

Makroprudentielle Politik als bessere Medizin zur Prävention von Immobilienpreisblasen

Alexander Koch, UniCredit Bank AG

Aufgrund der engen Verbindung der Banken mit dem Immobiliensektor neigen Korrekturen von Übertreibungen bei den Hauspreisen dazu, wirtschaftliche Rezessionen zu verstärken. Der gesamte Rückgang des Bruttoinlandsprodukts ist durchschnittlich dreimal so groß, wenn Rezessionen mit dem Platzen einer großen Immobilienblase einhergehen im Vergleich zu „normalen“ Rezessionen. Vor Ausbruch der Subprime-Krise in den USA herrschte allerdings die Meinung vor, dass es vorzuziehen ist, das Platzen einer Preisblase abzuwarten und erst danach aktiv einzugreifen. Die Begründung dafür basiert darauf, dass eine "gefährliche" Blase am Häusermarkt nur sehr schwer festzustellen ist. Zudem könnte ein präventives Eingreifen zu massiven Belastungen für die Gesamtwirtschaft führen, wenn sich diese im Gegensatz zum Häusermarkt im Gleichgewicht befindet. Denn eine Straffung der Geldpolitik wirkt sich nicht nur auf die Finanzierungsbedingungen für Hypotheken, sondern allgemein auf die Kreditvergabe aus. Selbst für den Fall einer überhitzten Konjunktur wäre für eine angemessene Abbremsung der Immobilienmarktdynamik ein sehr starker Anstieg der Zinsen erforderlich. Darüber hinaus würden die Kreditnehmer aufgrund der höheren Zinsen tendenziell auch zu weniger sicheren und volatilen Kreditarten neigen, um kurzfristig die Kreditkosten zu senken. Dies bestätigen die Erfahrungen aus den USA und einigen Ländern Osteuropas, wo verstärkt Kredite ohne anfängliche Tilgung oder gar ohne anfängliche Zinszahlung sowie Fremdwährungskredite abgeschlossen wurden.

Obwohl der Ansatz vorbeugender Maßnahmen seit der jüngsten Krise stark an Zustimmung gewonnen hat, sind die konventionellen Instrumente der Geldpolitik nicht ausreichend geeignet, um Ungleichgewichten auf den Immobilienmärkten zu begegnen. Das gilt bereits, wenn die entsprechende Zentralbank über die Freiheit verfügt, ihre Politik in diese Richtung zu lenken und umso mehr, wenn die Geldpolitik durch andere Entwicklungen eingeschränkt wird. In dieser Situation befinden sich derzeit zum Beispiel die Notenbank in der Eurozone und auch in der Schweiz. Die Schweizer Notenbank weist bereits seit einiger Zeit auf zunehmende Preisübertreibungen in einigen Regionen hin. Sie ist sich auch bewusst, dass ein langer Zeitraum mit sehr niedrigen Zinsen die Ungleichgewichte insbesondere auf den Wohnungsmärkten verstärkt. Das geldpolitische Umfeld lässt allerdings keinen Spielraum, um diesem Problem mit einer Anhebung der Zinsen zu begegnen. Seit dem Beginn der Finanzkrise hat der Status des Schweizer Franken als „sicherer Hafen“ massiv an Bedeutung gewonnen. Der Franken hat stark aufgewertet. Eine frühzeitige Anhebung des Leitzinses birgt dann das Risiko einer weiteren Verschärfung der Lage, und somit einer zusätzlichen Schwächung des Exportsektors. Die Schweizer Notenbank müssen sich deswegen auf die Stabi-

lisierung des Franken konzentrieren, um die Rezessions- und Deflationsgefahren zu verringern. Diese Einschränkung des Handlungsspielraums ist ein perfektes Beispiel für das „unmögliche Dreieck“ („Impossible Trinity“). Demnach sind die drei grundlegenden Ziele der Wechselkurspolitik (Wechselkursstabilität, unabhängige Geldpolitik und freier Kapitalverkehr) nicht gleichzeitig erreichbar. Ein Land kann gleichzeitig nur zwei dieser Ziele anstreben: Es kann den Wechselkurs nur durch die Einführung von Kapitalkontrollen steuern (siehe China). Es kann den freien Kapitalverkehr und seine geldpolitische Autonomie nur bei gleichzeitig freien Wechselkursen wahren. Oder ein Land entscheidet sich für den freien Kapitalverkehr und einen festen Wechselkurs, indem es die Autonomie der Geldpolitik aufgibt, wie es aktuell in der Schweiz der Fall ist. Die EZB ist mit dem gleichen Dilemma konfrontiert. Der Euro bedeutet einen gemeinsamen festen Wechselkurs sowie eine einheitliche Geldpolitik für alle Mitgliedsländer. Die EZB muss die Zinsen entsprechend der Entwicklungen im gesamten Euroraum steuern. Folglich kann die Zentralbank nicht angemessen auf landesspezifische Besonderheiten reagieren. Die wirtschaftliche Lage in den Schuldenkrisenländern lässt es derzeit nicht zu, dass die Zinsen für die robustere deutsche Volkswirtschaft erhöht werden.

