

**Ursachen und Folgen der Immobilienkrisen in  
der Schweiz, in Japan und in den USA und  
deren Vergleich**

Semesterarbeit

in

Betriebswirtschaftslehre

am

**Institut für schweizerisches Bankwesen  
der Universität Zürich**

bei

Dr. Richard T. Meier

Verfasser: Tatsiana Meier  
Matrikelnr: 04-725-537  
Weinhaldenstr. 7,  
8712 Stäfa  
  
Tel. 044 24 10618  
E-Mail:  
tanyashafarevich@yahoo.com

Abgabedatum: 26.01.2009

## **Executive Summary**

Die Schweiz und Japan waren in den 90-er Jahren von einer Immobilienkrise stark betroffen. Heute leidet die USA sowie die ganze Welt unter der US-Immobilienkrise. Es lohnt sich daher in die Vergangenheit zu schauen und zu untersuchen, welche Ursachen und Auswirkungen solche Krisen haben und ob sie Ähnlichkeiten miteinander aufweisen.

Diese Arbeit ist den Ursachen und Folgen der Immobilienkrisen in drei oben genannten Ländern und deren Vergleich gewidmet.

Der Vergleich der drei Immobilienkrisen zeigt, dass sie sowohl Ähnlichkeiten als auch Unterschiede aufweisen. Bestimmte Bedingungen wie z.B. eine Niedrigzinspolitik, eine lockere Kreditvergabe und einige wirtschaftspolitische Entscheidungen waren die Hauptursachen für die Immobilienkrisen in allen drei Ländern. Die Folgen waren bzw. sind auch ähnlich für alle drei Länder und widerspiegeln sich in einer Bankenkrise, steigenden Arbeitslosenzahlen, einer eingebrochenen Konsumentennachfrage und folglich in einer rezessiven Entwicklung der Gesamtwirtschaft. Die Verläufe der Immobilienkrisen sowie Massnahmen zur Krisenbekämpfung unterscheiden sich allerdings je nach Land deutlich. So wurden in Japan und in den USA nicht nur die Immobilienmärkte, sondern auch die Aktienbörsen von der Immobilienkrise stark betroffen. In der Schweiz war die Aktienbörse dagegen relativ wenig betroffen. Zudem hat die heutige US-Immobilienkrise ein globales Ausmass angenommen und viele Länder verzeichnen heute gleichzeitig ein schwächeres Wirtschaftswachstum. Die japanische und schweizerische Immobilienkrise war dagegen lokal und hatte wenig Einfluss auf die Entwicklung anderer Länder. Die Massnahmen zur Krisenbekämpfung und deren Kosten unterscheiden sich in allen drei Ländern ebenfalls deutlich.

Ein Vergleich der Ursachen/Folgen der Immobilienkrisen in den verschiedenen Ländern kann wichtige Hinweise zur Vermeidung zukünftiger Krisen wie auch zur Eindämmung der aktuellen Immobilienkrise liefern.

# Inhaltsverzeichnis

<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>I</b>
<b>ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>II</b>
<b>EINLEITUNG</b> .....	<b>1</b>
<b>1. IMMOBILIENKRISE SCHWEIZ</b> .....	<b>2</b>
1.1 ENTSTEHUNGSURSACHEN SCHWEIZ .....	2
1.2. FOLGEN .....	8
<b>2. IMMOBILIENKRISE IN JAPAN 1990 UND IN DEN USA 2007</b> .....	<b>15</b>
2.1. ENTSTEHUNGSURSACHEN JAPAN.....	15
2.2. FOLGEN .....	19
2.3. ENTSTEHUNGSURSACHEN USA .....	25
2.4. FOLGEN (BIS JETZT).....	29
<b>3. VERGLEICHENDE ANALYSE DER DREI IMMOBILIENKRISEN</b> .....	<b>35</b>
3.1. ÄHNLICHKEITEN.....	35
3.2. UNTERSCHIEDE.....	37
<b>4. FAZIT</b> .....	<b>42</b>
<b>5. LITERATURVERZEICHNIS</b> .....	<b>43</b>

## Abbildungsverzeichnis

Abb.1: Entwicklung der Geldmenge auf M1- und M3-Basis .....	3
Abb. 2: Angebotspreisindizes für Wohnflächen in der Schweiz (nominal), 1980=100 .....	3
Abb. 3: Landesindex der Konsumentenpreise (Teuerung) und Diskontsatz in der Schweiz .....	4
Abb. 4: Anzahl der Geschäftsstellen der Grossbanken und der Regionalbanken im Kanton Wallis, Schweiz.....	6
Abb.6: Wachstum des BIP real in der Schweiz .....	8
Abb. 7: Nominale Wachstumsrate des inländischen Ausleihungsvolumen der Banken in der Schweiz.....	9
Abb. 8: Verluste, Abschreibungen und Rückstellungen (VAR) und die Reingewinne.. im schweizerischen Bankensystem in den Jahren 1984-1995 .....	10
Abb. 9: Entwicklung der Arbeitslosenrate in der Schweiz, in %.....	11
Abb. 10: Entwicklung des Interbankenzinssatzes, Libor in CHF sowie des Hypothekarzinsatzes total in der Schweiz.....	13
Abb. 11: Entwicklung der US-Dollar/Yen-Parität.....	15
Abb. 12: Zinsentwicklung in Japan und in den USA in den Jahren 1981- Oktober..... 2008.....	16
Abb. 13: Entwicklung des NIKKEI 225 in den Jahren 1980-2007 .....	17
Abb. 14: Entwicklung der landesweiten Immobilienpreise in Japan in den Jahren 1980-2008 .....	19
Abb.15: Entwicklung des BIP in Japan in den Jahren 1986/2005.....	20
Abb. 16: Entwicklung des Kreditvergabevolumens seitens japanischer Banken in Jahren 1988-2000.....	23
Abb. 17: Entwicklung der Konsumentenpreise in den Jahren 1980-2007 in Japan ....	24
Abb. 18: Entwicklung der Immobilienpreise in den USA: Case-Shiller-Index.....	28
Abb. 19: Entwicklung des S&P 500 Index in den Jahren 1990-2008 .....	29
Abb. 20: Entwicklung der Ausfallquote der Hypothekarkredite in den USA .....	30
Abb. 21: Entwicklung der Indizes an den Börsen in der Schweiz, Japan und in den..... USA, Jahr 2000 = 100.....	33
Abb. 22: Entwicklung des Diskontsatzes in der Schweiz, Japan und in den USA,.....	

0= Anfangsjahr der Immobilienkrise .....	<b>35</b>
Abb. 23: Die Preiskorrektur auf den Immobilienmärkten in der Schweiz, in Japan ...	<b>36</b>
und in den USA.....	<b>36</b>
Abb. 24: Preiskorrektur an den Aktienbörsen (S&P 500, Nikkei 225, SPI).....	<b>38</b>
Abb. 25: Entwicklung der Staatsverschuldung in % des BIP in Japan, in der Schweiz..	
und in den USA in den Jahren 1990-2008 .....	<b>41</b>

## **Abkürzungsverzeichnis**

Abb.	Abbildung
BFS	Bundesamt für Statistik
BIP	Bruttoinlandprodukt
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
Fed	Federal Reserve System
GM	General Motors
MBS	Mortgage Backed Securities
M&A	Mergers and Acquisitions
NTT	Nippon Telephone & Telegraph
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OTC	Over-the-counter
SIC	Swiss Interbank Clearing
SNB	Schweizer Nationalbank
SPI	Swiss Performance Index
S&P	Standard & Poor's
u.a.	unter anderem
VAR	Verluste, Abschreibungen und Rückstellungen
v.a.	vor allem
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil

## **Einleitung**

Die Erfahrung aus der Vergangenheit sowie die aktuelle Entwicklung auf dem Finanzmarkt weltweit zeigen, dass die Immobilienmärkte eine nicht zu vernachlässigende Einflussgrösse auf die Konjunktur, das Preisniveau und die Finanzmarktstabilität darstellen. Der Immobilienboom in einigen Volkswirtschaften, wie z.B. in der Schweiz und Japan bis 1990 sowie in den USA bis 2006, und das spätere Platzen der Immobilienpreisblase hatten erhebliche Folgen für die Stabilität des Finanzsektors sowie Konsequenzen für die realwirtschaftliche Entwicklung. Der Verfall der Immobilienpreise hatte nicht nur das Hypothekarkreditgeschäft durch die Überschuldung der privaten Haushalten negativ beeinflusst, sondern auch Liquiditätsprobleme im Bankensektor sowie im Industriesektor ausgelöst. Dies hatte die wirtschaftliche Entwicklung der oben genannten Länder für mehrere Jahre gebremst bzw. rückgängig gemacht.

*Das Ziel* dieser Arbeit ist ein Vergleich der Immobilienkrisen in der Schweiz, in Japan sowie in den USA im Hinblick auf die Ursachen/Folgen sowie deren Herausforderungen für die wirtschaftspolitische Massnahmen der Nationalbanken bzw. Regierung.

*Im ersten Kapitel* dieser Arbeit werden die Ursachen und Folgen der Immobilienkrise der 90-er Jahre in der Schweiz dargestellt. Im Fokus steht die Rolle der damaligen Geld- und Fiskalpolitik sowie deren Folgen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung.

*Das zweite Kapitel* wird den Immobilienkrisen in Japan und in den USA gewidmet. Es werden die Ursachen und Folgen der Immobilienkrisen sowie die getroffenen Massnahmen zur Krisenbekämpfung dargestellt.

*Im dritten Kapitel* werden Ähnlichkeiten und Unterschiede der oben genannten Immobilienkrisen aufgezeigt und miteinander verglichen.

## 1. Immobilienkrise Schweiz

Das wirtschaftliche Umfeld hatte sich in der Schweiz zu Beginn der neunziger Jahre markant verschlechtert<sup>1</sup>. Grund dafür war u.a. der Preisverfall auf dem Immobilienmarkt. Das Ausmass des damaligen Wertzerfalls auf den Immobilienmärkten darf als einzigartig bezeichnet werden, auch wenn es in früheren Perioden immer wieder zu Preisschwankungen gekommen war<sup>2</sup>. Die Ursachen und die Folgen der Immobilienkrise in den 90-er Jahren in der Schweiz werden in diesem Kapitel analysiert.

### 1.1 Entstehungsursachen Schweiz

Die Krise der Immobilienmärkte hatte ihre Wurzeln in der wirtschaftlichen Entwicklung sowie in der expansiven Politik der schweizerischen Nationalbank (SNB) Mitte der Achzigerjahre. Um die Folgen des Börsenkrachs im Jahr 1987 zu mildern und das Wirtschaftswachstum zu stimulieren senkte *die SNB* damals im Einklang mit anderen Zentralbanken die Zinsen und stellte somit mehr Liquidität für den Bankensektor zur Verfügung. Diese Aktion erhöhte die bereinigte Notenbankgeldmenge<sup>3</sup> im Jahr 1987 deutlich. Dies geschah allerdings fast gleichzeitig mit anderen grossen Veränderungen im Finanzsystem<sup>4</sup>, die das Geldangebot zusätzlich noch vergrösserten.

Erstens wurde in der Schweiz Mitte 1987 ein neues elektronisches Zahlungsverkehrssystem – das Swiss Interbank Clearing (SIC)- eingeführt. Dieses System erlaubte es den Geschäftsbanken, ihre Liquiditätsbedürfnisse für den Zahlungsverkehr drastisch zu reduzieren. Zweitens traten am 1. Januar 1988 revidierte Liquiditätsvorschriften in Kraft. Sie setzten der extremen Zinsvolatilität an den Monatsultimi ein Ende und ermöglichten es den Banken, ihre Giro Guthaben bei der Notenbank zu reduzieren<sup>5</sup>. Diese Massnahmen führten dazu, dass eine reduzierte Geldnachfrage auf ein erhöhtes Geldangebot traf<sup>6</sup> (siehe Abb.1).

---

<sup>1</sup> Vgl. Meier, Ch 1998, s.23

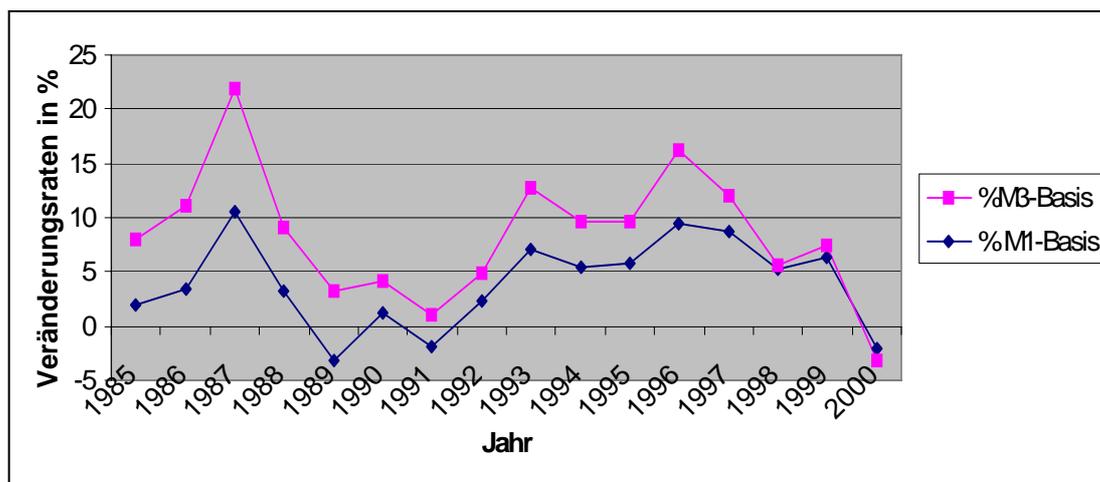
<sup>2</sup> Vgl. Bank für internationalen Zahlungsausgleich 1993, s.173.

<sup>3</sup> Die Notenbankgeldmenge umfasst die vom Publikum und von den Banken gehaltenen Banknoten sowie die Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei der SNB.

<sup>4</sup> Vgl. Bodmer, F 2004, s. 8

<sup>5</sup> Vgl. von Albertini 1994, s. 98-100

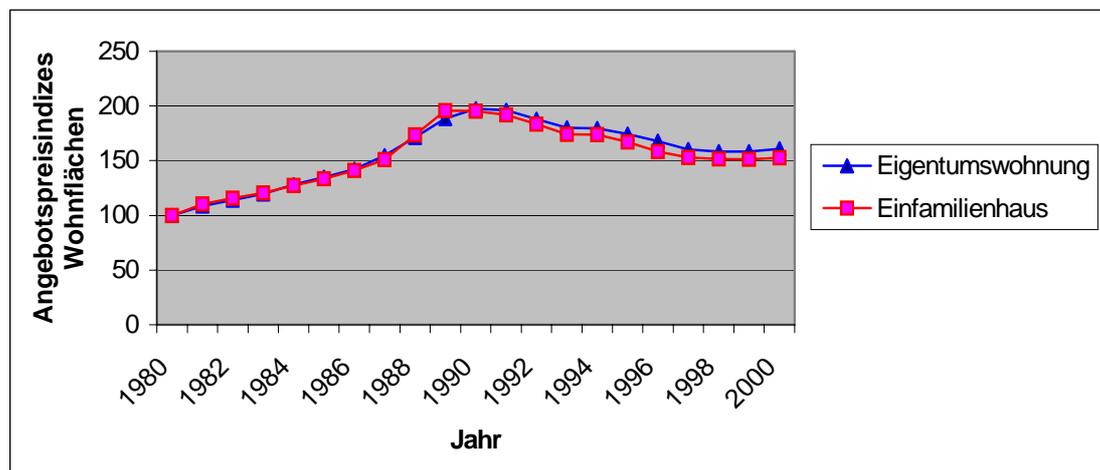
<sup>6</sup> Vgl. Bodmer, F 2004, s.9

Abb.1: Entwicklung der Geldmenge auf M1<sup>7</sup>- und M3<sup>8</sup>-Basis

Quelle: SNB

Das erhöhte Geldangebot löste dann u.a. die spekulativen Preissteigerungen auf dem Immobilienmarkt aus. So hatten sich die Preise für Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen beispielweise zwischen 1980 und 1990 verdoppelt<sup>9</sup>. Ein starker Einstieg der Preise kann man vom Jahr 1987 bis 1990 in der Abb. 2 erkennen, was mit der Niedrigzinspolitik verbunden werden kann.

Abb. 2: Angebotspreisindizes für Wohnflächen in der Schweiz (nominal), 1980=100



Quelle: Wüest&Partner, eigene Berechnungen

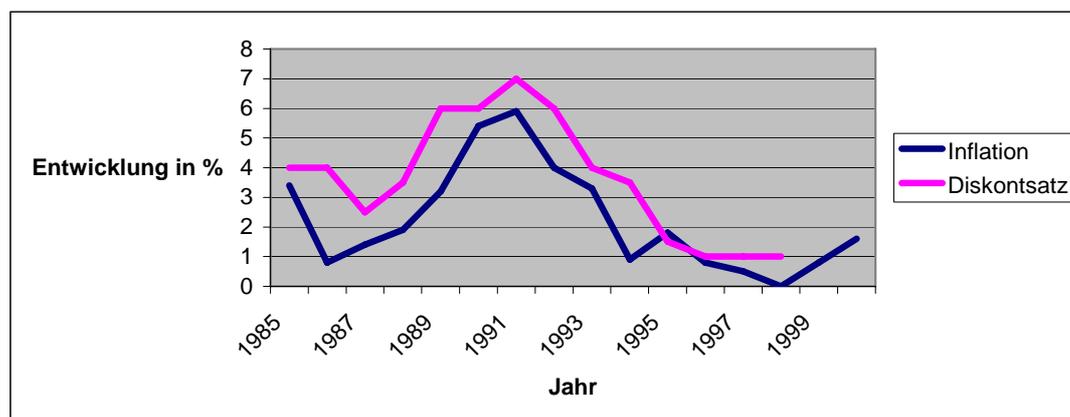
<sup>7</sup> Geldmenge M1 = Bargeldumlauf (Noten und Münzen, ohne Bestände bei Banken, Post und Bund) + Giro Guthaben von Handel und Industrie, Deponenten bei der SNB + Sichteinlagen bei Banken in Schweizer Franken + Postkontoguthaben (ohne Guthaben von Banken und Bund)

<sup>8</sup> Geldmenge M3 = Geldmenge M1 + Termineinlagen bei Banken + Sichteinlagen bei Banken in Fremdwährungen + Spareinlagen, Depositen- und Einlagehefte bei Banken

<sup>9</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 2007, s. 423

Der Überschuss der Geldmenge auf dem Markt verursachte nicht nur drastische Preissteigerungen auf dem Immobilienmarkt, sondern liess auch die Inflationsrate im Jahre 1990 auf über 5% ansteigen<sup>10</sup> (siehe Abb.3).

