



## Credit Watch: Gebrannte Kinder scheuen den Wohnhypothekenmarkt

**AUTOR**

Patrick Franke  
Telefon: 0 69/91 32-47 38  
research@helaba.de

**REDAKTION**

Dr. Stefan Mitropoulos

**HERAUSGEBER**

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

Helaba

Landesbank

Hessen-Thüringen

MAIN TOWER

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

Telefon: 0 69/91 32-20 24

Telefax: 0 69/91 32-22 44

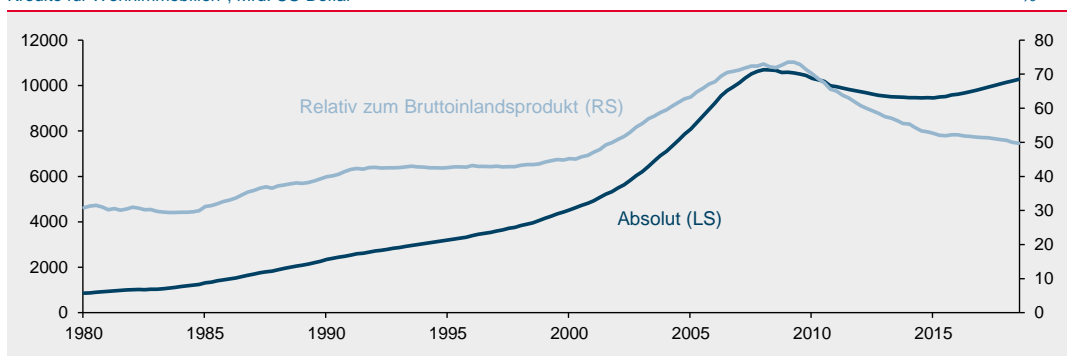
- Die verantwortungslose Vergabe von Hypothekenkrediten in den USA war der Ausgangspunkt der Finanzkrise von 2008.
- Insofern ist es eine gute Nachricht, dass hier derzeit (fast) alles „im grünen Bereich“ ist. Der aktuelle Zyklus zeichnet sich durch eine sehr zurückhaltende Kreditdynamik aus.
- Mit dieser Publikation beenden wir unsere lose Folge von Analysen zu den US-Kreditarten. Wie gewohnt stellen wir grundlegende Fakten zusammen und bestimmen mit Hilfe der Dimensionen „Volumen“, „Risiko“ und „Konzentration“ die gesamtwirtschaftliche Relevanz.

Die Redensart „Das gebrannte Kind scheut das Feuer“ ist zwar etwas angestaubt, aber sehr eingängig. Auch diejenigen, die nicht als Kind das Experiment mit der Hand an der Herdplatte durchgeführt haben, verstehen sofort, was gemeint ist. Es ist zudem ein äußerst passendes Bild für die Entwicklung am US-Hypothekenmarkt. Im Boom der 2000er Jahre vertrauten viele Haushalte auf die (korrekte) Aussage der Ökonomen, dass die landesweiten Hauspreise bis dahin noch nie absolut gefallen waren. Leider zogen sie daraus offenbar explizit oder implizit die Schlussfolgerung, dass dies auch nie passieren könne. Im Rückblick sind wir alle schlauer (siehe Chart S. 4). Zwar ist der Anteil der Hauseigentümer mit negativem Eigenkapital inzwischen wieder spürbar geschrumpft – 2012 lag er nach manchen Schätzungen bei 25 % bis 30 % – aber die psychologischen Wunden des Immobilien-Crashes haben bei vielen Konsumenten tiefe Narben hinterlassen. Dies kommt ebenfalls in der Entwicklung der Bauaktivität zum Ausdruck: Sie ist noch immer unterdurchschnittlich. Der Anteil des Wohnungsbaus am Bruttoinlandsprodukt (BIP) liegt im zehnten Jahr der Expansion bei 3,9 %, verglichen mit einem langfristigen Mittelwert von 4,7 %.

Infolgedessen sind die Kredite für Wohnimmobilien ein Marktsegment, wo sich die Sorgen über Fehlentwicklungen, Blasen und hohe Risiken in diesem Zyklus trotz des rekordniedrigen Zinsniveaus bisher in engen Grenzen gehalten haben. Dies ist ein sehr positiver Faktor für die Finanzstabilität, denn diese Hypotheken sind mit über 10 Bio. US-Dollar der Elefant unter den Kreditarten. 2018 machten sie fast 50 % am BIP aus (bzw. 75 % am verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte), deutlich mehr als jede andere Kreditart. Nach den Erfahrungen der Finanzkrise ist es allein schon deshalb sinnvoll, die Kredite für Wohneigentum näher anzuschauen.