Ähnlich wie in der Schweiz kann einer möglichen Überhitzung des Häusermarktes in Deutschland auf absehbare Zeit also nicht mit höheren Leitzinsen begegnet werden. Daher müssen beide Länder auf andere Mittel zur Steuerung des Immobilienmarktes setzen. Die bevorzugte Strategie ist die sogenannte makroprudentielle Politik. Damit werden regulatorische Maßnahmen bezeichnet, die dem Anstieg systemischer finanzieller Risiken, die ernsthafte negative Konsequenzen für die Gesamtwirtschaft nach sich ziehen können, aktiv durch eine direkte oder indirekte Einflussnahme auf die Bilanzsumme und die Zusammensetzung der Bilanzen von Finanzinstituten entgegenwirken. Die einzelnen Instrumente betreffen die Bereiche Kreditvergaberichtlinien, Liquiditätsanforderungen sowie auch Kapitalunterlegungsvorschriften, und sollen vornehmlich das Kreditwachstum beeinflussen. Obwohl die Erfahrungen über die Auswirkungen makroprudentieller Maßnahmen zur Abkühlung von Hypothekenbooms bislang eher gering sind, legen die jüngsten empirischen Untersuchungen nahe, dass vor allem eine flexible Anpassung der Kapitalunterlegungspflichten die Dynamik bei den Hauspreisen in Boomphasen spürbar dämpfen kann. In dieser Hinsicht liegen auch wertvolle Erfahrungswerte aus Spanien vor, wo im Jahr 2000 der dynamische Kapitalpuffer eingeführt worden ist. Zwar konnte die Maßnahme letztlich massive Schwierigkeiten im Finanzsektor nicht vermeiden, weil die Korrektur der Wohnimmobilienpreise, das hohe Überangebot an Wohnungen und die explodierende Arbeitslosigkeit schließlich zu stark waren. Dennoch steigerten die aufgelaufenen Zusatzrückstellungen den Kapitalpuffer der Banken um 1,3 Prozent der konsolidierten Bilanzsumme und dies hat zumindest die Anpassungslasten im Finanzsektor vermindert.

Die Schweizer Banken haben sich bereits im letzten Jahr unter "Druck" der Aufsichtsbehörden dazu verpflichtet, die Kapitalunterlegung für Immobilienkredite, bei denen der Eigenkapitalanteil unter 10 Prozent liegt, zu erhöhen. Und Mitte Februar 2013 hat die Schweizer Nationalbank das neu verfügbare Instrument des antizyklischen Kapitalpuffers aktiviert. Als ersten präventiven Schritt müssen die Banken zusätzliches Eigenkapital in Höhe von 1 Prozent ihrer risikogewichteten inländischen Wohnimmobiliendarlehen halten. In Deutschland sieht

12.03.2013

die Finanzaufsicht bislang hingegen keinen Handlungsbedarf. Die geplante Einführung des antizyklischen Kapitalpuffers im Rahmen von Basel III ab 2016 wird derzeit von der BaFin als ausreichend gesehen, nicht zuletzt auch weil die Immobilienbewertung in Deutschland nicht auf Marktpreisen basiert. Die übliche Beleihungswertmethode basiert auf einer nachhaltigen und vorsichtigen Bewertung. Spekulative Elemente dürfen hierbei nicht berücksichtigt werden. Dementsprechend liegt der Beleihungswert in Zeiten stark anziehender Eigenheimpreise deutlich unter dem entsprechenden Marktwert. Obwohl wir bislang keine generellen Überhitzungstendenzen für den deutschen Wohnimmobilienmarkt sehen, wie es auch im letzten IREBS Standpunkt Nr. 14 von Tobias Just zum Ausdruck kommt, erscheint uns aber eine zügigere Bereitstellung makroprudentieller Instrumente durchaus als sinnvoll, um gewappnet zu sein, falls sich die Entwicklung beschleunigen sollte.

Alexander Koch

UniCredit Bank AG
Arabellastrasse 12 - MRE4
81925 München
E-Mail: alexander.koch1@unicreditgroup.de
www.unicreditgroup.eu



Alexander Koch, CFA, ist Economist im Bereich Corporate & Investment Banking bei UniCredit Research, einer Abteilung der UniCredit Bank AG.

Wichtiger Hinweis:

Externe Autoren vertreten ihre persönliche Meinung. Diese Meinung muss nicht mit der Meinung der IREBS übereinstimmen.