Abb. 3: Landesindex der Konsumentenpreise (Teuerung) und Diskontsatz in der Schweiz



Quellen: BFS, SNB

Das wichtigste Ziel der SNB-Politik war allerdings *die Inflation* durch die Geldmengenvorgaben in Rahmen zu halten. Da die Inflation ausser Kontrolle geraten war, musste die SNB das Geldangebot wieder verringern und hob daher den Diskontsatz von 3.5% im Jahr 1988 auf 7% im Jahr 1990 an<sup>11</sup>.

Da der Immobilienmarkt sehr zinssensitiv ist, hatte die Zinserhöhung zu negativen Auswirkungen auf die Immobilienpreise geführt<sup>12</sup>. Erstens finanzierten zahlreiche Bauunternehmen und Immobilienfirmen ihr Wachstum weitgehend fremd, so dass sich die höheren Zinssätze über den Leverage-Effekt stark negativ auf die Ertragslage auswirkten. Zweitens errechnet sich der theoretische Preis (Ertragswert) einer Immobilie, indem die erwarteten Mieteinnahmen mit einem risikoadjustierten Kapitalmarktsatz abdiskontiert werden. Somit wirken die Zinssatzerhöhungen tendenziell preissenkend und führen zu einer Wertverminderung des Aktivums bzw. der hinterlegten Sicherheiten. Drittens konnte man einen Rückgang der Nachfrage nach Grundstücken und Bauleistungen durch die Verteuerung der Kapitalkosten feststellen<sup>13</sup>. Im Immobiliensektor setzte eine markante Korrektur der

<sup>10</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 2007, s. 249

<sup>11</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 2007, s. 262

<sup>12</sup> Vgl. Halbherr, Ph., Tobler, J. 1993, s.33

<sup>13</sup> Vgl. Meier, Ch 1998, s.28-29

vorangegangenen Exzesse ein, die in eine tiefe, lang andauernde Bau- und Immobilienkrise mündete<sup>14</sup>.

Die Niedrigzinspolitik der SNB spielte zwar eine grosse Rolle bei der spekulativen Preisbildung auf dem Immobilienmarkt in der Schweiz, war aber nicht die einzige Ursache. Da damals europaweit von den Zentralbanken eine Niedrigzinspolitik betrieben wurde<sup>15</sup>, sollte man auch *landesspezifische Faktoren* untersuchen. Zu diesen Faktoren gehört die damalige *Kreditvergabepolitik der Banken*. Die starke Kreditexpansion der achtziger Jahre ist zum einen auf die Liberalisierung der Finanzmärkte und den dadurch verschärften Wettbewerb im Bankensektor und zum anderen auf eine lockere Geldpolitik zurückzuführen<sup>16</sup>. Die Liberalisierung und Deregulierung der Märkte, ausgelöst durch die Globalisierung der Finanzmärkte, verursachte in der Bankbranche die Auflösung von Kartellen<sup>17</sup>. Durch die Kartellabsprachen (z.B. lokale Zinskonvergenzen) konnten die Banken vor 1990 den Wettbewerb am Binnenmarkt einschränken und damit eine freie Preisbildung verhindern<sup>18</sup>. Gegen Ende der achtziger Jahre wurden die Kartellabsprachen jedoch unter dem Druck der Kartellkommission aufgelöst, was Schwierigkeiten für ertragsschwächere lokale Banken bereitete<sup>19</sup>. Gleichzeitig hatten die grossen Geschäftsbanken angefangen, ihre Marktstellung im Retail-Banking auszubauen, indem sie die Anzahl der Filialen dort erhöhten, wo früher oft nur Regionalbanken tätig waren. In Abb. 4 wird z.B. erkennbar, dass die Anzahl der Geschäftsstellen der Grossbanken im Kanton Wallis sich im Jahr 1990 fast verdoppelte. Die Anzahl der Geschäftsstellen der Regionalbanken verringerte sich dagegen drastisch. Aufgrund des verschärften Wettbewerbs und der steigenden Immobilienpreise versuchten v.a. die Regionalbanken das Hypothekarkreditgeschäft auszubauen. So waren Ende 1995 im direkten und indirekten Hypothekengeschäft Fr. 440 Mrd investiert, was rund 72% des gesamten inländischen Ausleihungsvolumen von Fr. 608 Mrd entsprach<sup>20</sup>. Der Kreditvergabeprozess wurde deutlich vereinfacht, indem die Banken den notwendigen Eigenkapitalanteil gesenkt hatten<sup>21</sup>. Dies führte dazu, dass auch weniger kreditwürdige Schuldner ein Darlehen bekommen konnten. Das Kreditgeschäft wurde

---

<sup>14</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 2007, s. 250

<sup>15</sup> Vgl. Gischer, H., Weiss, M., s. 30

<sup>16</sup> Vgl. Meier, Ch 1998, s. 30

<sup>17</sup> Vgl. Meier, R. / Sigrist, T. 1996, s. 107-108

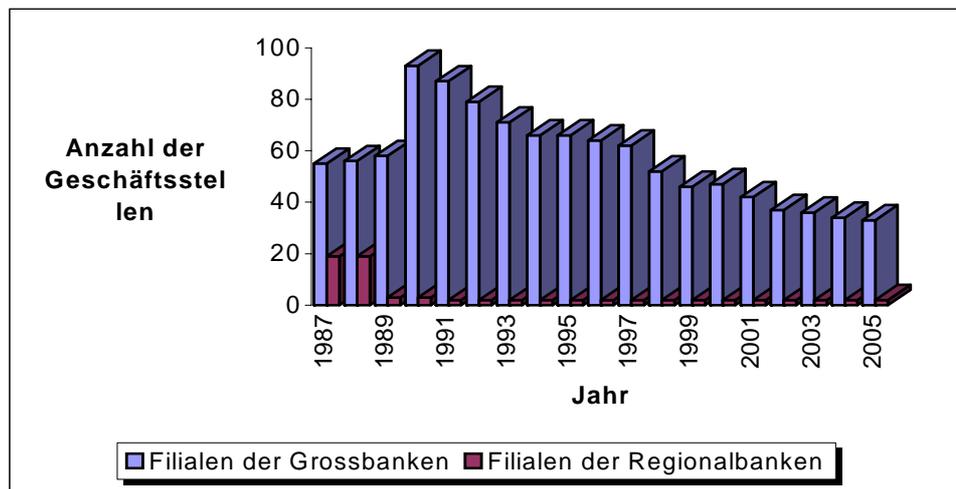
<sup>18</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 2007, s. 423

<sup>19</sup> Vgl. Meier, Ch 1998, s. 29

<sup>20</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 1995, s.37

auf Marktanteilgewinne sowie Bilanzsummenwachstum ausgerichtet, was zum Eingehen überhöhter Risiken verleitete.

Abb. 4: Anzahl der Geschäftsstellen der Grossbanken und der Regionalbanken im Kanton Wallis, Schweiz



Quelle: SNB

Die Immobilien galten als sichere Anlagen. Da der Faktor Boden in der Schweiz sehr knapp war, rechnete niemand mit Preiseinbrüchen auf dem Immobilienmarkt. Deswegen widerspiegelte die Nachfrage nach Immobilien nicht nur den Bedarf der Haushalte und der Unternehmungen an Wohnraum und Gewerbeflächen sondern auch die Nachfrage von Investoren nach dem *Anlagegut Immobilien*<sup>22</sup>. Diese verbreitete Ansicht, dass die Immobilienanlagen relativ sichere Anlagen seien, führte insbesondere im Zuge der Turbulenzen an den Aktienmärkten und sinkender Renditen bei Anleihen zu Portfolioumschichtung in Richtung Immobilienanlagen<sup>23</sup>. Dieser Fakt hatte die Nachfrage nach Immobilien weiter ansteigen lassen.

Zu den weiteren landesspezifischen Faktoren, die zu den spekulativen Immobilienpreissteigerungen beigetragen hatten, gehören *die demografische Entwicklung sowie die Entwicklung der Einkommen* in der Schweiz. Aufgrund der wachsenden Wirtschaft nahm die Zuwanderung der ausländischen Arbeitskräften und ihrer Familien am Ende der achtziger Jahre markant zu (siehe Abb.5).

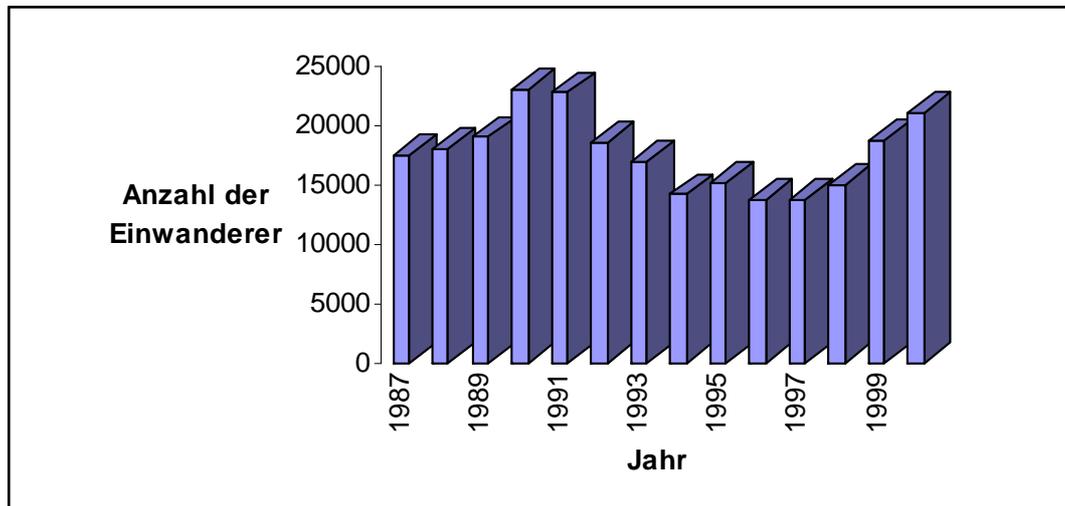
<sup>21</sup> Vgl. Meyer, H 1998, s. 6

<sup>22</sup> Vgl. Meyer, H 1998, s. 6

<sup>23</sup> Vgl. Gischer, H., Weiss, M., s. 28

Der Bevölkerungszuwachs erhöhte die Nachfrage nach Immobilien zusätzlich. Die stark wachsende Beschäftigung und die folglich höheren Haushaltseinkommen stimulierten die Nachfrage nach Immobilien.

Abb. 5: Anzahl der Einwanderer aufgrund der Erwerbstätigkeit in der Schweiz



Quelle: BFS

Um die spekulativen Preissteigerungen auf dem Immobilienmarkt unter Kontrolle zu bringen, verabschiedete der Bund im Oktober 1989 *drei dringliche Bundesbeschlüsse zum Bodenrecht*. Dabei ging es um die Sperrfrist für die Veräusserung nichtlandwirtschaftlicher Grundstücke, die Pfandbelastungsgrenze für nichtlandwirtschaftliche Grundstücke sowie die Anlagevorschriften (maximale Immobilienquote) für Einrichtungen der beruflichen Vorsorge und für Versicherungseinrichtungen. Die Bundesbeschlüsse über die Sperrfrist und die Pfandbelastungsgrenze wurden per 1.1.1995 wieder ausser Kraft gesetzt<sup>24</sup>. Diese Massnahmen der Fiskalpolitik waren zwar keine Hauptursache der Immobilienkrise, hatten aber den Prozess des Preisverfalls auf dem Immobilienmarkt deutlich beschleunigt.

<sup>24</sup> Vgl. Meier, Ch 1998, s. 29

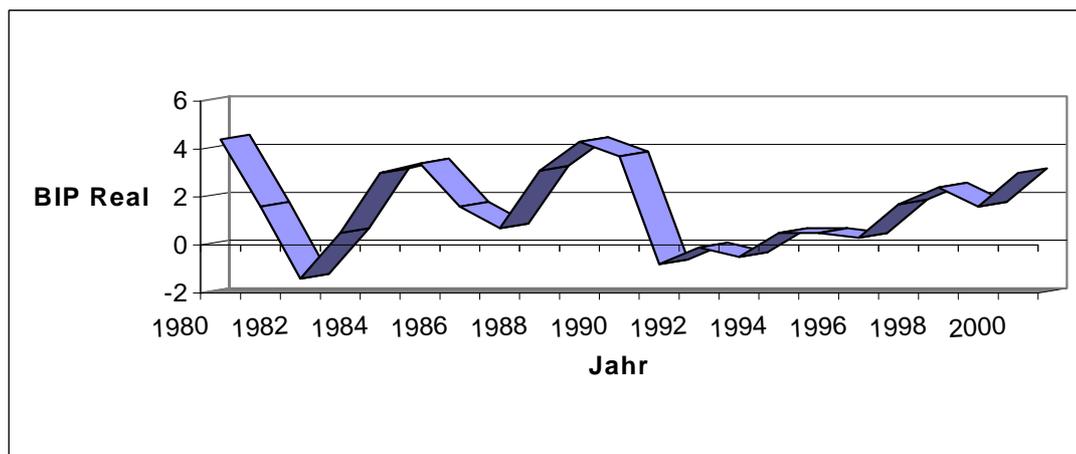
### Zwischenfazit

Die Niedrigzinspolitik der SNB, die lockere Kreditvergabe der Banken, der starke Einwandererzuwachs und steigende Einkommen Mitte der achtziger Jahre verursachten die Entstehung der Immobilienblase in der Schweiz. Der darauf folgende drastische Zinsanstieg seitens der SNB sowie die Bundesbeschlüsse zum Bodenrecht seitens der Fiskalpolitik im Jahr 1989 führten zum Preiszerfall auf dem Immobilienmarkt, wodurch die Immobilienkrise entstand.

### 1.2. Folgen

Das Platzen der Immobilienblase bedeutete grosse Wertverluste für Schweizer Immobilien innerhalb kurzer Zeit. Diese Wertverluste hatten besonders deutliche Auswirkungen auf die Finanz- und Bauindustrie sowie auf den Rest der Wirtschaft. Am Anfang der 90-er Jahre setzte eine andauernde wirtschaftliche Abkühlung ein, die sich in eine Rezession<sup>25</sup> ausweitete (siehe Abb.6).

Abb.6: Wachstum des BIP real in der Schweiz



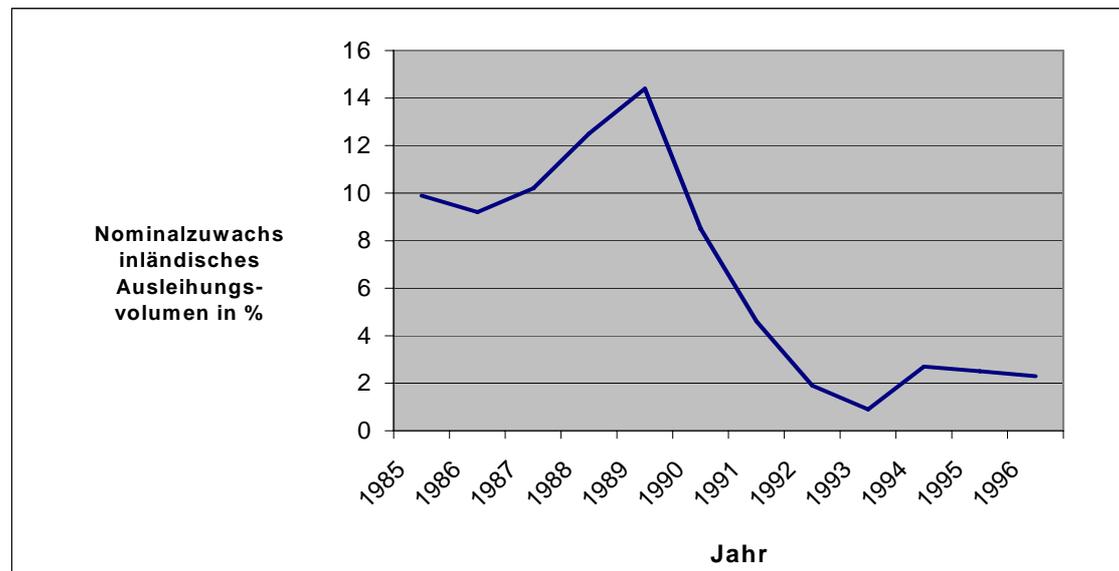
Quelle: OECD

Der schweizerische *Bankensektor* hatte unter dem Preisverfall auf dem Immobilienmarkt zuerst gelitten. Der Immobilienboom war gleichzeitig Ursache und Folge einer starken Expansion der Bankkredite (siehe Abb.7). Einerseits erlaubten die höheren Preise den Schuldner, mehr Kredit aufzunehmen. Andererseits verstärkte

<sup>25</sup> Eine Rezession liegt vor, wenn die Wirtschaft in zwei aufeinander folgenden Quartalen im Vergleich zu den Vorjahresquartalen nicht wächst oder ein Rückgang zu verzeichnen ist (sinkendes Bruttoinlandsprodukt)

die zusätzliche Kreditgewährung ihrerseits die Nachfrage nach Immobilien und deren Preisanstieg<sup>26</sup>. Das wirkte auch in die entgegengesetzte Richtung (vicious circle).

Abb. 7: Nominale Wachstumsrate des inländischen Ausleihungsvolumen der Banken in der Schweiz



Quelle: SNB

Die sinkenden Immobilienpreise trafen die Banken aufgrund der Immobilienlastigkeit ihrer Kreditportefeuilles sowie der hohen Verschuldung vieler Kreditnehmer besonders stark<sup>27</sup>. Der Anteil der schlechten Kredite in den Büchern der Banken stieg kräftig. Nach Schätzungen der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) mussten die Schweizer Banken in den Jahren 1991 bis 1996 insgesamt 8,5% ihres Kreditvolumens abschreiben. In Abb. 8 erkennt man, dass der Anteil der Verluste, Abschreibungen und Rückstellungen (VAR) im schweizerischen Bankensektor in den Jahren 1984-1995 im Vergleich zu den leicht zurückgehenden Reingewinnen stark zugenommen hatte.