### Nach der Blase – zurück zur Normalität

Kredite für Wohnimmobilien\*, Mrd. US-Dollar



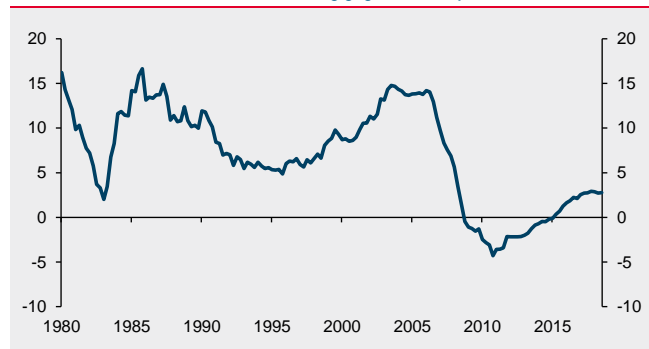
\* Abgrenzung siehe Text

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

## Nur sehr verhaltene Erholung

Kredite für Wohnimmobilien,\* Veränderung gegenüber Vorjahr in %

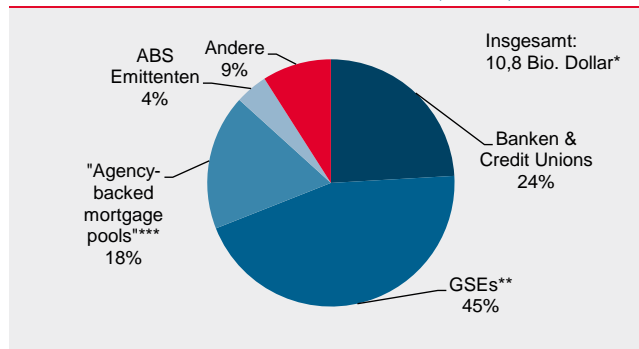


\* Abgrenzung siehe Text

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Dejà-vu: Der Steuerzahler haftet?

Anteile an den Krediten für Wohnimmobilien, Aktivseite (Q3 2018)



\* einschl. Kredite des Unternehmenssektors, die mit Wohnimmobilien besichert sind (aktuell rund 550 Mrd. Dollar) \*\* Quasi-staatliche Agencies wie Fannie Mae und Freddie Mac. \*\*\* von GSEs garantierte Verbriefungen  
Quellen: FRB, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Schleppende Erholung

Der Kreditboom der 2000er Jahre endete in der Subprime-Krise – und letztlich in der globalen Finanzkrise. Dem war nicht nur eine spürbare Verschlechterung in der Qualität der Immobilienkredite vorausgegangen, sondern (damit ursächlich eng verbunden) auch eine für die USA historisch einzigartige Ausweitung des Kreditvolumens. So stieg die Summe der ausstehenden Hypotheken von rund 45 % am Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2000 auf über 70 %. Wir verwenden hier, wenn nicht anders angegeben, die offizielle Abgrenzung „home mortgages“. Sie schließt so genannte „home equity loans“ ein, beschränkt sich aber auf Kredite für Beleihungsobjekte mit bis zu vier Wohneinheiten. Die US-Statistiker rechnen nämlich „multi-family housing“ (mit fünf oder mehr Einheiten, aktuelles Kreditvolumen: circa 1,4 Bio. US-Dollar) grundsätzlich nicht dem Haushalts-, sondern dem Unternehmenssektor zu.

Das Kreditaggregat „home mortgages“ schrumpfte nach der Krise in bisher einmaligem Ausmaß. Und statt danach wieder nach oben zu schießen – was angesichts der extrem niedrigen Hypothekenzinsen und zum Teil äußerst günstigen Hauspreise vielleicht zu erwarten gewesen wäre – ging es nur sehr graduell aufwärts. Die Zuwachsraten hat in diesem Zyklus nie 3 % erreicht.

Die Ursachen hierfür sind wohl in erster Linie nachfrageseitig: Viele hoch- bzw. überschuldete Haushalte reduzierten entweder freiwillig oder gezwungenermaßen ihre Hypothekenschuld. Gleichzeitig war der Ruf der Immobilie als wertereichere Anlage schwer angeschlagen. Dies dämpfte das Interesse am Eigenheimerwerb. Mieten erschien vielen plötzlich als eine durchaus attraktive Alternative. Die Eigenheimquote fiel von 69 % auf 63 % (letzter Wert: 64,4 %).

