
- **Ratings wiegen die Investoren in falscher Sicherheit**
- **Viele US-Hypothekendarlehen sind non-recourse**

Milliardenabschreibungen bei Wertpapieren und Krediten

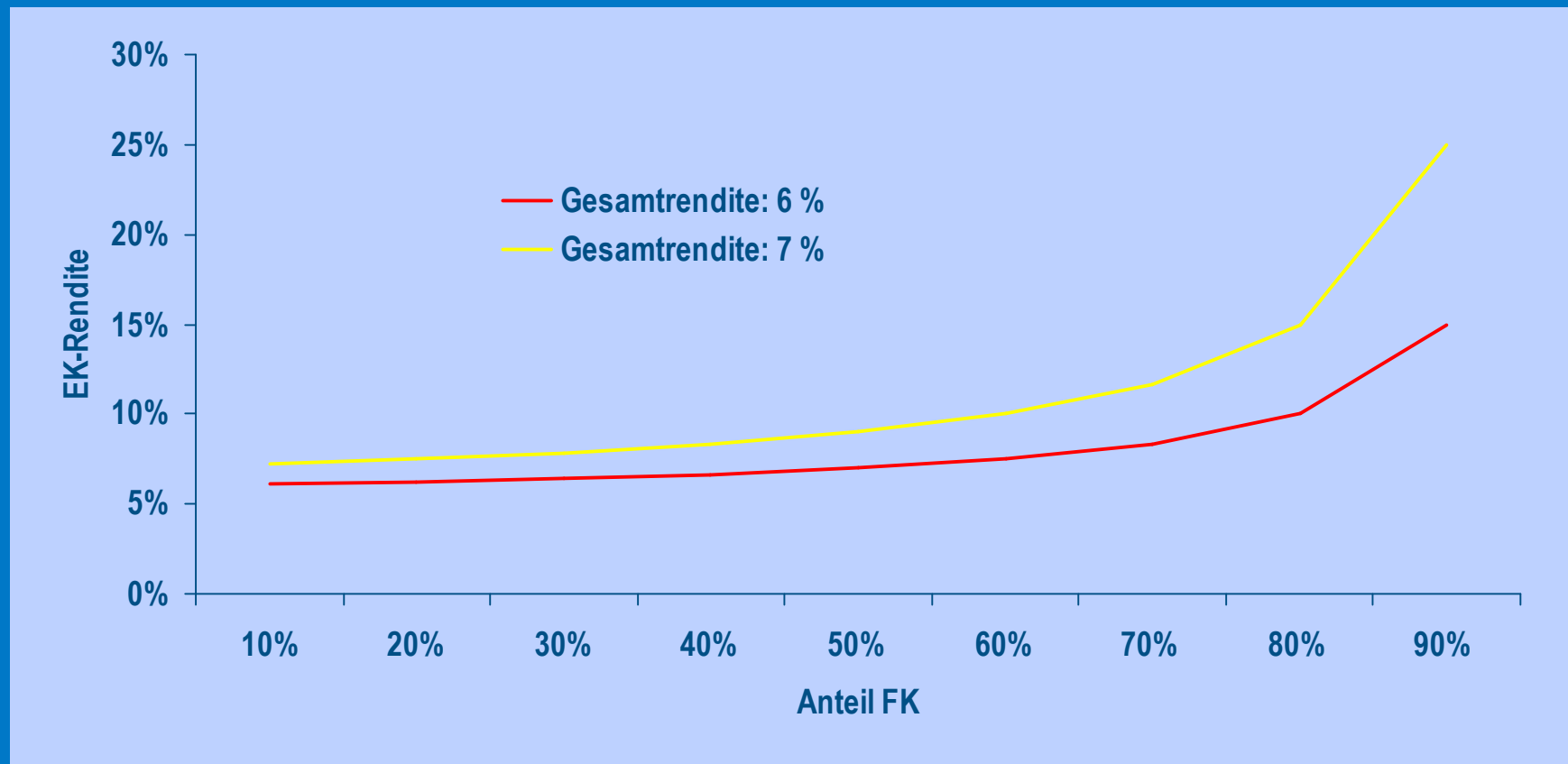
Schätzungen des IWF in Milliarden USD, April 2010; geschätzte Verluste