Die grossen Banken konnten die Verluste aus dem Hypothekengeschäft und der Immobilienfinanzierung durch die Erträge aus dem Auslandgeschäft zum grossen Teil wettmachen. Die kleinen regionalen Banken, die vom inländischen Kreditgeschäft

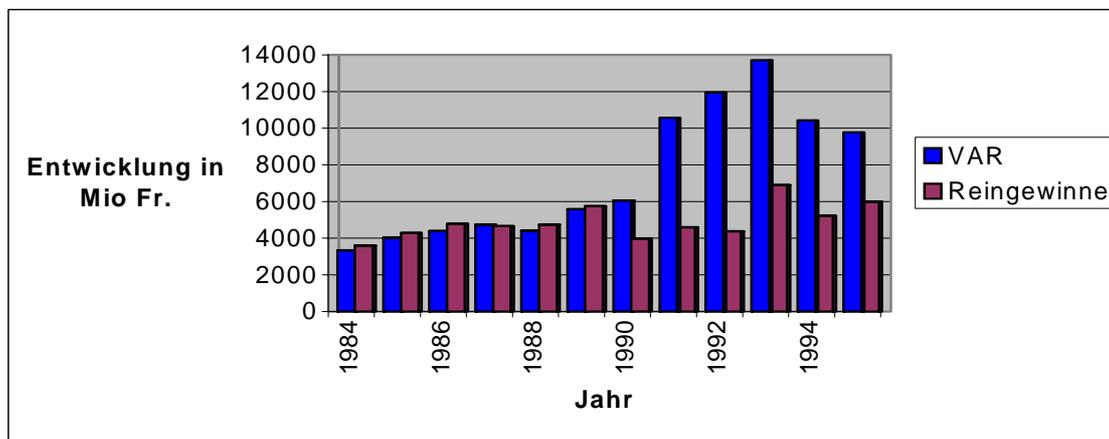
<sup>26</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 2007, s. 423

<sup>27</sup> Vgl. Meier, Ch 1998, s. 30

stark abhängig waren, mussten dagegen ums Überleben kämpfen<sup>28</sup>. Eine Strukturbereinigung im Bankensektor hatte begonnen.

Das grösste Opfer der Krise war die Spar- und Leihkasse Thun, die im Oktober 1991 ihre Schalter aufgrund der Überschuldung schliessen musste. Diese mittelgrosse Regionalbank mit einer Bilanzsumme von rund 1 Mrd CHF war bei der Belehnung von Immobilien ein allzu grosses Risiko eingegangen. Die Folge: für die hohen Wertberichtigungen reichten die Reserven nicht mehr aus, was zum Betriebsbewilligungsentzug durch die Bankenaufsicht führte<sup>29</sup>.

Abb. 8: Verluste, Abschreibungen und Rückstellungen (VAR) und die Reingewinne im schweizerischen Bankensystem in den Jahren 1984-1995



Quelle: SNB

In den folgenden Monaten gerieten weitere Regionalbanken in Schwierigkeiten, was zu zahlreichen Umstrukturierungen und Übernahmen sowohl durch die Grossbanken als auch durch die grössten Kantonalbanken führte. Am stärksten gefährdet waren Banken, die wegen des Immobilienbooms rasch gewachsen waren, wie auch die Spar- und Leihkasse Thun<sup>30</sup>, ihre Schuldner zu wenig vorsichtig ausgewählt hatten und ihre Kredite statt mit vergleichsweise günstigen Spargeldern durch teure Festgelder refinanzieren mussten. In Folge verschwanden zwischen 1991 und 1996 mehr als die Hälfte der ursprünglich rund 180 Regionalbanken<sup>31</sup>. Die so zahlreich aufgebauten Bankenfialen in den 80-er Jahren wurden in den 90-er Jahren wieder geschlossen. Allein 1996 gaben die drei Grossbanken die Schliessung von fast 250 der insgesamt

<sup>28</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 2007, s. 424

<sup>29</sup> Vgl. NZZ Online 2006, s. 1 Abrufdatum: 29.09.2008

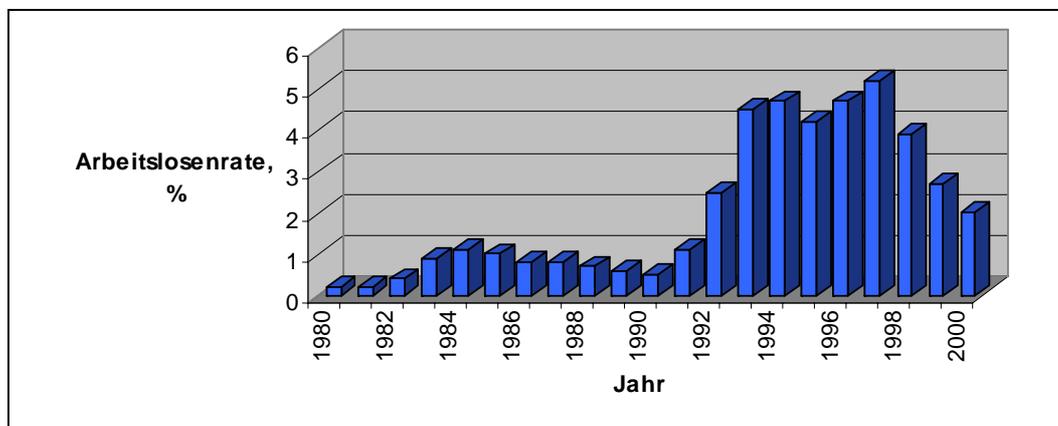
<sup>30</sup> in sechs Jahren ist ihre Bilanzsumme von knapp 400 Mio CHF auf über 1 Mrd CHF gestiegen

1100 Filialen bekannt<sup>32</sup>, was z. T. auf die Übernahmen der Regionalbanken zurückzuführen war.

Fehlende Liquidität und hohe Abschreibungen zwangen die Banken ihre Kreditvergabepolitik restriktiver zu gestalten. So wurde eine Immobilienkrise zu einer Bankenkrise, die sich letztlich auch auf die Gesamtwirtschaft ausweitete.

Fallende Immobilienpreise bedeuteten auch schwere Folgen für die *Baubranche*, deren Anteil am BIP in den späten 80-er Jahren 16% erreichte, was im internationalen Vergleich überdurchschnittlich gross war<sup>33</sup>. Aufgrund der geschrumpften Nachfrage nach Immobilien und damit des zurückgehenden Bauvolumens sowie der restriktiven Kreditvergabe der Banken sah sich die Baubranche in den 90-er Jahren mit Überkapazitäten konfrontiert<sup>34</sup>. Die Kapazitätskürzungen lösten negative Beschäftigungseffekte aus. So stieg die Anzahl der *Arbeitslosen* in den 90-er Jahren in der Schweiz auf fast 5% (siehe Abb.9), wobei jeder zehnte Arbeitslose aus dem Baugewerbe stammte. Die Umstrukturierungen und Entlassungen im Bankensektor hatten deutlich zur Steigerung der Arbeitslosenrate beigetragen.

Abb. 9: Entwicklung der Arbeitslosenrate in der Schweiz, in %



Quelle: BFS

<sup>31</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 2007, s. 425

<sup>32</sup> Vgl. Hügli, F. 1997, s. 6

<sup>33</sup> Vgl. Meyer, H 1998, s. 2

<sup>34</sup> Vgl. Braun, U. / Feghali, Ch. / Neff, M. 2000, s. 7

Die Bautätigkeit hatte zudem aufgrund ihrer Verflechtung mit anderen Branchen eine starke Multiplikatorwirkung: die Bauinvestitionen führen zu Folgeaufträgen beispielweise im Gartenbau, in der Möbelindustrie oder in der Textilindustrie<sup>35</sup>.

Eine sinkende Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor führte dazu, dass weitere Gewerbeflächen freigesetzt wurden. Gleichzeitig kam die Nachfrage nach kommerziellen Liegenschaften praktisch zum Erliegen<sup>36</sup>.

Die negativen Folgen aus der Immobilienkrise für die Baubranche widerspiegelten sich so in der Entwicklung des BIP in den 90-er Jahren.

Der starke Rückgang der Immobilienpreise sowie die steigende Arbeitslosigkeit wirkten sich auch auf den *privaten Konsum* sehr negativ aus. Die privaten Verbraucher konsumieren umso mehr und sparen umso weniger, je höher sie das von ihnen gehaltene Vermögen einschätzen. Die Immobilienwertveränderungen haben empirisch betrachtet einen stärkeren Einfluss auf die Konsumentenausgaben als z.B. die Veränderungen des Wertes von Aktienvermögen<sup>37</sup>. So hatten damals viele Haushalte nach dem starken Wertverlust der Wohnimmobilien und noch ausstehender Finanzierungsschuld ein negatives Reinvermögen zu verzeichnen. Es entstand ein grosser *negativer Vermögenseffekt*. Zudem sank die Kreditwürdigkeit der Haushalte dramatisch. Da die Kreditverbindlichkeiten der privaten Haushalten in den 80-er Jahren mit den steigenden Immobilienpreisen deutlich zugenommen hatte, führte dies dazu, dass das Verhältnis von Kreditverbindlichkeiten zu verfügbarem Einkommen sich erhöhte. Die Anhebung der Hypothekarzinsen seitens der Banken (siehe Abb.10) verschärfte die Situation, da die Haushalte einen grösseren Anteil ihres laufenden Einkommens für die Tilgung bzw. Zinszahlungen verwenden mussten<sup>38</sup>. Dadurch reduzierte sich das für den Konsum zur Verfügung stehende Einkommen. Im Jahr 1993 sanken z.B. die Ausgaben der Haushalte für den Endkonsum um 0.6% im Vergleich zum Vorjahr<sup>39</sup>. Neben dem negativen Vermögenseffekt ergab sich so *ein negativer Einkommenseffekt*, was zur Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führte.

---

<sup>35</sup> Vgl. Meyer, H 1998, s. 3

<sup>36</sup> Vgl. Braun, U. / Feghali, Ch. / Neff, M. 2000, s. 7

<sup>37</sup> Vgl. Case, K., Quigley, J., Shiller, R. 2005, s. 1-32

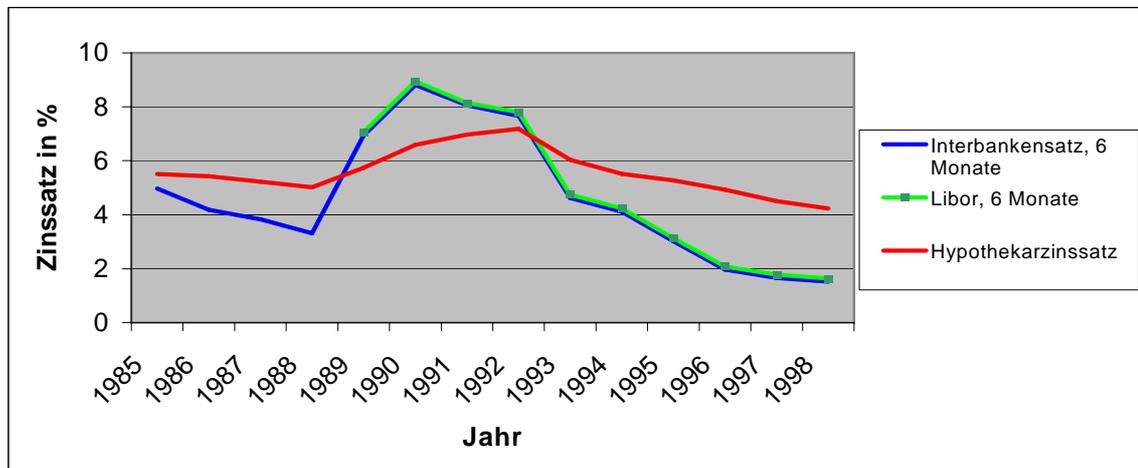
<sup>38</sup> Vgl. Gischer, H., Weiss, M., s. 35

<sup>39</sup> Daten auf

[http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/04/02/01/key/verbrauch\\_der\\_haushalte.html](http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/04/02/01/key/verbrauch_der_haushalte.html)

Durch die restriktive Kreditvergabepolitik der Banken und die schwache gesamtwirtschaftliche Nachfrage geriet die Investitionstätigkeit der Unternehmen ins Stocken. Viele Unternehmen konnten aufgrund der mangelnden Finanzierung ihre Tätigkeit nicht weiter ausüben. So erhöhten sich die Firmenkonkurse von 2 000 im Jahr 1987 um ca. 200% auf 6 000 im Jahr 1993<sup>40</sup>. Die gesamte Realwirtschaft wurde so von der Immobilienkrise erfasst, was sich in der negativen Entwicklung des BIP widerspiegelte.

Abb. 10: Entwicklung des Interbankenzinssatzes, Libor<sup>41</sup> in CHF sowie des Hypothekenzinssatzes total in der Schweiz



Quelle: SNB

Aufgrund der negativen realwirtschaftlichen Konsequenzen wurden von der Schweizer Regierung einige Schritte zur Stabilisierung der Wirtschaft eingeleitet.

Die SNB arbeitete in Zusammenarbeit mit der EBK *einen dreistufigen Plan zur Bewältigung der Bankenkrise* aus. Die Banken konnten eine Liquiditätsgarantie der SNB bekommen, solange sie die Eigenmittelvorschriften aufgrund der aktuellen Marktbewertung erfüllten.

Diese Massnahme hatte zwar weitere Konkurse im Bankensektor verhindern können, hatte aber das Bankensystem nicht zur endgültigen Stabilisierung bringen können. Im Jahr 1994 wurde *ein Bankengesetz zum Schutz der Einleger* bei einer Sanierung oder Liquidation (Konkursprivileg für die ersten 30 000 Franken pro Einleger)

<sup>40</sup> Vgl. Meier, Ch 1998, s. 24

verabschiedet. Dieses Gesetz sollte die Kleingläubiger besser schützen und somit helfen das in den letzten Jahren stark geschädigte Vertrauen der Kunden in die Regionalbanken zurückzugewinnen<sup>42</sup>.

Da die Probleme in der Baubranche die ganze schweizerische Wirtschaft belasteten, wurde im Frühling 1993 ein *Programm zur Konjunkturbelebung* in Höhe von 300 Mio CHF vom Parlament verabschiedet. Zwei Drittel der Mittel wurde für den sogenannten Investitionsbonus bestimmt, mit dem öffentliche Bauvorhaben finanziell unterstützt wurden. Ein Drittel wurde zur Förderung des Wohnungsbaus verwendet. Dazu wurden Eventualbürgschaften von über 7 Mrd CHF zugunsten der Wohnbauförderung ausgesprochen. Aufgrund des starken Multiplikatoreffektes der Bautätigkeit hatte der Bund von diesem Programm eine nachhaltige Wirkung für die gesamte Konjunktur erwartet<sup>43</sup>.

### *Zwischenfazit*

Die Immobilienkrise hatte schwere Folgen für die Gesamtwirtschaft in den 90-er Jahren für die Schweiz. In erster Linie wurde der Bankensektor sowie die Baubranche von den fallenden Immobilienpreisen betroffen. Die restriktive Kreditvergabepolitik, die Umstrukturierungen im Bankensektor, die Überkapazitäten und massive Entlassungen im Bausektor sowie starke Auswirkungen des negativen Vermögens- und Einkommenseffekts auf den privaten Konsum führten dazu, dass auch die übrige Realwirtschaft die Folgen der Immobilienkrise zu spüren bekam. Die negative Entwicklung des BIP in den Jahren 1992/94 sowie die hohe Anzahl von Firmenkonkursen hatten die Gesamtwirtschaft in der Schweiz schwer belastet. Die Immobilienpreise in der Schweiz konnten sich erst im Jahr 1998 erholen. Die Schweizer Wirtschaft erlebte seit dem Jahr 1997 durch den Informationstechnologieboom einen Schub. Aus diesem entstand später eine Dotcom-Blase.

---

<sup>41</sup> Der Schweizerfranken-Libor entspricht den für Schweizerfrankenkredite offerierten Konditionen an führende Banken

<sup>42</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 2007, s. 425-428

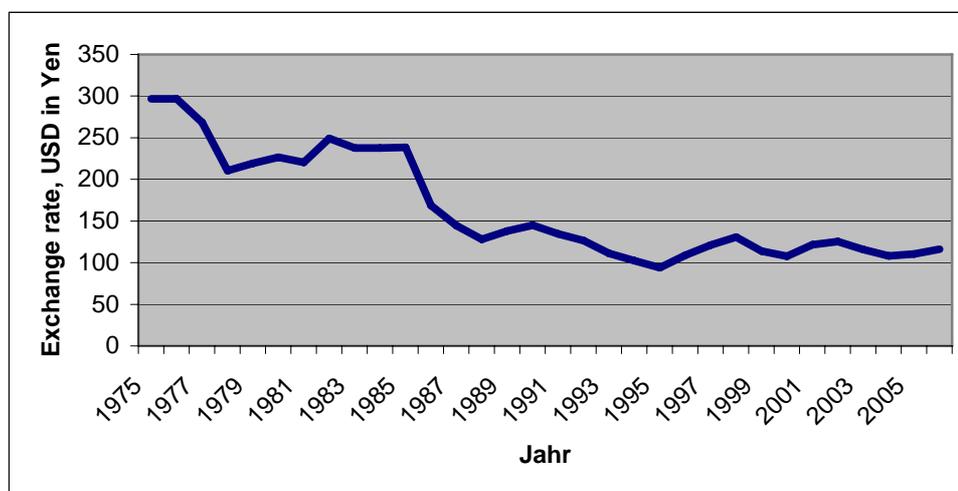
## 2. Immobilienkrise in Japan 1990 und in den USA 2007

Dem drastischen Preisverfall auf dem Immobilienmarkt zu Beginn der 90-er Jahre in Japan und seit 2007 in den USA folgte jeweils eine negative wirtschaftliche Entwicklung. Die Immobilienkrisen in den beiden Volkswirtschaften sind aus relativ ähnlichen Gründen entstanden, die in diesem Kapitel analysiert werden.

### 2.1. Entstehungsursachen Japan

Japan war in den 80-er Jahren eine der führenden Wirtschaftsmächte der Welt und galt durch seine Dynamik und Innovationsfähigkeit als “Motor” der weltwirtschaftlichen Konjunktur<sup>44</sup>. Der wirtschaftliche Aufschwung insbesondere Mitte der 80-er Jahre ist auf die Geldpolitik der Bank of Japan sowie auf einige wirtschaftspolitische Entscheidungen zurückzuführen. So wurde im Jahr 1985 im Rahmen *des Plaza- Abkommens* zwischen einigen europäischen Industrieländern und den USA vereinbart, dass der US-Dollar konzentriert abgewertet wird.