Banken standen auf der Bremse

Allerdings änderte sich auch das Verhalten der Kreditgeber. Die privaten Banken verloren in der Krise viel Geld, obwohl sie Hypothekenkredite in großem Umfang verbriefen und dann weiterverkauft hatten. Geschäftsbanken im weiteren Sinne halten derzeit nur noch rund ein Viertel der ausstehenden Hypotheken.<sup>1</sup> Heute sind die dominanten Kreditgeber die quasi-staatlichen „Agencies“ oder „GSEs“ („government sponsored entities“) wie Fannie Mae oder Freddie Mac. Sie kaufen die von Banken oder anderen Institutionen vergebenen Hypothekenkredite an und halten diese dann entweder selbst in ihrer Bilanz (Anteil am ausstehenden Kreditvolumen: 45 %) bzw. verbriefen sie oder garantieren ihre Verbriefung in der Form von MBS (Anteil: 18 %). Private Emittenten von „Asset-backed Securities“ spielen am Hypothekenmarkt aktuell eine relativ untergeordnete Rolle.

<sup>1</sup> Das Aggregat weicht auf der Aktivseite etwas ab, weil hier zusätzlich diejenigen mit Wohnimmobilien (ein bis vier Einheiten) besicherten Kredite mitgezählt werden, die vom Unternehmenssektor aufgenommen werden. Insbesondere für Inhaber kleiner Personengesellschaften stellt das Beleihen des selbstgenutzten Wohneigentums oft eine günstige und wichtige Quelle von Fremdkapital dar.

## Die Steuerzahler ersetzen die Banken als Kreditquelle

Daraus folgen eine gute und eine schlechte Nachricht. Die gute: Die Risiken für die Stabilität des Bankensystems im Falle eines neuen Immobilien-Crashes sind deutlich gefallen. Die schlechte: Der US-Steuerzahler, der implizit für die Agencies haftet, könnte sich im Krisenfall einer merklich höheren finanziellen Belastung ausgesetzt sehen – und dies zu einem Zeitpunkt, zu dem der Schuldenstand der öffentlichen Hand bereits auf einem Niveau liegt, das relativ zur Größe der US-Wirtschaft nur während und unmittelbar nach dem Zweiten Weltkrieg überschritten wurde.

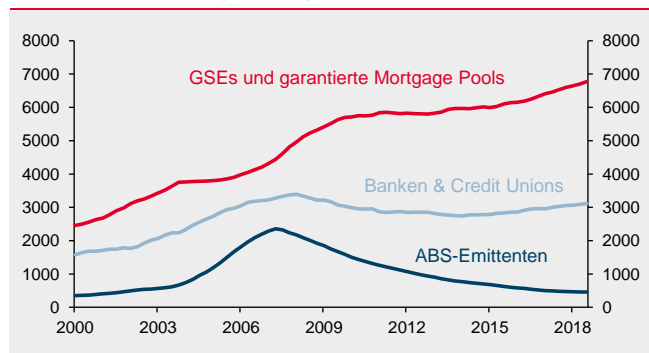
Quasi-staatliche Kreditgeber springen in die Bresche

Das Schaubild unten links illustriert, in welchem Ausmaß sich Banken und private ABS-Emittenten aus dem Hypothekengeschäft verabschiedet haben. Seit Mitte 2007 ist das absolute Kreditvolumen insgesamt um rund 60 Mrd. Dollar gefallen. Dies reflektiert aber sehr unterschiedliche Veränderungen der wichtigsten drei Komponenten: -150 Mrd. Dollar bei den Banken, -1.900 Mrd. Dollar bei den ABS-Emittenten, aber +2.300 Mrd. Dollar bei den GSEs. Was die Haftungsrisiken angeht, ist zudem anzumerken, dass 2005 auf jeden Dollar der von GSEs direkt gehaltenen Kredite sechs Dollar an verbrieften und garantierten Krediten kamen. Heute hingegen stehen pro Dollar direkt in der Bilanz der Agencies liegender Kredite nur noch 40 Cents an garantierten Verbriefungen zu Buche. Da in der Regel die Hypotheken mit der höchsten Bonität an externe Investoren veräußert werden, dürfte die Risikostruktur der Agency-Portfolios heute merklich schlechter sein als vor der Subprime-Krise. Die Risiken sind entsprechend mehr als früher in den GSE-Bilanzen konzentriert.