Quelle: IWF

Die Versuchung des Hebels

Fremdkapitalzins: 5 Prozent



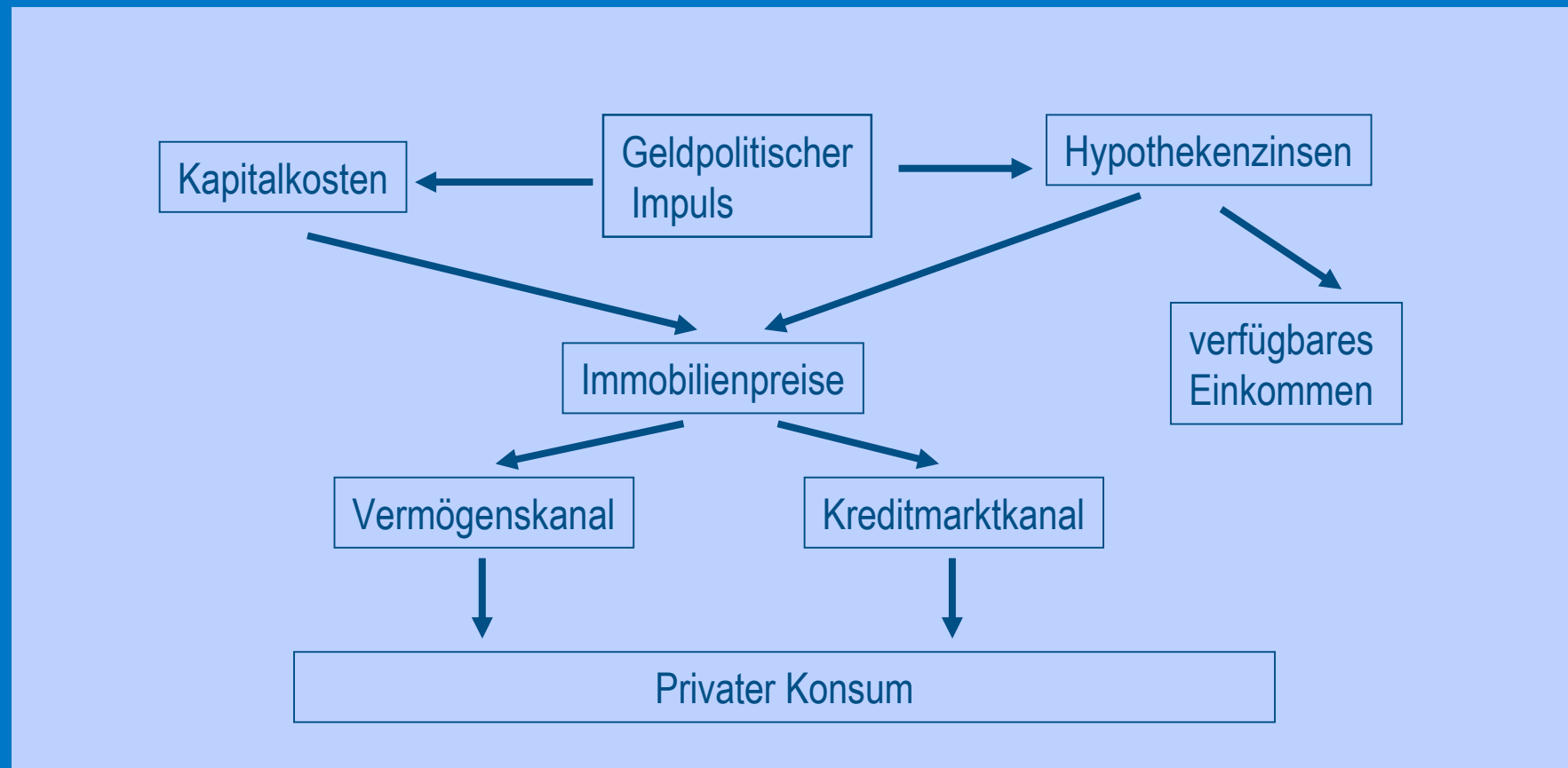
Quelle: IW Köln

Gefahr der Kreditklemme? – Multiplikator

Bilanz Bank A in t = -1		Bilanz Bank A in t = 0		Bilanz Bank A in t = 1	
Aktiva = 1100	D = 1000	Aktiva = 1080	D = 1000	Aktiva = 880	D = 800
	E = 100		E = 80		E = 80
1100	1100	1080	1080	880	880

- in t = -1 ist $E/D = 10\%$.
- in t = 0 Wertberichtigungen von 20 Milliarden. ... $E/D = 8\%$
- in t = 1 Banken versuchen wieder $E/D = 10\%$ zu erreichen: Wenn kein neues Eigenkapital ... **Bilanzsumme um 200 Milliarden reduzieren**
- **Multiplikator** bei Zielhebel von 10 ist **10**. Kredite schrumpfen um das 10fache der Wertberichtigungen (wenn keine andere Assets verkauft werden oder neues Eigenkapital aufgenommen wird)
- Banken neigen zu antizyklischen Verhalten; sie werden $E/D > 10\%$ anstreben. Der Multiplikator **ist noch größer**