Abb. 11: Entwicklung der US-Dollar/Yen-Parität



Quelle: OECD

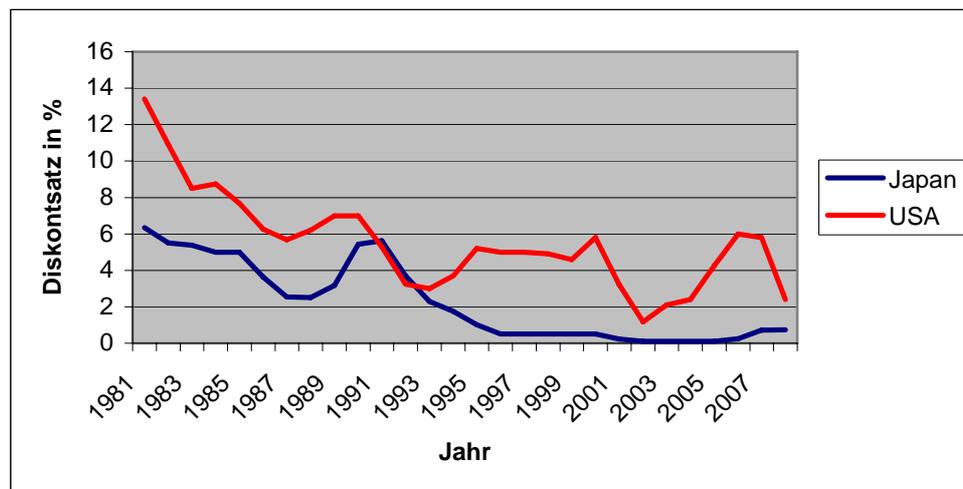
Die Yen-Aufwertung gegenüber dem US-Dollar (siehe Abb.1) machte folglich ausländische Investitionen in Japan attraktiver<sup>45</sup>. Allerdings wurde die exportabhängige japanische Wirtschaft durch den starken Yen geschwächt, was sich in rückgängigen Absatzmengen widerspiegelte. Die Bank of Japan beschloss darauf

<sup>43</sup> Vgl. Meyer, H 1998, s. 9

<sup>44</sup> Vgl.o. V.: [www.lycos.de/geld\\_boerse/geschichte/10.html](http://www.lycos.de/geld_boerse/geschichte/10.html)

den japanischen Exportsektor mit der *Politik des billigen Geldes* zu unterstützen, indem sie die Leitzinsen deutlich senkte. So fiel der Diskontsatz in den Jahren 1985/87 von 5 % auf 2,5% und blieb so bis zum Jahr 1989 während in anderen Ländern z. B. in den USA die Zinsen schon Ende 1987 bzw. im Jahr 1988 angehoben wurden<sup>46</sup> (siehe Abb.12).

Abb. 12: Zinsentwicklung in Japan und in den USA in den Jahren 1981- Oktober 2008



Quelle: SNB

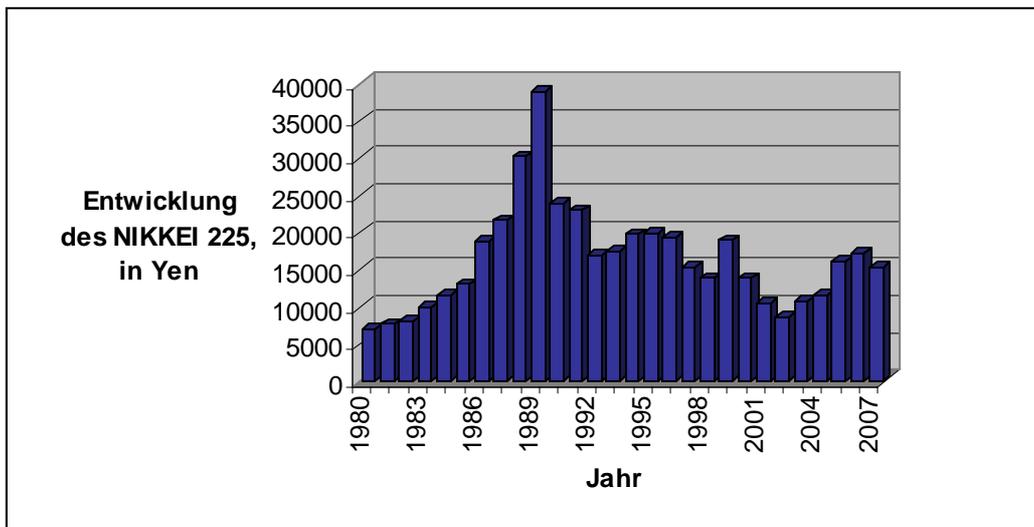
Die lockere Geldpolitik sowie zahlreiche Investitionen in die japanische Wirtschaft trieben allerdings den Aktienmarkt in die Höhe. So wurde im Jahr 1989 *die japanische Börse* zur weltweit grössten Aktienbörse mit einer Kapitalisierung von fast 10 000 Mrd USD<sup>47</sup>. Der Leitindex Nikkei-225 verdoppelte sich innerhalb von nur drei Jahren und erreichte im Dezember 1989 mit 38.916 Yen einen neuen Höchststand (siehe Abb.13). Ein grosser Run auf die Börse startete im Jahr 1987 mit der Einführung einer ersten Tranche des bis dahin staatlichen Telekommunikationsunternehmens Nippon Telephone & Telegraph (NTT). Schon im Jahr 1988 überstieg der Börsenwert von NTT bereits den Wert aller an sämtlichen deutschen Börsen notierten Inlandsaktien<sup>48</sup>. Dies wirkte sich auch auf die Kurse der anderen Aktien aus.

<sup>45</sup> Vgl. Neppert, M., 2006

<sup>46</sup> Vgl.o. V.: [www.lycos.de/geld\\_boerse/geschichte/10.html](http://www.lycos.de/geld_boerse/geschichte/10.html)

<sup>47</sup> Vgl. Becker, H. 2008, s. 1

Abb. 13: Entwicklung des NIKKEI 225 in den Jahren 1980-2007



Quelle: Bloomberg

Einige wirtschaftspolitische Entscheidungen der Regierung zur *Liberalisierung und Deregulierung der Finanzbranche* wirkten sich ebenfalls sehr positiv auf die Entwicklung der japanischen Börse sowie auf den Zuwachs von ausländischen Investitionen aus. So war die *Reform des Foreign Exchange and Trade Control Act* im Jahr 1980 ein wichtiger Schritt zur Deregulierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs. Dadurch waren Kapitaltransaktionen mit dem Ausland, die nach dem alten Gesetz noch im Grundsatz verboten waren, nun generell erlaubt, sofern sie nicht ausdrücklich untersagt waren. Einen weiteren wichtigen Schritt im Zuge der Öffnungsbestrebungen stellte die Schaffung eines *Tokyoter Offshore-Marktes* dar. Transaktionen auf diesem Markt waren von Zinsregulierungen, Mindestreserveverpflichtungen und Einlagenversicherung ausgenommen<sup>49</sup>. Im Jahr 1987 wurde im Zuge der zunehmenden Bedeutung des Gensaki-Handels<sup>50</sup> ein Markt für Commercial Papers<sup>51</sup> eingeführt. Diese Liberalisierungs- und Deregulierungsreformen im Finanzsektor seitens der japanischen Regierung

<sup>48</sup> Vgl.o. V.: [www.lycos.de/geld\\_boerse/geschichte/10.html](http://www.lycos.de/geld_boerse/geschichte/10.html)

<sup>49</sup> Vgl. Becker, J./ Heinz, R. 2003, s. 195

<sup>50</sup> Gensaki waren Wertpapierpensionsgeschäfte mit Rückkaufvereinbarungen zum Zwecke einer kurzfristigen Kreditbeschaffung (Laufzeit meist zwischen 10 Tagen und 3 Monaten), die aufgrund ihrer anfänglichen Irrelevanz nicht der Zinsregulierungen unterlagen. Dieser Markt gewann infolge der höheren Umsätze am Wertpapiermarkt und der höheren Liquidität im Nichtfinanzsektor stark an Bedeutung.

<sup>51</sup> Das sind – meist in Tranchen begebene – Inhaberschuldverschreibungen zum Zwecke der kurzfristigen Finanzierung.

verleiteten viele Unternehmen, ihre Investitions- und Finanzierungsverhalten zu ändern.

V.a. grosse Unternehmen begannen sich nicht mehr über Banken zu finanzieren, sondern verstärkt auf verschiedene Formen der Eigenfinanzierung u.a. auch auf ausländische Kapitalmärkte zurückzugreifen. Der ursprünglicher Bankkredit hatte für diese Unternehmen als Finanzierungsform folglich an Bedeutung verloren<sup>52</sup>.

Viele Unternehmen konnten ihre Finanzmittel wesentlich lukrativer als zuvor am Finanzmarkt anlegen und dadurch bessere Erträge als durch Investitionen in Ihrem Kerngeschäft erzielen<sup>53</sup>. So versuchten besonderes die Unternehmen deren Branchen damals an Bedeutung verloren hatten, wie z. B. aus der Schwerindustrie, die sinkenden Gewinne aus dem eigenen Geschäft durch Börsengewinne auszugleichen. Dadurch waren die einheimischen Banken deutlich veränderten Rahmenbedingungen ausgesetzt. Der Wettbewerb mit nationalen und internationalen Konkurrenten führte zum Preiskampf, was sich negativ auf die Zinsmargen auswirkte. Sinkende Erträge veranlassten viele Banken folglich den Anteil der risikoreicheren Positionen in ihren Kreditportfolios auszuweiten. Dadurch kam es zu einer verstärkten Kreditvergabe an private Haushalte, an den Immobiliensektor sowie an Klein- und Mittelbetriebe. Als Kreditsicherheit benutzten die Unternehmen in der Regel ihren grossen Immobilienbesitz. Die grosse Nachfrage auf dem Immobilienmarkt führte dazu, dass die Immobilienpreise sich in Japan zwischen 1985 und 1990 verdoppelten<sup>54</sup>. In Abb. 14 sieht man, dass nicht nur die Preise für Wohnimmobilien, sondern auch die für kommerzielle Liegenschaften in der zweiten Hälfte der 80-er Jahre deutlich angestiegen waren. In dieser Zeit waren alle japanischen Grundstückswerte zusammen sogar viermal so hoch bewertet wie die der gesamten Vereinigten Staaten<sup>55</sup>. So entstand die grösste Immobilienblase in der Geschichte Japans. Gleichzeitig erhöhte die Industrie ihre Kapazitäten, was auf die lockere Geldpolitik und die folgend vereinfachte Kreditvergabe durch die Banken sowie auf die neuen Finanzierungsmöglichkeiten zurückzuführen war. Die Überkapazitäten führten später zur andauernden Deflation.

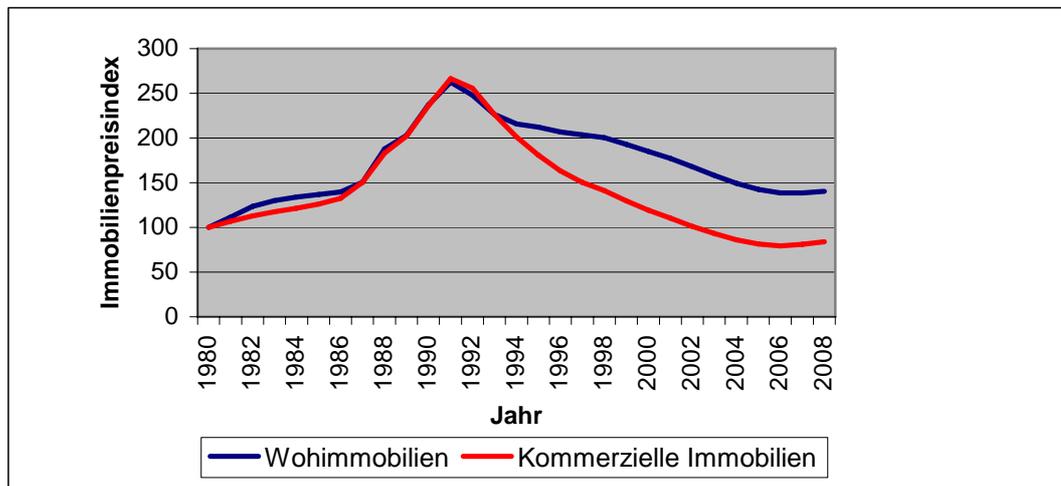
---

<sup>52</sup> Vgl. Becker, J./ Heinz, R. 2003, s. 196

<sup>53</sup> Vgl. Becker, J./ Heinz, R. 2003, s. 196

<sup>54</sup> Vgl. Becker, H. 2008, s.1

Abb. 14: Entwicklung der landesweiten Immobilienpreise in Japan in den Jahren 1980-2008



Quelle: Ministry of Infrastructure & Transport

### *Zwischenfazit*

Die Blasenbildung auf dem Immobilien- und Aktienmarkt in Japan setzte sich nach dem Plaza-Abkommen im Jahr 1985 fort. Die Politik des billigen Geldes sowie die Liberalisierungs- und Deregulierungsreformen im Finanzsektor seitens der japanischen Regierung führten dazu, dass eine hohe Investitionsnachfrage die Preise von Immobilien in die Höhe trieb. Ausländische Investitionen flossen aufgrund des starken Yens in die japanische Wirtschaft und v.a. in den Aktien- und Immobilienmarkt. Gleichzeitig beliehen einheimische Banken bedenkenlos jede Immobilie, die Ihnen als Sicherheit angeboten wurde, im Vertrauen auf weiter steigende Aktien- und Immobilienpreise. So konnten sich die Immobilienpreise in Japan vom Jahr 1985 bis zum Jahr 1990 landesweit verdoppeln, was zur größten Immobilienblase Japans führte.

## **2.2. Folgen**

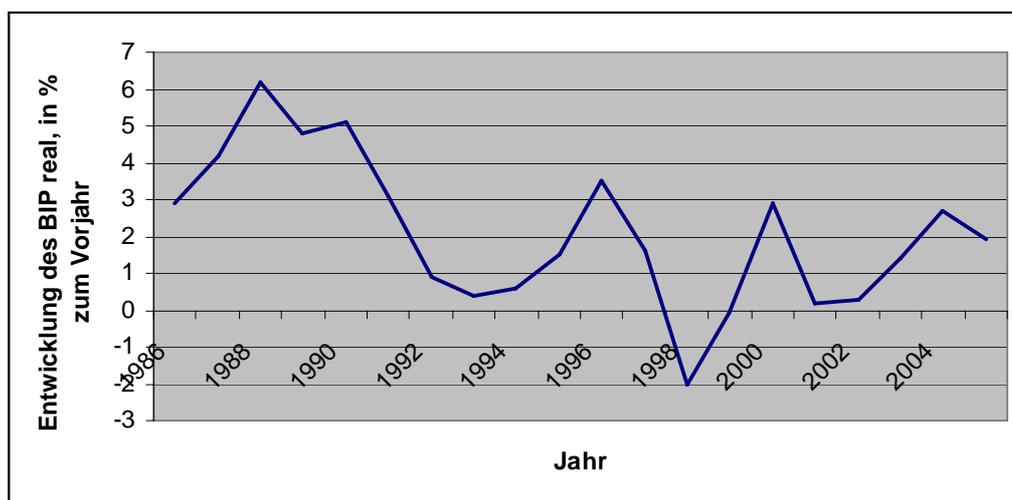
Die im Jahr 1990 geplatze Immobilienblase in Japan hatte schwere Folgen für die japanische Wirtschaft, welche noch z. T. heute zu spüren sind.

<sup>55</sup> Vgl. o. V.: [www.lycos.de/geld\\_boerse/geschichte/10.html](http://www.lycos.de/geld_boerse/geschichte/10.html)

Als Auslöser für das Platzen der Immobilienblase kann man erstens *die restriktivere Geldpolitik* der japanischen Regierung nennen. So hob die Bank of Japan in den Jahren 1989/90 den Diskontsatz von 2.5% auf 6% an (siehe Abb.12). Zweitens wurde zusätzlich im Jahr 1989 *eine Steuerreform* durchgeführt: Die Einführung der Mehrwertsteuer sollte dem verschuldeten Staat steigende Steuereinnahmen bringen<sup>56</sup>. Drittens beschränkte die japanische Regierung zur Bekämpfung der Exzesse auf dem Immobilienmarkt *gesetzlich die Höhe der Kreditsumme*, die Banken für Immobiliengeschäfte ausgeben durften.

Diese wirtschaftspolitischen Massnahmen führten dazu, dass zuerst die Aktienbörse zusammenbrach und folglich die Immobilienblase platzte. So lag der Nikkei-225 Mitte 1991 bei 28 000 Yen, ein Drittel tiefer im Vergleich zum Jahr 1989. Die Immobilienpreise hatten in den Ballungsräumen innerhalb einer Dekade um rund 85% am Wert verloren<sup>57</sup>. Diese Wertverluste hatten schwere Folgen sowohl für den Finanzsektor als auch für die gesamte japanische Wirtschaft. Das reale Bruttoinlandsprodukt wuchs im folgenden Jahrzehnt im Durchschnitt nur rund 1% pro Jahr, deutlich langsamer als in anderen Industrieländern. Am Ende der 90-er Jahre rutschte die japanische Wirtschaft sogar in eine Rezession

Abb.15: Entwicklung des BIP in Japan in den Jahren 1986/2005



Quelle: SNB

<sup>56</sup> Vgl. o. V.: [www.lycos.de/geld\\_boerse/geschichte/10.html](http://www.lycos.de/geld_boerse/geschichte/10.html)

<sup>57</sup> Vgl. Becker, H. 2008, s.1

Die Banken waren unmittelbar durch den Preisverfall auf dem Immobilienmarkt betroffen. Da das inländische Kreditvolumen zwischen 1985 und 1990 drastisch um 49% ausgeweitet wurde<sup>58</sup> und als Kreditsicherheit meistens Immobilien dienten, hatten die Banken in den 90-er Jahren viel Abschreibungspotenzial in den Büchern. Die genaue Anzahl der notleidenden Krediten war aber sehr schwierig zu beziffern, da es keine einheitlichen Buchführungsprinzipien für den Bankensektor sowie keine unabhängigen Kontrollinstanzen gab. Verlässliche Statistiken über die Zahlungsbereitschaft der Banken existierten auch nicht, was den Prozess der Bankenrekapitalisierung deutlich behinderte. Die Regierung sah das Problem im Bankensektor nicht und Abschreibungen wurden bis ins Jahr 1995 vermieden. Die Abwärtsbewegungen an den Wertpapier- und Immobilienmärkten wurden durch die Regierung als zyklisch bedingte Korrekturbewegung interpretiert, für die kein unmittelbarer politischer Handlungsbedarf bestand<sup>59</sup>. Statt die Symptome einer sektoralen Bankenkrise zu bekämpfen, wartete die Regierung auf die Erholung der Märkte und damit auf die Stabilisierung des Bankensystems. Mitte der 90-er Jahre verschärften sich die Probleme im Finanzsektor allerdings zunehmend. Sehr oft waren die Banken auf einen Bereich des Kreditgeschäfts konzentriert. Diejenige, die auch andere Geschäfte ausübten, hatten oft Mühe, ihr Gebühren und Kommissionen Einkommen aus anderen Geschäftsfeldern zu erhöhen, da sie oft durch staatliche Regulierungen bei Geschäften wie OTC Derivaten, Brokerage oder Underwriting eingeschränkt wurden<sup>60</sup>. Selbst nach der vollen Deregulierung im Jahr 2001 kam das Einkommen der japanischen Banken zu 76% aus dem Kreditgeschäft<sup>61</sup>. Deswegen brachten die sinkenden Preise auf dem Immobilienmarkt diese Banken in Gefahr. So kollabierte als erste im 1995 die gesamte Hypothekarbranche Jusen<sup>62</sup>. Die Jusen-Finanzinstitute wurden von diversen Banken zur Finanzierung des Wohnbaus gegründet. Das waren Institute, die keine Einlagenbasis hatten und stattdessen geliehenes Geld weiterverliehen<sup>63</sup>. Die ersten Probleme bei diesen Finanzinstituten zeigten sich schon im Jahr 1992, als zwei Drittel der Kredite als notleidend eingestuft werden mussten<sup>64</sup>. Da das Jusen-Management starke Netzwerkbeziehungen zum

---

<sup>58</sup> Vgl. Becker, H., 2008, s.1

<sup>59</sup> Vgl. Becker, J./ Heinz, R. 2003, s. 202

<sup>60</sup> Vgl. Kashyap, A. 2002, s. 2

<sup>61</sup> Vgl. Kashyap, A. 2002, s. 2

<sup>62</sup> Vgl. Becker, H. 2008, s.1

<sup>63</sup> Vgl. Mayer-Kuckuk, F. 2008, s. 2

<sup>64</sup> Vgl. Becker, J./ Heinz, R. 2003, s. 202

Finanzministerium pflegte, konnte die ganze Branche weiter im Geschäft bleiben. Erst im Jahr 1995, als die Hoffnung der Regierung auf die Erholung der Immobilienmärkte verloren ging, wurden die Jusen-Finanzinstitute liquidiert. Durch solche traditionelle Netzwerkbeziehungen wurde der ganze japanische Finanzsektor geprägt, was dazu führte, dass auch schwache, unprofitable Finanzinstitute auf Kosten der Stärkeren oder der Steuerzahler am Leben blieben. Die Insolvenzen der Finanzinstitute waren trotzdem unvermeidbar, auch wenn sie so lang wie möglich hinausgezögert wurden. Schon im Jahr 1997 folgten Pleiten von Grossbanken und Investmenthäusern.