Problematisch könnte eine neue Immobilienkrise daher nicht zuletzt für die Käufer der von den Agencies besicherten MBS bzw. der von ihnen emittierten Anleihen ("agency bonds") werden. Für den Fall, dass der Staat nicht willens oder nicht in der Lage sein sollte, eine Schieflage der GSEs komplett aufzufangen, wären diese Anlegergruppen höheren Ausfallrisiken ausgesetzt – mit potenziellen Rückwirkungen wiederum auf die Stabilität des gesamten Finanzsystems.

### Haftungsschwerpunkt verschiebt sich

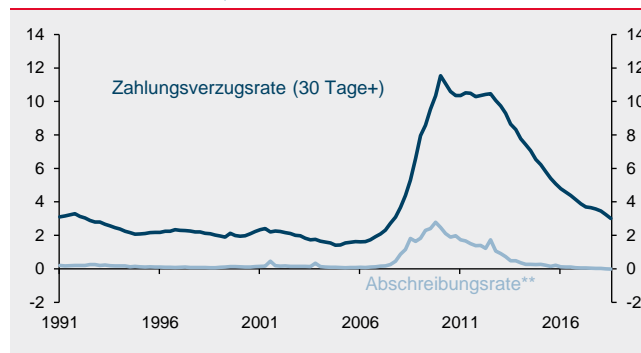
Kredite für Wohnimmobilien, Aktivseite, Mrd. Dollar



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Zahlungsausfälle: Krise längst überwunden

Kredite für Wohnimmobilien,\* % des ausstehenden Volumens



\* bei den Geschäftsbanken \*\* abzüglich Zuschreibungen, annualisiert.  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Banken hingegen haben die Krise nach 2007 inzwischen gut verdaut. Die Zahlungsverzugsrate auf Hypothekenkredite ist zwar mit 3 % noch immer etwas höher als vor der Blase. Sie ist aber von den bis 2012 zweistelligen Werten deutlich gefallen. Die Neuzugänge in den Zahlungsverzug (Transitionsrate) sind laut Zahlen der New York Fed derzeit wieder im normalen Bereich. Die für dieses als sehr sicher geltende Kreditsegment enorm hohen (annualisierten) Nettowertberichtigungsraten von bis zu 2 % des ausstehenden Volumens gehören ebenfalls der Vergangenheit an.

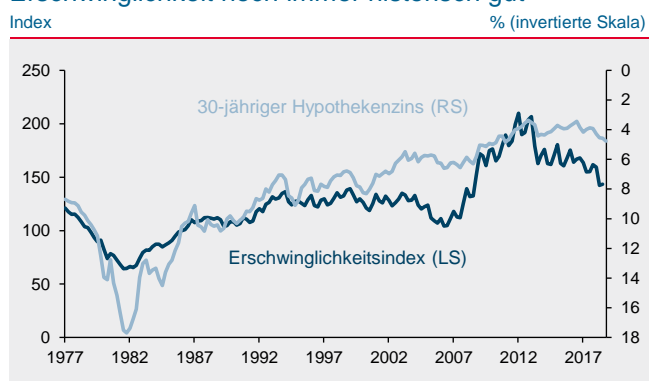
### Gute Erschwinglichkeit – trotz gestiegener Preise und Zinsen

Leider sind die in den bisherigen Ausgaben von Credit Watch verwendeten Schaubilder aus der regelmäßigen Umfrage der Fed unter den für die Kreditvergabe zuständigen Mitarbeitern der Banken („Senior Loan Officer Opinion Survey“) im Falle der Wohnungshypotheken eher verwirrend. Da sie am aktuellen Rand keine Gesamteinschätzung, sondern nur noch die Positionen zu sieben

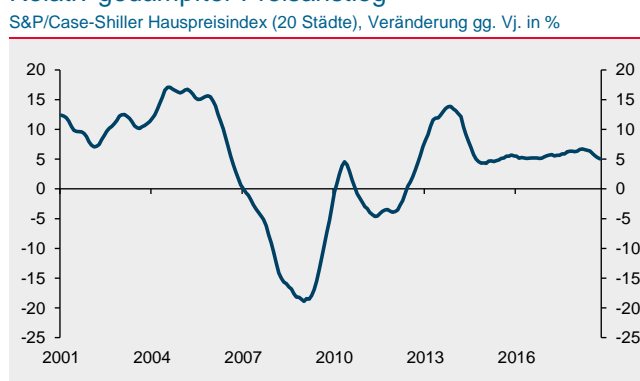
Einzelkomponenten enthalten, senden sie in der Regel keine klare Botschaft. Insgesamt werden die Vergabekriterien derzeit leicht gelockert – normal in diesem Stadium der Expansion – während die Banken jedoch gleichzeitig von rückläufiger Nachfrage nach Hypothekenkrediten berichten, was eher ungewöhnlich ist.