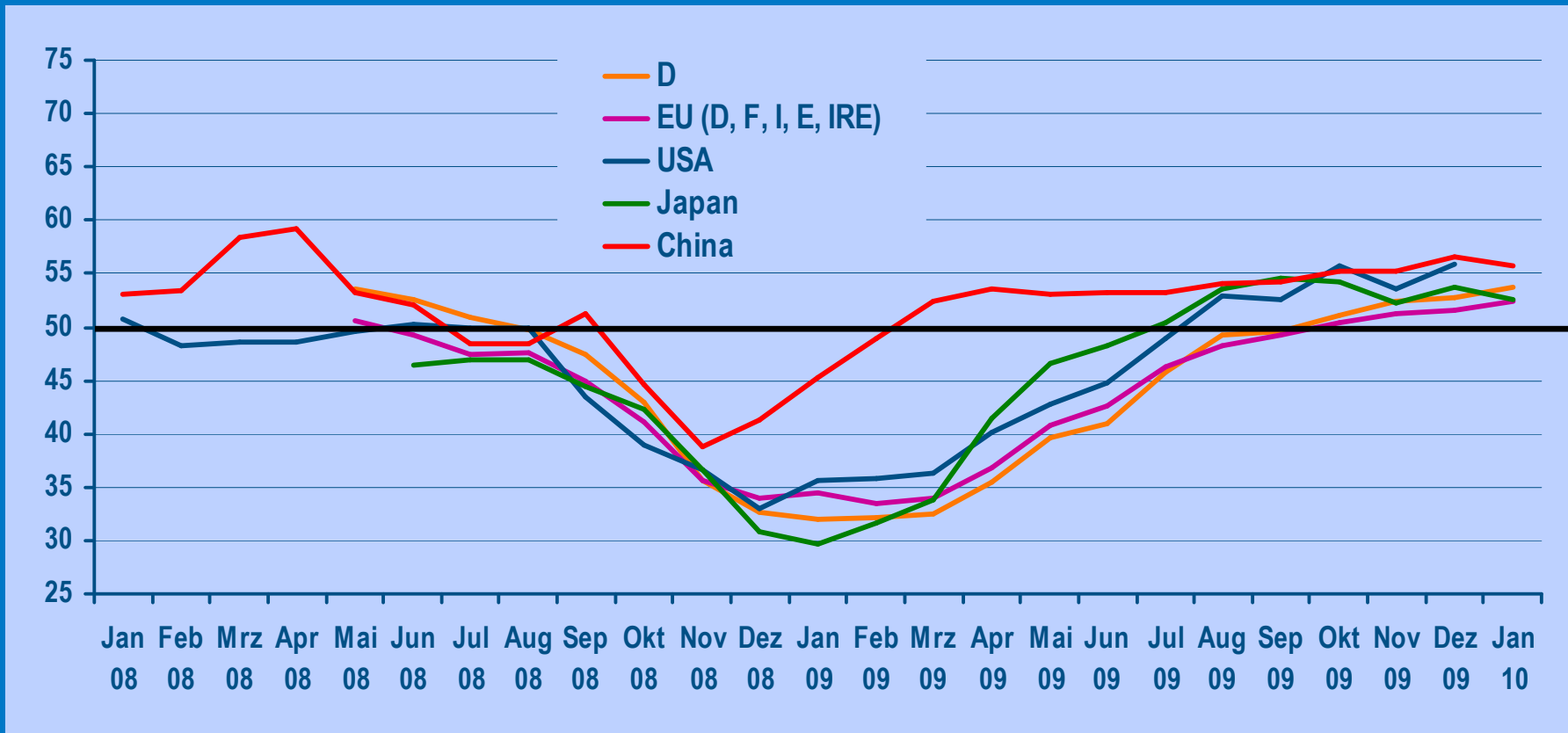
Bedeutung des Immobilienmarktes für die Gesamtwirtschaft



Quellen: IW Köln, ZEW

Finanzkrise: Ein globaler Rückschlag

Einkaufsmanagerindex Industrie. 50 = Expansionsmarke



Quelle: IW Köln.