Die japanische Regierung griff erst im Jahr 1998 zu Massnahmen. Um mehr Transparenz in den Finanzsektor zu bringen, gründete die Regierung eine Behörde zur Finanzüberwachung. Diese Behörde wurde nicht unter die Kontrolle des Finanzministeriums gestellt, was für sie eine Unabhängigkeit von der Regierung und somit mehr Handlungsspielraum bedeutete. 1998 wurden strengere Buchhaltungsprinzipien eingeführt, welche von den Banken forderten, Sicherheiten für ihre Passiva nun zum Marktwert statt zum Buchwert zu bewerten<sup>65</sup>. Die Deregulierungsreformen im Finanzsektor wurden fortgeführt: Durch das Finanzministerium streng geregelte Geschäftstätigkeiten der Finanzinstitute wurden nun gelockert, was den Geschäftsbereich der Banken deutlich erweiterte. Zudem pumpte die Regierung Billionen von Yen in die schwächsten Banken. Trotz allen Massnahmen ging die Kreditvergabe seitens der Banken seit 1998 weiter zurück und eine jahrelang andauernde Kreditklemme breitete sich aus (siehe Abb.16).

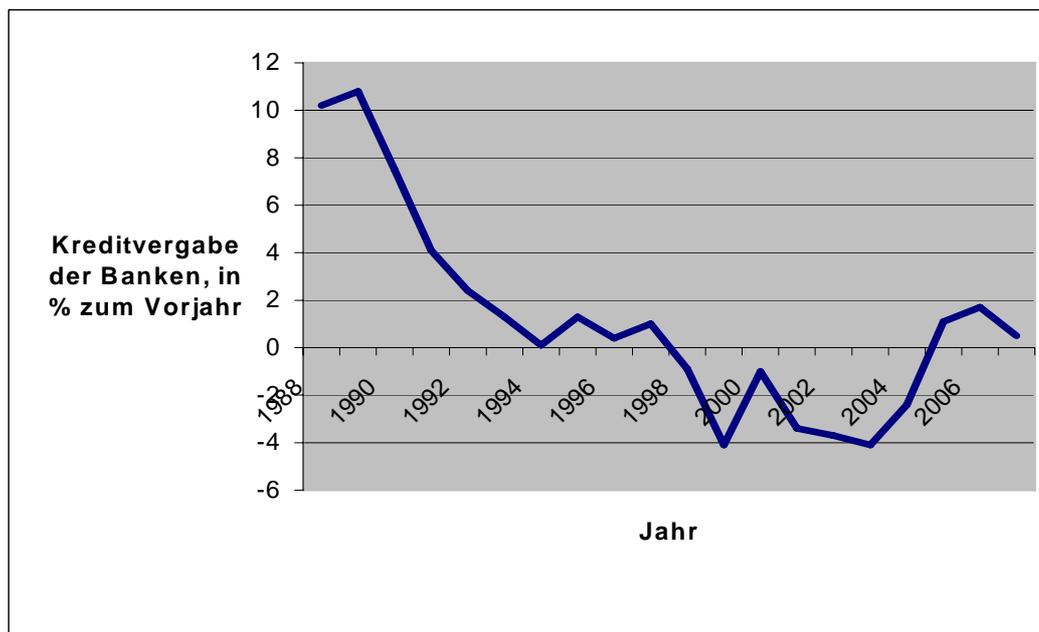
*Japanische Unternehmen*, die schon ohnehin in Schwierigkeiten steckten, waren durch die beschränkte Kreditvergabe am stärksten betroffen. Unternehmen gleich wie Banken hatten gewaltige Löcher in ihren Bilanzen. Geliehenes Geld war schon längst ausgegeben worden, v.a. investiert in Fabriken, die keiner mehr brauchte oder in Aktien, die deutlich an Wert verloren hatten. Zudem hatten viele Manager noch in der Phase der Blasenbildung aus Angst vor einem zukünftigen Arbeitskräftemangel massiv neue Mitarbeiter eingestellt, die man aufgrund der Unflexibilität des japanischen Arbeitsmarktes später schwierig entlassen konnte. So hatten die japanischen Unternehmen Mitte der 90-er Jahre zu viel Personal, zu hohe Kapazitäten und zu viele Schulden<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup> Vgl. Becker, J./ Heinz, R. 2003, s. 203-204

<sup>66</sup> Vgl. Mayer-Kuckuk, F. 2008, s. 3

Abb. 16: Entwicklung des Kreditvergabevolumens seitens japanischer Banken in Jahren 1988-2000



Quelle: Bloomberg

Das System der Überkreuzbeteiligungen zwischen den Hausbanken und den Unternehmen, die so genannte Keiretsus<sup>67</sup>, das in den 80-er Jahren noch als Erfolgsfaktor der japanischen Wirtschaft angesehen worden war, entwickelte sich nun zum Verhängnis für viele Unternehmen<sup>68</sup>. So waren viele grosse japanische Unternehmen zusammen mit den grossen japanischen Banken in die so genannten sokaiya-Korruptionsskandale verwickelt, die in den 90-er Jahren ans Licht kamen und einen gigantischen Vertrauensschaden für die japanische Wirtschaft bedeuteten. Dadurch waren auch die Finanzierungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt für japanische Unternehmen deutlich eingeschränkt, was die Liquiditätsnot noch mehr verschärfte. Viele Unternehmen gingen damals in die Insolvenz, darunter waren auch grosse Baukonzerne, die börsenkotiert waren<sup>69</sup>. Die *Arbeitslosigkeit* stieg auf fast 5% im Jahr 2000, was für japanische Verhältnisse sehr hoch war. Die hohe Arbeitslosigkeit schlug sich in einer einbrechenden Konsumnachfrage nieder<sup>70</sup>. Die nachlassende

<sup>67</sup> Der Anteil vom gegenseitigen Aktienbesitz am gesamten ausstehenden Aktienbestand betrug im Jahr 1989 52.1%

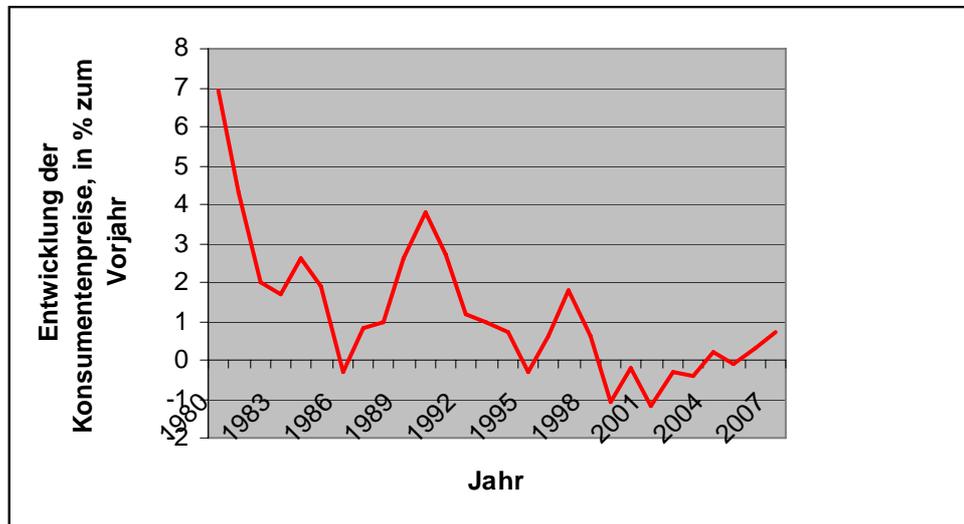
<sup>68</sup> Vgl. Neppert, M., 2006

<sup>69</sup> Vgl. o. V.: Wirtschaftswoche 28.08.1997, s. 134

<sup>70</sup> Vgl. Neppert, M., 2006

Nachfrage bei bestehenden Überkapazitäten führte zur voll einsetzenden Deflation am Ende der 90-er Jahre in Japan (siehe Abb.17).

Abb. 17: Entwicklung der Konsumentenpreise in den Jahren 1980-2007 in Japan



Quelle: Bloomberg

Japans *Binnenkonjunktur* kam in den 90-er Jahren praktisch zum Erliegen. Aus dem Exportsektor kamen zwar noch relativ gute Nachrichten, die das Bruttoinlandsprodukt stützten und dank der exzessiven Staatsausgaben sowie der nachgiebigen Politik der Banken blieben viele Unternehmen am Leben. Allerdings führten die zahlreichen Staatsausgaben dazu, dass der Staat bis heute mit 180% des jährlichen Bruttoinlandsproduktes verschuldet ist<sup>71</sup>, was für eine kinderarme, schnell alternde Gesellschaft schwierig zu bewältigen ist und zukünftiges Wachstum dämpfen wird.

#### *Zwischenfazit*

Die Immobilienkrise in Japan in den 90-er Jahren hatte sehr schwere Folgen für die gesamte Wirtschaft. Ernsthafte Probleme im Finanzsektor sowie in der Industrie aufgrund der fallenden Immobilienpreise wurden von der japanischen Regierung sehr spät erkannt. Die fehlende Liquidität am Anfang der 90-er Jahre führte dazu, dass Hypothekargesellschaften, Grossbanken, Investmenthäuser sowie zahlreiche Unternehmen Insolvenz anmelden mussten. Die Banken hatten einen sehr grossen Abschreibungsbedarf und Unternehmen wurden mit Überkapazitäten konfrontiert.

<sup>71</sup> Vgl. Neppert, M., 2006

Eine steigende Arbeitslosigkeit und eine folglich schwächere Konsumnachfrage kühlten die Binnenkonjunktur ab. Die massiven staatlichen Investitionsausgaben ruinierten zwar die Staatsfinanzen, konnten aber zusammen mit den positiven Ergebnissen aus dem Exportsektor eine ernsthafte Depression in Japan vermeiden.

### 2.3. Entstehungsursachen USA

Die US-amerikanische Immobilienkrise nahm ihren Anfang im Jahr 2007. Es gab verschiedene Ursachen für die Entstehung dieser Krise.

Einen wichtigen Grundstein der Immobilienkrise wurde mit *der Geldpolitik der Federal Reserve Bank (Fed)* noch unter dem Notenbankgouverneur Alan Greenspan gelegt. Nach dem Platzen der Dotcom-Blase Anfang der 2000-er Jahre wurden die Leitzinsen in den USA auf ein sehr niedriges Niveau gesetzt. So wurde der Zinssatz von 6% im Jahr 2001 auf 1,25% im Jahr 2002/03 gesenkt (siehe Abb.12). Das Ziel der Fed war nicht nur die Geldwertstabilität zu gewährleisten wie bei der europäischen Zentralbank sondern auch gleichgewichtig die wirtschaftliche Entwicklung zu fördern<sup>72</sup>. Der lockeren Geldpolitik folgte ein Aufschwung auf dem Immobilienmarkt sowie auch auf dem Aktienmarkt. Der Immobilienmarkt war in den USA zudem politisch gefördert. Seit Jahrzehnten begünstigte die Regierung den Erwerb eines Eigenheims für Bezieher kleiner und kleinster Einkommen. Dafür wurden sogar die halbstaatlichen Hypothekarbanken Fannie Mae und Freddie Mac gegründet. Während der George W. Bush-Regierung wurde zudem ein Gesetz verabschiedet, das es den Banken erlaubte, Wohnimmobilien nicht nur zu 100%, sondern gleich zu 120% zu finanzieren<sup>73</sup>. Um ein Haus zu kaufen, brauchte man kein Eigenkapital und Kreditprüfungen von potentiellen Kunden wurden keinerlei durchgeführt. So wurden Kredite für Wohnimmobilien an Haushalte vergeben, die weder kreditfähig noch kreditwürdig waren. Oft wurden Hypothekarbroker nach der Quantität der abgeschlossenen Deals durch die Bank entschädigt ohne auf die zugrundeliegende Qualität zu achten<sup>74</sup>. Damit wurden sie zu möglichst vielen Abschlüssen angeregt. Diese falschen Anreize wurden durch die Banken kreiert, um möglichst grosse Marktanteile zu gewinnen. Dabei kümmerten sich die Banken wenig um eine Kreditwürdigkeitsprüfung, da sie das potentielle Risiko beim Kreditausfall nicht

---

<sup>72</sup> Vgl. Görgens, Ruckriegel, Seitz 2008, s. 82-83

<sup>73</sup> Vgl. o. V.: VolkswirtschaftPLUS 2/2008, s.7

<sup>74</sup> Vgl. Hirszowicz, Ch. 2008, s.1

selber tragen mussten, solange sie die Kredite am Kapitalmarkt verbriefen<sup>75</sup> konnten. Durch die Verbriefungspraxis (Securitisations) konnten Banken Kredite nicht nur im Umfang ihrer Bilanzlänge gewähren sondern theoretisch unlimitiert Hypotheken vergeben<sup>76</sup>. Die halbstaatlichen Hypothekarbanken Freddie Mac und Fannie Mae waren die grössten Kreditforderungskäufer auf dem "secondary mortgagemarket". Sie etablierten die Securitisation oder Verwandlung von einzelnen Krediten in marktfähige Wertpapiere als ein gängiges Geschäft schon in den 70-er Jahren, zuerst aber nur mit normalen Hypotheken. Die ersten Hypotheken im Subprime-Bereich wurden in den 80-er Jahren v.a. in Kalifornien vergeben<sup>77</sup> und am Anfang der 90-er Jahre schon zu Wertpapieren zusammengefasst und als Anleihen an Investoren verkauft. Schon damals entstand durch die Erhöhung der Leitzinsen in den USA die so genannte S&L-Krise, während welcher mehrere Subprime-Anbieter pleite gingen. Diese Krise blieb damals lokal, was auf die niedrige internationale Nachfrage nach hypothekenbesicherten Anleihen zurückzuführen war. Im Jahr 2001-02 nach der Dot-Com-Blase änderte sich die Situation. Das niedrige Zinsniveau bedeutete nicht nur billiges Geld am Kapitalmarkt, sondern auch niedrige Margen am Anleihenmarkt. Die institutionellen Anleger, v.a. Banken, Pensionsfonds oder Lebensversicherungen, mussten aufgrund von Portfolio-Erwägungen einen grösseren Teil ihrer Mittel im Anleihenmarkt platzieren. Dies löste eine grössere Nachfrage nach Verbriefungsprodukten wie Mortgage Backed Securities, Collateral Debt Obligations oder allgemein Asset Backed Securities, die zwar ein höheres Risiko hatten, dafür aber auch höhere Renditen als Staatspapiere versprachen. Da diese Papiere eine Rückgriffsmöglichkeit auf die zugrunde liegenden Vermögenswerte hatten, galten sie als relativ sicher. Die US-amerikanischen MBS waren aufgrund der starken Preiszuwächse auf dem Immobilienmarkt besonders attraktiv und deswegen nachgefragt<sup>78</sup>. Dazu hatten auch die Marketingmassnahmen der Investmentbanken, die auch im Geschäft der Verbriefung involviert waren, beigetragen. Die grosse Nachfrage nach solchen Anleihen führte dazu, dass das neu ausgegebene Kreditvolumen im Subprime-Bereich von 216 Mrd USD im Jahr 2001 auf 600 Mrd

---

<sup>75</sup> Die Hypothekengeber verbriefen die Kredite, verkaufen also das Recht, die Schulden einzutreiben, weiter. Diese Mortgage Backed Securities (MBS) oder allgemeiner Asset Backed Securities (ABS) genannten Finanzprodukte werden wiederum zu grösseren Paketen, Collateralised Debt Obligations (CDO), verschnürt. Je höher das Ausfallrisiko der Kredite, desto höher ist auch die mögliche Rendite

<sup>76</sup> Vgl. Amstad, M. 2008, s. 25

<sup>77</sup> Vgl. Sommer, R. 2009, s. 19

<sup>78</sup> Vgl. Jäger, M., Voigtländer, M. 2008, s. 4-5

USD im Jahr 2006 anwuchs. Im Alt-A-Bereich<sup>79</sup> stieg das ausgegebene Kreditvolumen von 68 Mrd USD auf 400 Mrd USD an<sup>80</sup>. Das Kreditvolumen der Prime-Darlehen ging dagegen in diesem Zeitraum um etwa 460 Mrd USD zurück. Durch die Ausweitung des Kreditgeschäftes in Subprime-Richtung konnten die bisherigen durchschnittlichen Bonitätsstandards nicht mehr beibehalten werden. Diese Tatsache wurde aber vom Kapitalmarkt nur unzureichend berücksichtigt<sup>81</sup>. Heute sind etwa 50% der auf 14 Bio USD geschätzten hypothekarischen Forderungen in den USA verbrieft<sup>82</sup> und von anderen Finanzinstituten weltweit gekauft wurden. Da die Hypothekarbanken Freddie Mac und Fannie Mae unter einer impliziten Garantie des amerikanischen Finanzministeriums gearbeitet hatten, wurden sie mit den besten Ratings von den Rating Agenturen eingestuft. Die von Ihnen herausgegebenen Anleihen wurden auch mit erstklassigen Ratings ausgestattet und konnten mit Staatsanleihen verglichen werden. Letzendlich gehörten diese beide Institute zu den grössten Schuldnern weltweit, da sie zur Finanzierung ihrer Aktivitäten auf dem Immobilienmarkt Anleihen im Wert von über 4 Bio USD begeben hatten<sup>83</sup>. So führte die implizite Staatsgarantie von Freddie Mac und Fannie Mae zu einer gigantischen Kapitalfehlallokation, die das Kreditrisiko vernachlässigte.