Die Frage, warum die Bauaktivität und die Aufnahme von Wohnhypothekenkrediten in diesem Zyklus bisher so verhalten gewesen sind, wird seit Jahren kontrovers diskutiert. Trotz der anfangs thematisierten dämpfenden psychologischen Komponente hätte man durchaus erwarten können, dass das sehr niedrige Zinsniveau einen echten Boom am Immobilien- und Hypothekenmarkt auslöst. Dem standen aber wohl unter anderem eine schärfere Regulierung sowie eine freiwillige Zurückhaltung bzw. Vorsicht der Banken gegenüber.

### Erschwinglichkeit noch immer historisch gut



### Relativ gedämpfter Preisanstieg



Häuser nach wie vor günstig

Selbst nach dem Zinsanstieg der vergangenen Monate – im Dezember lag der 30-jährige Hypothekenzins im Schnitt bei 4,6 %, verglichen mit unter 3,5 % Mitte 2016 – ist die Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien (zumindest landesweit) noch immer besser als zu irgendeinem Zeitpunkt zwischen dem Beginn der Reihe Anfang der 1970er Jahre und dem Auftakt des massiven Preisverfalls 2007/2008. Der Erschwinglichkeitsindex des Maklerverbands berücksichtigt neben den Hauspreisen und Zinsen auch das durchschnittliche Einkommensniveau. Die Hypothekenzinsen bleiben historisch niedrig. Die Hauspreise sind gemessen am S&P/Case-Shiller-Index für 20 Städte in den vergangenen Jahren mit rund 5 % p.a. vergleichsweise langsam gestiegen. Sie haben inzwischen aber den Höchststand aus dem Jahr 2006 um rund 3 % überschritten.<sup>2</sup> Diesem Preisanstieg steht allerdings ein Anstieg der Haushalts- bzw. Pro-Kopf-Einkommen (je nach betrachteter Größe) um rund 30 % bis 40 % gegenüber. Was immer die Ursache für die Zurückhaltung der Haushalte bei der Aufnahme von Immobilienkrediten ist – sie wirkt jedenfalls positiv auf die Finanzstabilität.

#### Auf einen Blick: Kredite für Wohnimmobilien\*

Volumen: 10,3 Billionen Dollar (September 2018)  
49,7 % am BIP

Veränderung: +7,9 % in den letzten drei Jahren

Zahlungsverzugsquote:\*\* 3 % (September 2018)

Gefahr für Konjunktur und Finanzstabilität (Skala von ● bis ●●●):

Volumen: ●●●

Risiko: ●

Konzentration: ●●

\* der privaten Haushalte, Immobilien mit bis zu vier Wohneinheiten

\*\* Kredite bei Geschäftsbanken, 30 Tage oder mehr im Zahlungsverzug

<sup>2</sup> In manchen Einzelmärkten fiel die Erholung noch prägnanter aus.

## Helaba-Publikationen: USA Aktuell

**Prognose Update: Gute Zeiten, schlechte Zeiten**

23.08.2018

**Credit Watch: Die Luft wird dünner bei Gewerbeimmobilien**

23.07.2018

**Handelspolitik: Kalter Krieg?!**

29.05.2018

**Handelspolitik: Elefant im Porzellanladen**

05.04.2018

**Prognose Update: Jetzt geht's rund!**

14.02.2018

**Credit Watch: Unternehmen in der Schuldenblase?**

16.01.2018

**Steuerreform – der große Wurf daneben?**

08.01.2018

**Fiskalpolitik: Let's make a deal!**

07.09.2017

**Neue Fed = alte Fed?**

29.08.2017

**Credit Watch: Das geht auf Karte**

18.08.2017

**Credit Watch: Studenten im Schuldturm?**

12.07.2017

**Credit Watch: Bremsspuren am Automarkt?**

14.06.2017

**Zyklus: Totgesagte leben länger**

17.05.2017

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar.

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf <http://volkswirtschaft.helaba.de>. Dort können Sie auch verschiedene Newsletter abonnieren. ■