Inhalt

■ Hintergrund

■ Die US-Hauspreisblase

■ Von der Immobilienkrise zur Finanzkrise

■ **Lehren aus der Finanzkrise**

■ Ausblick

Umgang mit asymmetrischer Information

- **Ein Grundproblem des Verbriefungsmarktes war die unterschiedliche Informationsverteilung**
 - Käufer der Wertpapiere konnten Qualität nicht einschätzen
 - Mehrfachbündelung verschlimmerte das Problem
 - Rating-Agenturen fehlte die Objektivität
 - Käufer waren zu sorglos
- **Verbriefungen müssen transparenter werden**
 - Mehr Informationen und Kontrolle durch die finanzierende Bank
 - Finanzielles Engagement der Kreditgeber

Banken sind nicht robust genug

■ Die niedrigen Zinsen forcierten den Einsatz des FK-Hebels

- schon geringe Verluste reichten für schwerwiegende Probleme aus
- die interne Bewertung von Risiken erfolgte zu leichtfertig
- über die Verknüpfung der Banken entstand ein Domino-Effekt

■ Eigenkapitalvorschriften müssen verbessert werden

- einheitliche Bewertung von Risiken
- insgesamt vermehrter Einsatz von Eigenkapital
- in der aktuellen Situation müssen jedoch pro-zyklische Effekte vermieden werden!

Inhalt

■ Hintergrund

■ Die US-Hauspreisblase

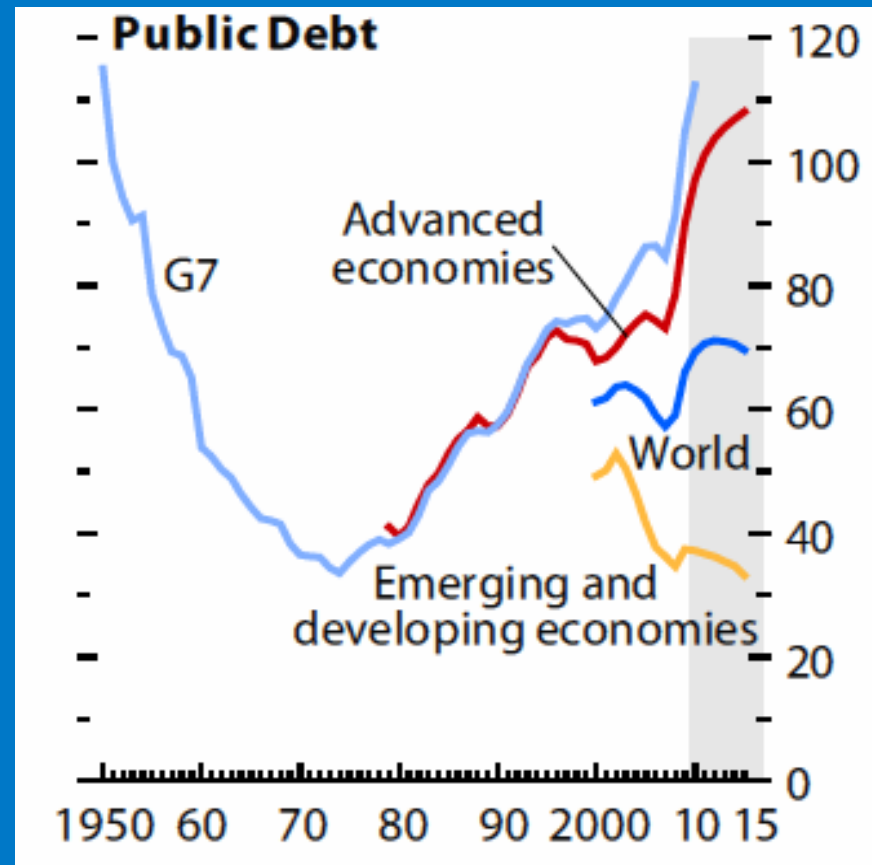
■ Von der Immobilienkrise zur Finanzkrise

■ Lehren aus der Finanzkrise

■ **Ausblick**

Folgt auf die Finanzkrise die Staatskrise?

- Zur Stützung der Konjunktur und der Finanzwelt mussten die Staaten neue Schulden aufnehmen
- Bereits bestehende strukturelle Probleme wurden hierdurch verstärkt (Griechenland)
- Der Abbau der Schulden wird neue Anstrengungen erfordern
 - Haushaltskonsolidierung
 - Alternativ wird eine Abkehr von der Preisstabilität diskutiert



Quelle: IMF



Institut der deutschen
Wirtschaft Köln

Kontakt:

Dr. Michael Voigtländer

Forschungsstelle Immobilienökonomik

Tel.: 0221-4981 741

Email: voigtlaender@iwkoeln.de

www.immobilienoekonomik.de