Das billige Geld auf dem Markt hatte nicht nur die institutionellen Anleger angeheizt, sondern auch die US-amerikanischen Bürger. Das amerikanische Volk hatte die Möglichkeit, eine Immobilie nicht nur kostenlos zu bekommen, sondern auch einen Gewinn zu erzielen, solange der Wert der Immobilie stieg und die Zinsen tief waren. So beliehen sich immer mehr Haushalte mit billigen Krediten, die meistens mit einem variablen Zinssatz zu bekommen waren<sup>84</sup>. Da die Home-Equity-Darlehen auch stark anstiegen, kann man feststellen, dass viele Haushalte die bestehenden Kredite ausweiteten oder ein zweites Hypothekardarlehen aufnahmen, um z.B. andere Kredite zu tilgen<sup>85</sup> oder grössere Anschaffungen zu tätigen<sup>86</sup>. So konnten Leute, die gar nicht kreditwürdig waren, ein Haus kaufen, und bestehende Immobilienbesitzer die

---

<sup>79</sup> Alt-A-Darlehen ist ein Bereich zwischen dem Prime- und dem Subprime-Bereich. Diese Darlehen finden besonderes dann Anwendung, wenn die Kunden nur ein Kriterium nicht erfüllen und v.a. keine vollständigen Dokumente vorlegen können.

<sup>80</sup> Vgl. Jäger, M., Voigtländer, M. 2008, s. 7

<sup>81</sup> Vgl. Jäger, M., Voigtländer, M. 2008, s. 5-6

<sup>82</sup> Vgl. Amstad, M. 2008, s. 25

<sup>83</sup> Vgl. Möschel, W. 2008, s.29

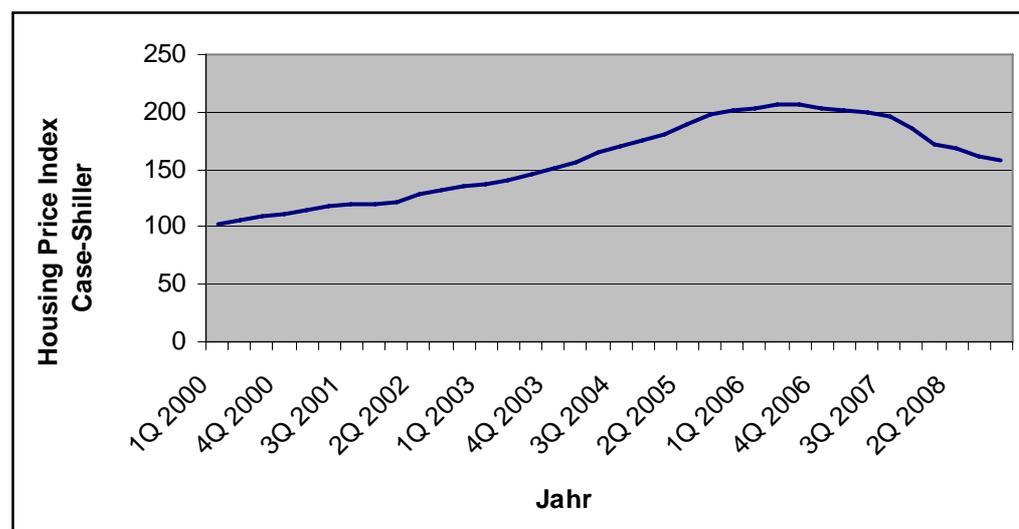
<sup>84</sup> Im Subprime-Bereich lag die Quote der variablen Hypothekardarlehen bei rund 90%

<sup>85</sup> Nach US-amerikanischem Gesetz kann ein Bürger seinen Kredit jederzeit kündigen

<sup>86</sup> Vgl. Jäger, M., Voigtländer, M. 2008, s. 7

Wertsteigerungen ihrer Immobilien verkonsumieren. Billige Kredite lösten eine spekulative Welle auf dem Immobilienmarkt aus. So stiegen die Immobilienpreise in den guten Lagen während der Jahre 2002 bis 2006 in den USA durchschnittlich um 20% jährlich<sup>87</sup>. Trotz der steigenden Preise entstanden in den Jahren 2000/06 so viele neue Häuser wie nie zuvor. In Abb. 18 kann man bei den Immobilienpreisen bis Juli 2006 den stetigen Trend nach oben erkennen.

Abb. 18: Entwicklung der Immobilienpreise in den USA: Case-Shiller-Index<sup>88</sup>



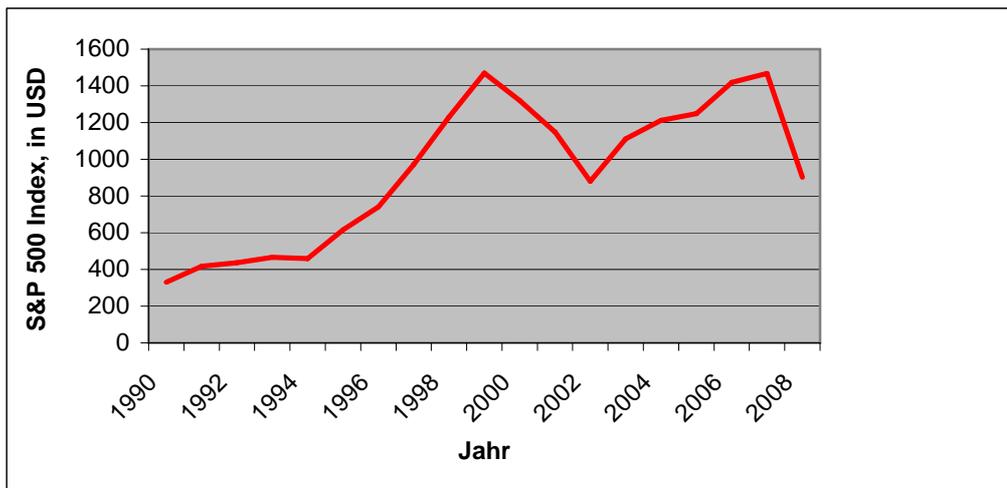
Quelle: Bloomberg

Die Politik des billigen Geldes löste nicht nur auf dem Immobilienmarkt, sondern auch *an der Börse* eine spekulative Welle aus. Nach den starken Zinssenkungen im Jahr 2003 stiegen die Aktienkurse stark an.

<sup>87</sup> Vgl. Möschel, W. 2008, s.29

<sup>88</sup> Der Case-Shiller-Index misst die Entwicklung der Preise von Wohnimmobilien für die 20 grössten US-Städte. Damit bezieht er sich auf die sogenannten Hotspots, an denen es in den vergangenen Jahren besonderes akzentuierte Preisübertreibungen gab.

Abb. 19: Entwicklung des S&amp;P 500 Index in den Jahren 1990-2008



Quelle: Bloomberg

### *Zwischenfazit*

Die Politik des billigen Geldes sowie die politische Förderung des Immobilienmarktes seitens der Regierung führte dazu, dass im Jahr 2006 in den USA eine Immobilienblase entstand. Durch die lockere Kreditvergabepolitik ohne Berücksichtigung der Kreditwürdigkeit der potentiellen Kunden sowie neuen Finanzinstrumenten, wie Verbriefungen, konnten die Banken auch Haushalten mit niedrigsten Einkommen einen Kredit gewähren. Dies führte zur rasanten Entwicklung des Subprime-Hypothekmarktes. Wegen den niedrigen Zinsen und den steigenden Immobilienwerten konnte die Bevölkerung mehr Geld für den Konsum ausgeben, was das Wachstum der US-Wirtschaft vorantrieb und zur Steigerung des Aktienmarktes beitrug.

### **2.4. Folgen (bis jetzt)**

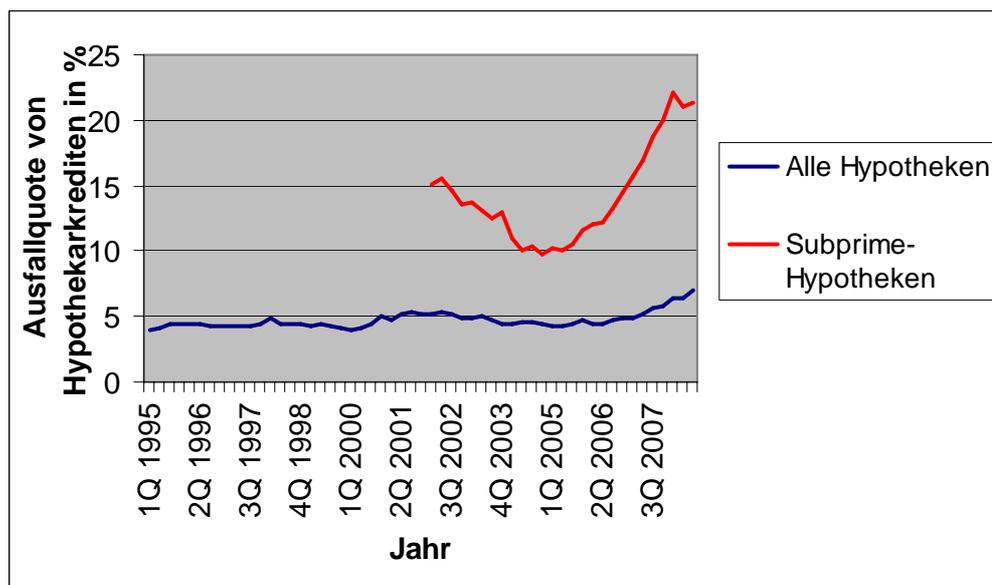
Bereits Mitte 2006 wurde deutlich, dass der Immobilienboom in den USA zu Ende war. Zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg konnte man den landesweiten Rückgang der Wohnimmobilienpreise feststellen<sup>89</sup>. Das passierte nachdem die Fed im Jahr 2006 die Leitzinsen auf 6% anheb (siehe Abb. 12). Viele Hausbesitzer, die meistens variable Hypotheken hatten, mussten ihre Wohnimmobilien zwangsverkaufen, da sie die Zinsen nicht mehr zahlen konnten. Das Überangebot an Wohnimmobilien führte dazu, dass die Immobilienpreise deutlich fielen.

<sup>89</sup> Vgl. o. V.: VolkswirtschaftPLUS 2/2008, s.7

Als erste spürte die *Baubranche* die Immobilienkrise schon im Herbst 2006. Durch das Überangebot auf dem US-Immobilienmarkt konnten die Baufirmen ihre Häuser schwierig verkaufen, Neubauten standen monatelang leer. Dies führte dazu, dass die Aufträge für neue Häuser abnahmen<sup>90</sup> und folglich Umsätze und Gewinne einbrachen<sup>91</sup>.

Der *Bankensektor* wurde erst im Jahr 2007 von der Immobilienkrise erfasst als die Anzahl der ausfallenden Hypothekarkredite v.a. im Subprime-Bereich aufgrund der steigenden Zinsen und fallenden Immobilienpreise deutlich anstieg (siehe Abb.20). So meldeten schon im zweiten Quartal 2007 einige US-amerikanische Hypothekaranbieter wie American Home Mortgage und New Century Financial ihre Zahlungsunfähigkeit an. Im Sommer kamen dazu noch andere Hypothekarbanken wie First Magnus Corporation und Countrywide Financial.

Abb. 20: Entwicklung der Ausfallquote der Hypothekarkredite in den USA



Quelle: Mortgage Bankers Association

Da die Hypothekarkredite zur Finanzierung der US-Immobilien in verbriefter Form weltweit verkauft wurden, spürten auch europäische Finanzinstitute die Folgen der Kreditausfälle auf dem US-Immobilienmarkt. So geriet im August 2007 die erste deutsche Bank IKB aufgrund der Aktivitäten auf dem US-Immobilienmarkt in Schwierigkeiten. Im September 2007 musste die englische Hypothekarbank Northern

<sup>90</sup> Im vierten Quartal 2006 sanken die Wohnungsbauinvestitionen um 19.8%

Rock den Staat um Hilfe bieten. Weitere europäische Banken wie die schweizerische UBS und Credit Suisse, viele deutsche Landesbanken, sowie amerikanische Grossbanken wie die Bank of America, Citigroup und ebenfalls die Investmentbanken mussten hohe Abschreibungen und Verluste melden. Bis Januar 2008 beliefen sich die Abschreibungen aus dem Subprime-Bereich bereits auf 130 Mrd USD<sup>92</sup>. Heute belaufen sich die Belastungen rund um den Globus auf rund 1000 Mrd USD<sup>93</sup>. Wie viel noch Abschreibungspotenzial in den Büchern der führenden Banken ist, kann man zur Zeit noch nicht einschätzen. Woher kommen eigentlich diese hohen Abschreibungen? Nachdem die Kreditausfallraten auf dem US-Immobilienmarkt deutlich anstiegen, büssten die kreditbesicherten Anleihen auch ziemlich an Wert ein. In manchen Fällen wurden die Papiere nahezu wertlos. Banken weltweit hatten diese Anleihen in grossem Ausmass eingekauft, um Skaleneffekte auszunutzen<sup>94</sup>. Nun waren sie dazu gezwungen, die in Buchwerten eingetragenen Anleihen aus ihren Bilanzen abzuschreiben. Der Markt für die ABS war nach ersten Schreckensmeldungen eingebrochen, wodurch keine Verkaufsmöglichkeit für die Banken mehr bestand. Hohe Abschreibungen drückten folglich die Gewinne nach unten, was sich negativ auf die Aktienentwicklung der Banken auswirkte. Hohe Abschreibungen und Rückflüsse im Bankensektor haben schon heute zu einigen Veränderungen geführt. *Erstens* wurde die Kreditvergabe deutlich eingeschränkt. Da die Banken nicht mehr wissen, wer noch riskante Hypothekenanleihen in seinem Depot hat, leihen sie einander kein Geld mehr aus oder nur sehr beschränkt. Diese Intransparenz ist infolge der Verbriefung entstanden. Da die Subprime-Darlehen im Gegensatz zu Prime-Darlehen wesentlich komplexer sind, konnten sie nur schwerlich zu standardisierten Konditionen (z.B. an der Börse) gehandelt werden. Deswegen wurden Subprime-MBS oft bilateral zwischen den Banken gehandelt. Diese Intransparenz hat eine Vertrauenskrise ausgelöst, was den Geldmarkt zum Erliegen brachte. *Zweitens* wurden bestimmte Geschäftsmodelle im Bankensektor unter die Lupe genommen. Das Investmentbanking verlor seit dem Einbruch der Krise deutlich an Bedeutung. So sank im Jahr 2008 das weltweite M&A Volumen um 31%<sup>95</sup>. Am Ende verschwanden alle reinen Investmentbanken vom Markt. Zwei von vier US-

---

<sup>91</sup> Vgl. o. V.: VolkswirtschaftPLUS 2/2008, s.7-8

<sup>92</sup> Vgl. o.V.: VolkswirtschaftPLUS 2/2008, s. 13

<sup>93</sup> Vgl. Cünnen, A./ Hackhausen, J./Panster, Ch. at al. 2009, s.24

<sup>94</sup> Da die Fixkosten für Verbriefungen relativ hoch sind, die Margen je Forderungseinheit dagegen gering, lohnen sich Verbriefungstransaktionen nur in einem grossen Massstab.

amerikanischen reinen Investmenthäusern sind zu Geschäftsbanken geworden, Lehman Brothers musste Insolvenz anmelden, Meryll Lynch wurde übernommen. Der Private Banking-Bereich gewann dagegen an Bedeutung, da er nicht so stark von der Immobilienkrise getroffen wurde und Gewinne erzielen konnte. Man kann schon heute feststellen, dass besonders Geschäftsmodelle mit einem hohen Fremdkapitalanteil derzeit am meisten an Liquiditätsnot leiden und viele folglich ihre Tätigkeiten aufgeben müssen. *Drittens* wurden viele Banken durch die Kapitalspritzen der asiatischen und arabischen Staatsfonds sowie der einheimischen Regierungen unterstützt. Dafür mussten sie einen Teil der Kontrolle über die Banktätigkeiten aufgeben<sup>96</sup>. Die USA und Grossbritannien haben zudem den grossen Banken staatliches Geld sozusagen aufgezwungen, was sich später als ein Wettbewerbsvorteil für diese Finanzinstitute herausstellen könnte, da sie durch die starke Kapitalbasis ihre Marktanteile ausbauen könnten<sup>97</sup>. Die Banken befinden sich heute allerdings immer noch in der Phase der hohen Abschreibungen und Rekapitalisierungen. Als nächstens sollte die Konsolidierungsphase kommen, die mit hohen Entlassungsquoten und Kostenersparnissen verbunden wird.

Die heutige Krise ist allerdings nicht nur im Bankensektor zu spüren. Durch die beschränkte Kreditvergabe sowie strengere Kreditvergaberichtlinien waren viele Unternehmen dazu gezwungen ihre Investitionen einzustellen. Besonders schwer betroffen ist heutzutage die *US-amerikanische Autoindustrie*. Der Autoverkauf in den USA ist im letzten Jahr deutlich eingebrochen. Es gibt viele Gründe dafür. Erstens stiegen die Benzinpreise ziemlich an. Zweitens haben die Konsumenten aufgrund der steigenden Arbeitslosigkeit weniger Geld zur Verfügung. Drittens sind die alten Automodelle der US-Hersteller weniger konkurrenzfähig im Vergleich mit den japanischen oder deutschen Automodellen. Schlechte Nachrichten haben folglich die Aktienkurse der Autohersteller deutlich nach unten getrieben. Zudem stuften die Rating Agenturen die grössten Autohersteller wie GM deutlich ab. Dies bedeutete wiederum höhere Zinsen für Kredite, die sowieso schwierig zu bekommen sind. Die Autohersteller leiden an fehlender Liquidität und sind auf Staatshilfe angewiesen. Durch die fallenden Immobilienpreise, die angestiegenen Zinsen sowie die restriktivere Kreditvergabe sind die Konsumausgaben in den USA deutlich gesunken,

---

<sup>95</sup> Vgl. Cünnen, A./ Hackhausen, J./Panster, Ch. at al 2009, s.24

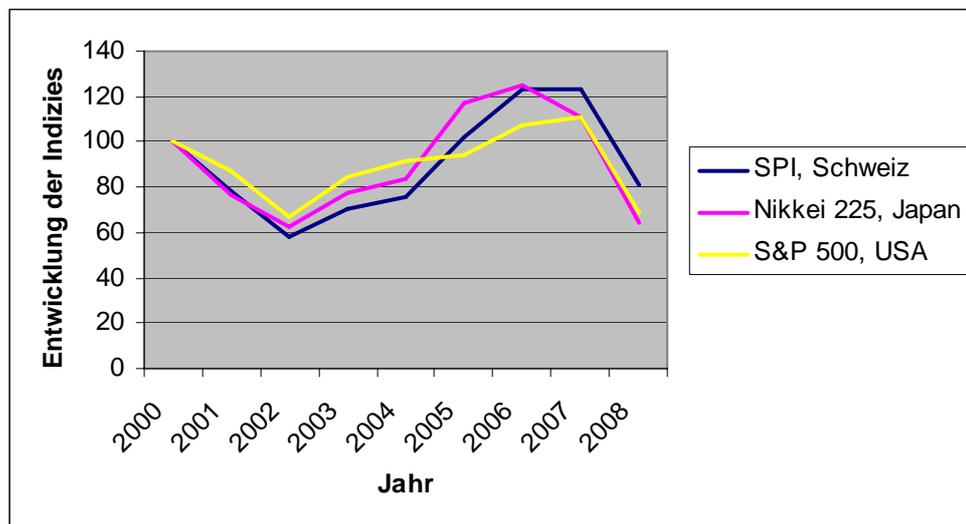
<sup>96</sup> Vgl. o. V.: VolkswirtschaftPLUS 2/2008, s. 13

<sup>97</sup> Vgl. Cünnen, A./ Hackhausen, J./Panster, Ch. at al 2009, s.24

was schwere Folgen nicht nur für US-Hersteller und Handel, sondern auch für alle exportorientierte Länder bedeutet. Die wachsende *Anzahl der Arbeitslosen* in den USA (im Dezember 2008 bei 7.2%<sup>98</sup>) aufgrund zahlreicher Entlassungen im Bankenbereich und in der Industrie schwächt die Konsumentennachfrage zunehmend. Die US-amerikanische Wirtschaft befindet sich bereits in einer Rezession. Die europäischen Länder werden sehr wahrscheinlich im Jahr 2009 in die Rezession rutschen.

Diese negativen Nachrichten aus dem Banken- und Industriebereich widerspiegelten sich auch an den Börsen weltweit (siehe Abb. 21).

Abb. 21: Entwicklung der Indizes an den Börsen in der Schweiz, Japan und in den USA, Jahr 2000 = 100



Quelle: Bloomberg

Die US-Regierung hatte bereits *zahlreiche Massnahmen zur Stützung der Wirtschaft* ergriffen. So liegen heute die Leitzinsen bei 0%, dem niedrigsten Niveau in der Geschichte der USA. Ausserdem akzeptierte die Fed ABS als Sicherheit für neue Kredite an Grossbanken<sup>99</sup>. Ein 350 Mrd USD schweres Rettungspaket wurde zur Unterstützung des Bankensektors sowie der Konjunktur bereitgestellt. Das Geld sollte für Aufkäufe von faulen Krediten dienen. Zudem stellt die US-Regierung den angeschlagenen Banken frisches Kapital zur Verfügung. Diese zahlreichen Ausgaben liessen die Staatsverschuldung deutlich ansteigen. Um die Welle der

<sup>98</sup> Daten aus Bloomberg: Zum Vergleich lag die Arbeitslosenquote im Juni 2006 in den USA bei 4,6%

<sup>99</sup> Vgl. o. V.: VolkswirtschaftPLUS 2/2008, s. 14

Zwangsversteigerungen von Immobilien zu bremsen, entschieden sich der US-Präsident George W. Bush und Finanzminister Henry Paulson die variabel verzinsten Hypotheken für in Zahlungsnot geratene Kreditnehmer ab 2008 auf dem damaligen Zinssatz einzufrieren. Um die Konsumausgaben zu stimulieren, wurden durch die fiskalpolitischen Institutionen Steuerchecks an die Bevölkerung verteilt. Diese Massnahmen hatten positive Effekte gehabt, wenn auch nicht so grosse wie erhofft. Der neue US-Präsident bereitet gerade ein neues Rettungspaket in Höhe von 350 Mrd USD vor, um die angeschlagene Konjunktur zu stützen.

#### *Zwischenfazit*

Der Zinsanstieg bis ins Jahr 2006 beendete den Immobilienboom in den USA. Die fallenden Immobilienpreise und die folgenden Kreditausfälle belasteten zuerst die Baubranche, dann den Bankensektor und letztendlich den Rest der Wirtschaft. Die heutige Immobilienkrise in den USA ist schon längst zu einer weltweiten Wirtschaftskrise geworden.

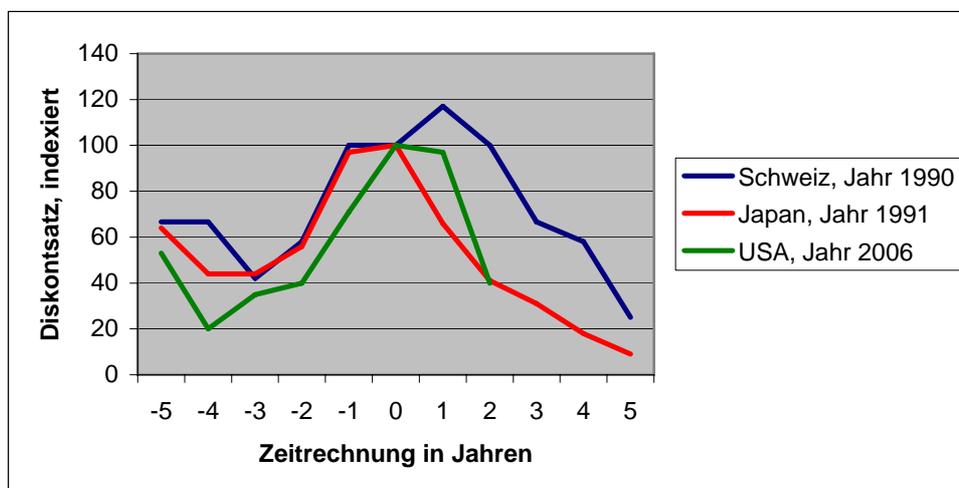
### 3. Vergleichende Analyse der drei Immobilienkrisen

Die drei oben genannten Immobilienkrisen haben sowohl einige Ähnlichkeiten als auch Unterschiede in ihren Ursachen, Verläufen und Folgen. In diesem Kapitel werden diese drei Krisen mit einander verglichen.

#### 3.1. Ähnlichkeiten

Die Ursachen der Immobilienkrisen in allen drei analysierten Ländern weisen deutliche Parallelen auf. Die Hauptursache der Immobilienkrisen in den drei oben analysierten Ländern war *die lockere Geldpolitik der Zentralbanken*. In Abb. 22 sieht man, dass die SNB, die Bank of Japan sowie die Fed sehr ähnliche Strategien bei den Zinsentscheidungen vor und nach Beginn der jeweiligen Immobilienkrise hatten. In der Schweiz wurde der Diskontsatz seitens der SNB im Jahr 1987 auf 2.5% gesenkt. Nach 1.5 Jahren wurde der Diskontsatz auf 3.5% und nacher auf 6% im Jahr 1991 erhöht. In Japan blieb der Diskontsatz in den Jahren 1987 bis 1989 bei 2.5% und im Jahr 1991 wurde er auf fast 6% erhöht. In den USA wurde der Diskontsatz im Jahr 2002 auf 1.2% gesenkt, in den Jahren 2003-04 blieb der Diskontsatz bei etwa 2.25%. Erst 2005 wurde der Diskontsatz auf 4.5% und nacher im Jahr 2006 auf 6% erhöht. In der Periode der niedrigen Zinsen (etwa 2.5% in allen 3 Ländern) stiegen die Immobilienpreise in allen drei Ländern stark an. Nach der Erhöhung der Zinsen folgte jeweils eine deutliche Preiskorrektur auf den Immobilienmärkten (siehe Abb. 23).

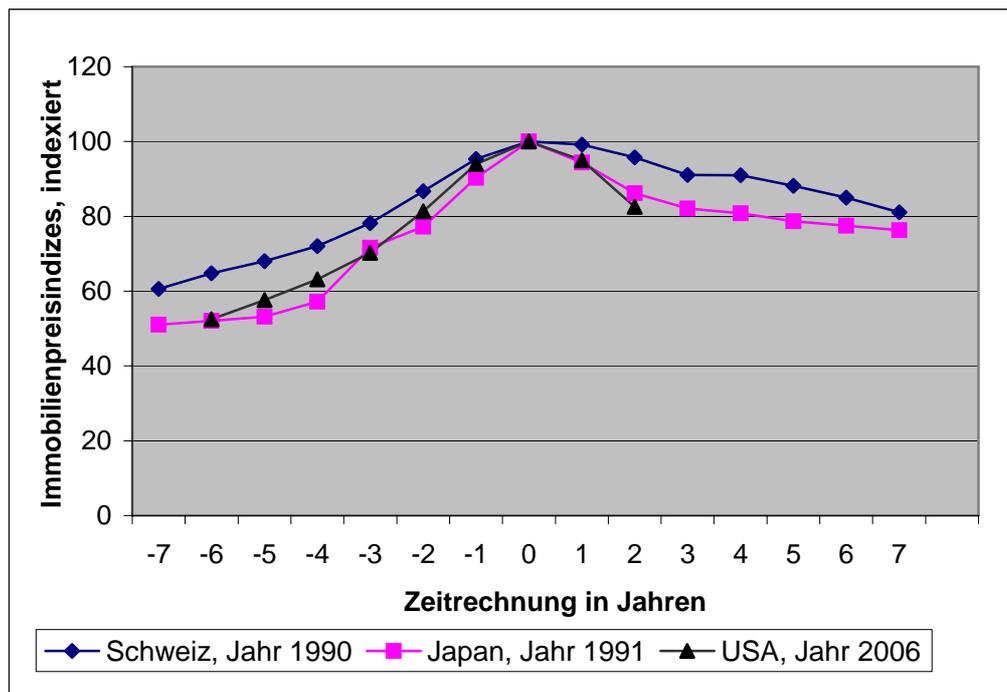
Abb. 22: Entwicklung des Diskontsatzes in der Schweiz, Japan und in den USA,  
0= Anfangsjahr der Immobilienkrise



Quelle: SNB, Bloomberg

Der Verlauf der Preisentwicklungen in allen drei Ländern sieht relativ ähnlich aus. Man kann allerdings erkennen, dass die Preiskorrektur auf dem US-Immobilienmarkt im Vergleich zu den anderen Ländern etwas schneller verläuft.

Abb. 23: Die Preiskorrektur auf den Immobilienmärkten in der Schweiz<sup>100</sup>, in Japan<sup>101</sup> und in den USA<sup>102</sup>



Quelle: SNB, Bloomberg

Die laxe Kreditvergabe der Banken war ebenfalls eine der Hauptursachen, die zur Entstehung der Immobilienblasen in den analysierten Ländern beitrug. Das inländische Kreditvolumen vervielfachte sich in allen drei Ländern in den Jahren der Immobilienblasenbildung. So hatte sich das inländische Ausleihungsvolumen im Zeitraum 1985 bis 1990 in der Schweiz fast verdoppelt<sup>103</sup> und im gleichen Zeitraum in Japan um 49% ausgeweitet. In den USA hatte sich das neu ausgegebene Kreditvolumen nur im Subprime-Bereich fast verdreifacht<sup>104</sup>. Einerseits war die lockere Kreditvergabepolitik auf die übermässige Liquiditätsversorgung bei tiefen Zinsen zurückzuführen. Andererseits waren auch landesspezifische Faktoren wie

<sup>100</sup> Angebotspreisindizes, Daten von Wüest&Partner

<sup>101</sup> Japan Land Prices Nationwide, Daten von Ministry of Infrastructure and Transport

<sup>102</sup> Case-Shiller-Price-Index, Daten von Bloomberg

<sup>103</sup> Vgl. Meier, Ch. 1997, s. 25-26

<sup>104</sup> Vgl. Jäger, M., Voigtländer, M. 2008, s. 7

Deregulierungsreformen im Bankensektor in der Schweiz und Japan sowie die staatliche Förderung des Immobilienmarktes kombiniert mit der grossen internationalen Nachfrage nach kreditbesicherten Anleihen in den USA dafür verantwortlich. Nach dem Platzen der Immobilienkrisen gab es durch die stark angestiegenen Kreditausfälle in Japan, in der Schweiz und in den USA einen gigantischen Abschreibungsbedarf im Bankensektor. So waren die Verluste aus der Schweizer Immobilienkrise mit etwa 40 Mrd USD<sup>105</sup> (14% vom BIP) Abschreibungen im Bankensektor fast gleich hoch wie die Verluste der anderen zwei Länder, die bei etwa 800 Mrd USD<sup>106</sup> (etwa 19% des BIP Japan<sup>107</sup>, etwa 14% des BIP USA<sup>108</sup>) lagen. Die lockere Geldpolitik und die laxen Kreditvergabe waren als Hauptursachen der drei Immobilienkrisen in allen analysierten Ländern sehr ähnlich. Die Folgen der Immobilienkrisen zeigen ebenfalls deutliche Ähnlichkeiten auf. So hatte der Preisverfall auf den Immobilienmärkten für die drei oben genannten Volkswirtschaften *schwere Folgen*. Die Immobilienkrisen wurden schnell zu Bankenkrisen, was eine Folge der steigenden Kreditausfälle war. Die Realwirtschaft litt jeweils stark unter einer Rezession. Jedes der drei Länder verzeichnete höhere Arbeitslosenzahlen, eine rückgehende Konsumnachfrage sowie eine erhöhte Anzahl von Unternehmenskonkursen.

### 3.2. Unterschiede

Es gibt allerdings deutliche Unterschiede bei den Verläufen der Immobilienkrisen. So waren in Japan sowie in den USA nicht nur die Immobilienmärkte durch den Immobilienpreisverfall betroffen sondern auch die *Aktienbörsen*. Der Swiss Performance Index wies dagegen nur im ersten Jahr nach dem Ausbruch der Immobilienkrise eine negative Entwicklung auf, wie man in Abbildung 23 sieht. Seit dem Jahr 1991 kann man schon wieder einen stetigen Trend nach oben erkennen. Es gab einige Gründe, die eine solche positive Entwicklung der *Schweizer Börse* erklären können. Die am schwersten durch den Preisverfall auf dem Immobilienmarkt betroffene Baubranche sowie die Regionalbanken waren an der Börse wenig vertreten. Die grossen Banken sowie die grossen exportorientierten Schweizer Unternehmen konnten die Verluste im Inlandsgeschäft durch Auslandsgeschäfte

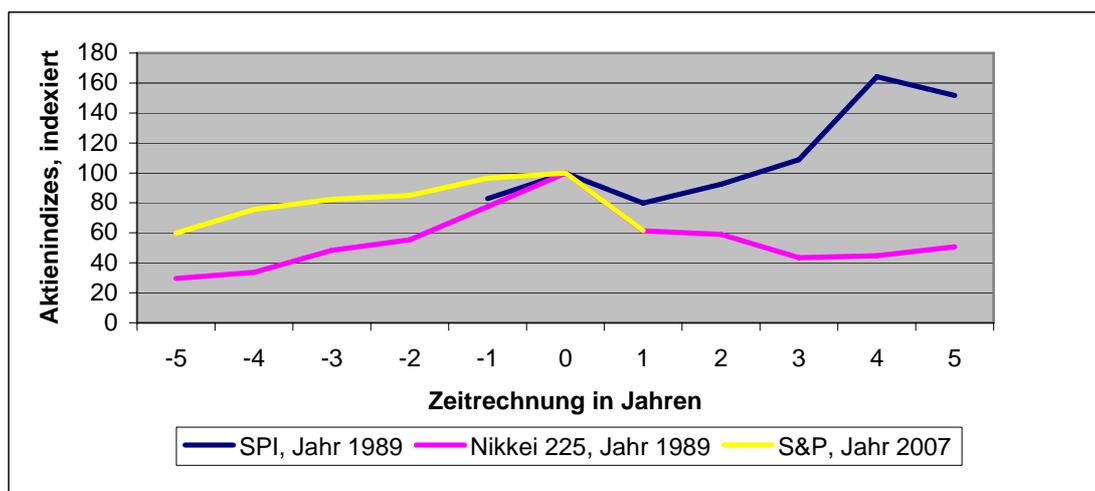
<sup>105</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank 2007, s. 423, eigene Berechnungen

<sup>106</sup> Verluste im Bankensektor weltweit aus heutiger Krise bis jetzt

<sup>107</sup> Daten aus: IMF, World Economic Outlook (April 2008)

ausgleichen. Man kann den Abschwung des SPI in den Jahren 1989/90 mit der Erhöhung des Zinssatzes seitens der SNB verbinden. Seit dem Jahr 1991 wurde die Geldpolitik wieder deutlich gelockert, was zu einer positiven Reaktion der Börse führte. Die Lockerung der Geldpolitik nach dem Ausbruch der Immobilienkrise in Japan und in den USA brachten keinen Aufschwung an den Aktienbörsen, was auf die stärkere Abschwächung der Konjunktur in diesen Ländern zurückzuführen war.

Abb. 24: Preiskorrektur an den Aktienbörsen (SPI, Nikkei 225, S&P 500)



Quelle: Bloomberg

Ein weiterer *Unterschied* zwischen diesen drei Krisen besteht in *der Ausbreitung der Krisen*. In der Schweiz sowie in Japan sind diese lokal geblieben, die Immobilienkrise in den USA hat sich dagegen weltweit verbreitet. Durch die Globalisierung hat diese Krise eine internationale Dimension erreicht. Heutzutage sind viele Unternehmen besonderes im Finanzbereich weltweit miteinander vernetzt, was in den 90-er Jahren noch nicht der Fall war. Die Verbriefungspraxis hat auch dazu beigetragen, dass Kredite vom US-Immobilienmarkt in Form von Anleihen in den Bilanzen vieler Banken weltweit gelandet sind. Im Gegensatz zu den USA, wo 50% der Forderungen vom Immobilienmarkt verbrieft sind<sup>109</sup>, benutzen die Schweiz sowie Japan die Verbriefung für die einheimischen Immobilienmärkte praktisch nicht<sup>110</sup>. Die internationale Ausbreitung der heutigen Krise führte dazu, dass die Verluste aus

<sup>108</sup> Daten aus: o. V.: Handelsblatt 28.12.2008, s. 8-9

<sup>109</sup> Vgl. Amstad, M. 2008, s. 25

<sup>110</sup> Vgl. Zhu.H./Tsatsaronis, K. 2004, s. 69

dieser Krise auch weltweit verteilt sind<sup>111</sup>. Zudem bricht die Konsumnachfrage gerade weltweit ein, was Exporte aus den USA deutlich erschwert. In den 90-er Jahren konnten die Schweiz und v.a. Japan im Gegenteil zur heutigen Situation durch eine starke Exporttätigkeit die Verluste aus den lokalen Immobilienkrisen etwas mildern und damit die Binnenkonjunktur stützen. Diese Exporttätigkeit war allerdings stark vom Wechselkurs US-Dollar/Yen oder US-Dollar/Schweizer Franken abhängig. Bei dieser schnellen Ausbreitung der heutigen Krise besteht zudem die Gefahr, dass nicht nur Banken durch die weltweite Kreditklemme zahlungsunfähig werden, sondern ganze Länder. Z.B. musste Island bereits seine Zahlungsunfähigkeit anmelden.

Bei den *Massnahmen der Regierungen* zur Bekämpfung der Krisen gab es ebenfalls einige Unterschiede. Nach dem Einbruch der Preise auf dem Immobilienmarkt haben die SNB, die Bank of Japan sowie die Fed die Leitzinsen deutlich gesenkt (siehe Abb.22). Die Zinspolitik der Fed war viel aggressiver, indem sie die Leitzinsen schon zwei Jahre nach dem Krisenausbruch auf 0% gesenkt hatte (in Japan erst nach fünf Jahren). Zudem waren in den USA und in Japan im Unterschied zur Schweiz die Zinsen für die Hypothekarschuldner eingefroren worden.

Als nächstes reagierten die japanische Notenbank, die Fed sowie die SNB auf die notleidenden Banken und stellten Ihnen Liquidität zur Verfügung. Hier gibt es allerdings einen grossen Unterschied. So hatte die japanische Regierung es zuerst geduldet, notleidende Kredite ohne Abschreibungen zu halten, in der Hoffnung, dass die Immobilienmärkte sich erholen. Die Bilanzierungsregeln wurden so geändert, dass die Verluste erst später realisiert werden konnten<sup>112</sup>. Damit hatte die japanische Regierung eine schnelle Bilanzbereinigung im Bankensektor hinausgezögert. Die fehlende Transparenz führte dazu, dass das Ausmass der Probleme nicht frühzeitig erkannt wurde und der Bankensektor erst nach sechs Jahren Verzögerung mit der nötigen Liquidität versorgt werden konnte. Die US-amerikanische Regierung hat im Gegenteil zu Japan das Ausmass der Probleme im Bankensektor viel schneller erkannt. Neben den aggressiven Zinssenkungen, versorgte die Fed die betroffenen Banken grosszügig mit Liquidität. Trotz allen Massnahmen stieg die Anzahl der Konkurse im Finanzsektor in beiden Ländern drastisch an. In den USA konnte aber verhindert werden, dass die grössten und wichtigsten Finanzinstitute z.T. durch eine

---

<sup>111</sup> So fielen fast 40% der bisher vorgenommenen Abschreibungen bei Banken mit dem Sitz ausserhalb der USA an (22.02.2008)

<sup>112</sup> Vgl. Zimmermann, G. 2008, s. 13

Verstaatlichung gerettet wurden (z.B. Freddie Mac und Fannie Mae). In Japan waren neben einigen Verstaatlichungen auch viele grosse Finanzinstitute (Hypothekarbanken Jusen) liquidiert worden. In der Schweiz ist nur eine Bank, die Leih- und Sparkasse Thun, welche auf die Finanzierung von Hypotheken ausgerichtet war, in Konkurs gegangen. Andere notleidende Finanzinstitute wurden durch die Grossbanken übernommen.

Als ein weiterer Schritt kündigten auch alle drei Regierungen fiskalische Programme zur Konjunkturbelebung an. Diese Programme hatten allerdings unterschiedliche Schwerpunkte. Das Schweizer Konjunkturprogramm war v.a. auf den am stärksten betroffenen Bausektor ausgerichtet. Die japanische Regierung investierte v.a. in die Infrastruktur sowie in die Baubranche. Diese Programme waren mit dem Ziel der Arbeitslosigkeitsbekämpfung eingeleitet worden. Die Konjunkturprogramme der USA waren dagegen bis heute auf die Konsumenten ausgerichtet. Schlussendlich ist der Konsum der Motor der US-Wirtschaft. So wurden Geldschecks an die US-Bürger verteilt mit dem Ziel der Unterstützung der Binnenkonjunktur.

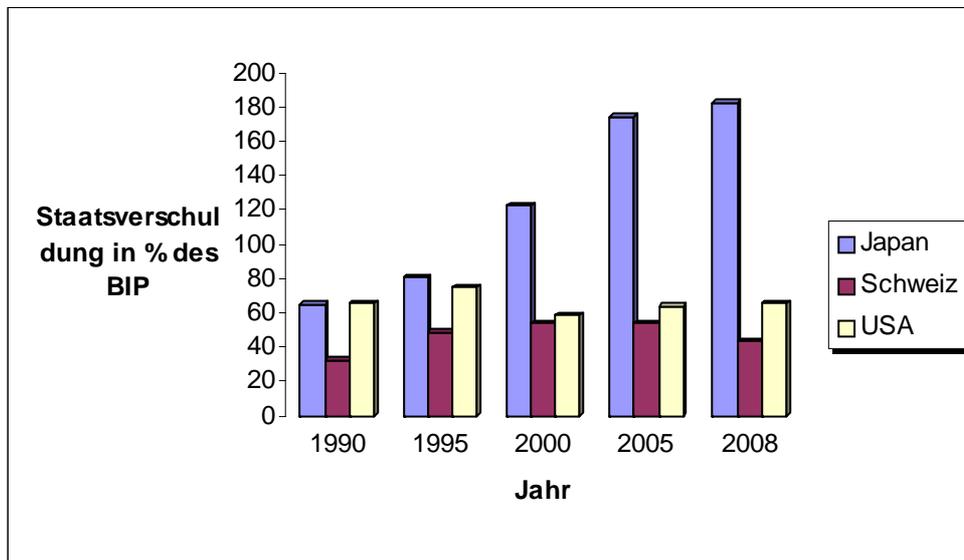
Durch die exzessiven Ausgaben zur Krisenbekämpfung und Konjunkturstützung hat Japan heute mit 182.8% des BIP<sup>113</sup> die höchste Staatsverschuldung der OECD-Länder (siehe Abb. 24). Noch im Jahr 1990 lag die japanische Staatsverschuldung bei etwa 60% des BIP, was dem Durchschnitt der OECD-Länder heute entsprach. In der Schweiz stieg die Staatsverschuldung seit dem Jahr 1990 bis im Jahr 1995 auf etwa 20% des BIP auch deutlich an, was auf die erhöhten Staatsausgaben durch die Immobilienkrise zurückzuführen war. Die Staatsverschuldung der USA blieb im Jahr 2008 mit 65.6% des BIP etwa gleich im Vergleich zum Jahr 2005. Das ist dadurch zu erklären, dass die zahlreichen Ausgaben zur Konjunkturstützung sowie Liquiditätsbereitstellung für den Bankensektor<sup>114</sup> erst im nächsten Jahr zu Buche schlagen werden. Die USA hat heute mit einer Verschuldung von 65.6% des BIP fast eine gleiche Ausgangssituation wie Japan in den 90-er Jahren. Deswegen kann es durchaus sein, dass nach der heutigen Weltwirtschaftskrise die USA die Schuldenführungsrolle übernehmen wird. Dafür sprechen auch die ersten Zeichen der Deflation in den USA, welche den Schuldenabbau des Staates deutlich bremsen werden.

---

<sup>113</sup> Daten aus: Bundesministerium der Finanzen, Monatsbericht, Juni 2008

<sup>114</sup> Bereits 23% des BIP für das Hilfspaket ausgegeben (Handelsblatt, 28.12.2008, s. 8).

Abb. 25: Entwicklung der Staatsverschuldung in % des BIP in Japan, in der Schweiz und in den USA in den Jahren 1990-2008



Quelle: BFS, Bundesministerium der Finanzen

### *Zwischenfazit*

Die drei oben analysierten Immobilienkrisen weisen sowohl einige Ähnlichkeiten als auch deutliche Unterschiede auf. Die Ähnlichkeiten liegen in den Hauptursachen sowie in den Folgen. Die wichtigsten Hauptursachen waren die lockere Geldpolitik der Zentralbanken und die laxen Kreditvergabe seitens des Bankensektors. Die wichtigsten Folgen waren eine steigende Arbeitslosigkeit, die hohen Konkurszahlen sowie eine eingebrochene Konsumentennachfrage, die sich in allen drei Ländern in einer Rezession ausbreiteten. Die Unterschiede kann man bei den Verläufen der Immobilienkrisen feststellen, die sich in den Auswirkungen auf die einheimische Aktienbörse, der Ausbreitung, sowie in den Massnahmen der Regierungen der drei Länder widerspiegeln.

#### 4. Fazit

Die Analyse der Ursachen/Folgen der Immobilienkrisen in der Schweiz, in Japan sowie in den USA hat gezeigt, dass diese Krisen vorwiegend aufgrund der lockeren Geldpolitik sowie der laxen Kreditvergabe durch die Banken entstanden sind. Zudem haben jeweils landesspezifische Gründe das Entstehen einer Blase gefördert. In der Schweiz haben ein starker Einwandererzuwachs sowie steigende Einkommen die spekulative Immobilienpreisentwicklung begünstigt. In Japan wurde der Immobilienpreisanstieg durch hohe ausländische Investitionen in den Immobilien- und Aktienmarkt angereizt. In den USA haben neue innovative Finanzprodukte wie MBS zum Preisanstieg auf dem Immobilienmarkt zusätzlich beigetragen.

Die Verläufe der Immobilienkrisen in den drei analysierten Ländern unterscheiden sich allerdings deutlich. Während in Japan und in den USA neben dem Preisverfall auf dem Immobilienmarkt auch die Aktienbörsen eingebrochen waren, war dies in der Schweiz nicht der Fall. Die Ausbreitung der Immobilienkrisen weist auch deutliche Unterschiede aus. Die japanische und schweizerische Immobilienkrise war lokal geblieben. Die heutige US-Immobilienkrise hat sich sehr schnell weltweit ausgebreitet. Dadurch, dass so viele Länder in die heutige Krise involviert sind, ist anzunehmen, dass das Ausmass dieser Krise dasjenige der beiden anderen übersteigen wird. Bis jetzt sind die Immobilienkrisen in Japan, in der Schweiz und in den USA in ihrem relativen Ausmass durchaus vergleichbar.

Alle drei Regierungen hatten nach dem Ausbruch der Immobilienkrisen einige Massnahmen zur Krisenbekämpfung eingeleitet. Die japanische Regierung hatte allerdings im Gegenteil zu den anderen Ländern das Ausmass der Krise zu spät erkannt, was zu einer Verzögerung im Bankenrekapitalisierungsprozess geführt hatte. In Japan sowie in der Schweiz führten die zahlreichen fiskalischen Ausgaben zur Stützung der Wirtschaft zu einer deutlichen Erhöhung der Staatsverschuldung. Der Stand der Staatsverschuldung in Japan ist heute sogar dreimal (in % des BIP) so hoch im Vergleich zum Jahr 1990. Die US-amerikanische Staatsverschuldung steigt zu Zeit auch deutlich an, in den Zahlen für das Jahr 2008 sieht man das allerdings noch nicht. Die Immobilienkrisen in der Schweiz und Japan in den 90-er Jahren sowie heutige Immobilienkrise in den USA und deren Folgen zeigen, dass die Immobilienmärkte die Schlüsselmärkte einer Finanzwirtschaft sind und deren Fehlentwicklungen schwere Auswirkungen auf die nationale wie auch auf die internationale Wirtschaftsentwicklung haben können.

## 5. Literaturverzeichnis

1. Amstad, M.: Ein Ende der Talfahrt ist noch nicht in Sicht, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 300, 2008, s. 2
2. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: 63. Jahresbericht 1993
3. Becker, H.: Japanische Lektion für USA, in: Finanz und Wirtschaft, Nr. 68, 2008, s.1,6
4. Becker, J./ Heinz, R./ Imhof, K. et al : Geld Markt Krise: Finanzmärkte und neoliberale Herrschaft, Promedia/Südwind, Wien 2003
5. Bodmer, F.: Ausmass und Gründe der Wirtschaftskrise der 90-er Jahre, WWZ-Forschungsbericht 06/04-c, WWZ-Forum, Basel 2004
6. Braun, U. / Feghali, Ch. / Neff, M.: Der Schweizer Immobilienmarkt: Fakten und Trends, in: Economic Research, Credit Suisse, April 2000
7. Bundesministerium der Finanzen: Monatsbericht, Juni 2008
8. Case, K. E. / Quigley, J. M. / Shiller, R. J.: Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market, in: Advanced in Macroeconomics, 5(1), s. 1-32
9. Cünnen, A./ Hackhausen, J./Panster, Ch. et al: In den Fängen des Monsters, in: Handelsblatt, N.1, 2.01.2009, s.21-28
10. Gischer, H. / Weiß, M.: Entwicklung der Immobilienpreise im Euroraum: Bestandsaufnahme und makroökonomische Konsequenzen, Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung <München> : Ifo-Schnelldienst, München, Bd.60.2007,19, S.27-42
11. Görgens, E. / Ruckriegel, K. / Seitz, F.: Europäische Geldpolitik: Theorie, Empirie, Praxis, 5., völlig neu bearbeitete Auflage mit einem Geleitwort von Jürgen Stark, Lucius&Lucius, Stuttgart 2008
12. Halbherr, Ph. / Tobler, J.: Bei hohen Zinsen geht nichts mehr, in: Immobilien - besondere Güter?, Beilage zur NZZ, Nr. 266, 15.11.1993, s. 33
13. Hirszowicz, Ch.: Integrität als Wettbewerbsfaktor: Der verlorene moralische Kompass, in: Vortrag an der 3<sup>rd</sup> Women's Finance Conference "Finanzgewissen", Zürich 4.11.08
14. Hügli, F.: Nähe schafft Vertrauen: Bei Grossbanken abgesprungene Kunden finden sich bei Regionalbanken gut aufgehoben, in: CASH, Nr.2, 10.01.1997, s. 6

15. Jäger, M./Voigtländer, M.: Hintergründe und Lehren aus der Subprime-Krise, in: IW-Trends, Nr. 3, Köln 2008
16. Kashyap, A. K.: Sorting Out Japan's Financial Crisis, NBER Working Paper No. 9384, 2002
17. Mayer-Kuckuk, F.: Japan: Welche Wirtschaft, in: Handelsblatt, 11.11.2008.  
<http://www.handelsblatt.com/politik/international/japan-welke-wirtschaft;2085328;0>
18. Meier, Ch.: Lehren aus Verlusten im Kreditgeschäft Schweiz / von Christian Meier, 3., überarb. Aufl., Bern, Stuttgart, Wien, Haupt 1998
19. Meier, R. / Sigrist, T.: Der helvetische Big Bang: Die Geschichte der SWX Swiss Exchange, SWX Group und Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich 2006
20. Meyer, H.: Der Bauwirtschaft in der Gesamtwirtschaft, in: Plenarversammlung der Schweizerischen Bauwirtschaftskonferenz, Bern 1998
21. Monatsbericht des BMF, Juni 2008, s. 104
22. Möschel, W.: Auch der Staat hat versagt, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 262, 2008, s. 29
23. Neppert, M.: Japan vor nachhaltigen Wachstum?, in: Analysen und Trends, Deutscher Investment Trust, Juli 2006, 25.11.2008 (Abrufdatum)  
[http://www.infos.com/de/marktgeschehen\\_light/download/0607\\_at\\_japan.pdf](http://www.infos.com/de/marktgeschehen_light/download/0607_at_japan.pdf)
24. o. V.: Geld und Börse: Börsengeschichten, 20.10.2008 (Abrufdatum),  
[http://www.lycos.de/geld\\_boerse/geschichte/10.html](http://www.lycos.de/geld_boerse/geschichte/10.html)
25. o. V. : Die US-Immobilienkrise: Entstehung, Ursachen und Auswirkungen, in: VolkswirtschaftPLUS, 2/2008
26. o. V.: Japan: Pleitenwelle in der Baubranche, in: WirtschaftsWoche, Nr. 036, 28.08.1997, s. 134
27. o.V.: Schlussstrich unter Bankenpleite: Liquidation der Spar- und Leihkasse Thun abgeschlossen, in NZZ Online, 4.01.2006, 29.09.2008 (Abfragedatum),  
<http://www.nzz.ch/2006/01/03/wi/newzzEI09IATX-12.html>
28. o. V.: So war 2008: Chronik einer Krise, in: Handelsblatt, Nr. 249, 23-28.12.2008, s. 8-9
29. Sommer, R.: Die Subprime-Krise und ihre Folgen: Von faulen US-Krediten bis zur Kernschmelze des internationalen Finanzsystems, 2., aktualisierte und erweiterte Auflage, Florian Rötzer, München 2009

30. Schweizerische Nationalbank: Die Schweizerische Nationalbank, 1907-2007, Zürich 2007
31. Die Schweizerische Nationalbank: Das schweizerische Bankwesen im Jahre 19.., Veröffentlichung der Statistischen Abteilung der SNB, Zürich, alljährlich
32. Von Albertini, F.: Schweizer Geldpolitik im Dilemma: Geldmenge oder Wechselkurs?, Verlag Rüegger AG, Chur/Zürich 1994
33. Zimmermann, G.: Die Credit Krise im historischen Vergleich, in: LBBW Credit Research, 09.10.2008
34. Zhu, H. / Tsatsaronis, K.: What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence, in: BIS Quarterly Review, March 2004