

Eine historische Betrachtung zweier Immobilienblasen und ihrer Rahmenbedingungen anhand des Minsky-Kindleberger Modells am Beispiel von Japan und Amerika

Masterthese zur Erlangung des akademischen Grades
“Master of Science”

eingereicht bei
Dr. Astrid Kratschmann

DI Agnes Jetzinger BA

01427534

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **DI AGNES JETZINGER BA**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Masterthese, "EINE HISTORISCHE BETRACHTUNG ZWEIER IMMOBILIENBLASEN UND IHRER RAHMENBEDINGUNGEN ANHAND DES MINSKY-KINDLEBERGER MODELLS AM BEISPIEL VON JAPAN UND AMERIKA", 80 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich das Thema dieser Arbeit oder Teile davon bisher weder im In- noch Ausland zur Begutachtung in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 12.03.2023

Unterschrift

Kurzfassung

Immobilien sind für private Haushalte nach wie vor die wichtigste Anlageform und Wohnen als Grundbedürfnis wird durch Spekulation als Preistreiber gefährdet. Dies wird nicht zuletzt daran ersichtlich, dass in den letzten Jahren starke Preisanstiege in eben diesen Marktsegmenten zu beobachten waren. Insbesondere niedrige Zinssätze und hohe Liquidität werden mit einem Preisboom auf den Immobilienmärkten in Verbindung gebracht. Eine niedrige Verzinsung traditioneller Anlageformen wirkt grundsätzlich preistreibend und äußere, oft nicht beeinflussbare Umstände verstärken diese Tendenzen, da in einem insgesamt schwierigen Anlageumfeld die Aufmerksamkeit der Kapitalanleger auf den als sicher empfundenen Immobilienmarkt gerichtet ist. Im Rahmen dieser Arbeit wird versucht, Immobilienkrisen als soziales Phänomen in einem ökonomischen Kontext begreifbar zu machen. Zu diesem Zweck werden anfangs die Ursachen, Abläufe und Rahmenbedingungen der Immobilienblase in Japan in den 1980er Jahren und in Amerika zu Beginn des 21. Jahrhunderts verglichen. Das von Charles Kindleberger in Anlehnung an Hyman Minsky entwickelte Prozessmodell dient als Ausgangspunkt, um die Ursprünge und einzelnen Phasen beider Krisen zu identifizieren. Auf der Grundlage dieses Modells werden spezifische Variablen wie das Kreditumfeld und steigende Hauspreise untersucht. Die Ergebnisse dieses Vergleichs werden genutzt, um eine Verbindung zwischen den heutigen Ereignissen und denen früherer Perioden in Japan und Amerika herzustellen. Der Fokus liegt dabei auf den Gemeinsamkeiten, die sich aus der Analyse der beiden Szenarien ergeben.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung und Problemstellung	1
1.1	Zielsetzung und Forschungsfragen	3
1.2	Methodik und Aufbau	4
2	Immobilienpreisblasen.....	6
2.1	Definitionen Blase	6
2.2	Die Rolle von Fundamentaldaten	10
2.3	Besonderheiten des Immobilienmarktes	12
2.3.1	Geringe Markttransparenz	13
2.3.2	Geringe Anpassungselastizität an Marktveränderungen.....	13
2.3.3	Immobilie als langfristige Anlage.....	14
2.4	Das Minsky-Kindleberger Modell	14
2.4.1	Verlagerung	16
2.4.2	Boom.....	16
2.4.3	Euphorie.....	17
2.4.4	Finanzielle Not.....	17
2.4.5	Abscheu	18
2.5	Historischer Überblick von Vermögenspreisblasen	19
2.5.1	1634 - 1637: Tulpenzwiebelspekulation.....	20
2.5.2	1719 - 1720: Südseeblase	20
2.5.3	1920 - 1931: Aktienkursblase in den USA	21
2.5.4	1995 - 2001: Dotcom-Blase.....	22
3	1985 - 1991: Die Japan Krise.....	23
3.1	1950 - 1985	24
3.2	Ablauf	26
3.2.1	Verlagerung	26
3.2.2	Boom.....	29
3.2.3	Euphorie.....	30
3.2.4	Finanzielle Not.....	31
3.2.5	Abscheu	32

4	2002 - 2007: Die US Subprime Krise	33
4.1	1990 - 2002	33
4.2	Ablauf	35
4.2.1	Verlagerung	35
4.2.2	Boom.....	37
4.2.3	Euphorie.....	39
4.2.4	Finanzielle Not.....	40
4.2.5	Abscheu	41
5	Ein Vergleich vergangener Krisen und ein Blick in die Gegenwart	43
5.1	Übersicht.....	44
5.2	Verlagerung	45
5.2.1	Liberalisierung der Finanzmärkte und Finanzinnovationen	45
5.3	Boom.....	47
5.3.1	Geld- und Kreditkonditionen	47
5.3.2	Kapitalallokation und Ungleichgewichte.....	51
5.4	Euphorie.....	54
5.4.1	Immobilienpreise	54
5.5	Finanzielle Not.....	59
5.5.1	Steigende Zinsen als Schock auf das System	59
6	Ergebnisse der Arbeit und Schlussfolgerung	63
	Quellenverzeichnis	66
	Abbildungsverzeichnis	73

Gendererklärung

Aus Gründen der leichteren Lesbarkeit wird in dieser Masterthese die Sprachform des generischen Maskulinums angewendet. Es wird an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass personenbezogene Angaben, welche nur in männlicher Form angeführt werden, als geschlechtsunabhängig zu betrachten sind und sich gleichermaßen auf Frauen und Männer beziehen.

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
ARM	Adjustable Rate Mortgages
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BOJ	Bank of Japan
CDO	Collateralized Debt Obligations
CLO	Commercial Loan Obligations
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CMO	Collateralized Mortgage Obligations
EZB	Europäische Zentralbank
FED	Federal Reserve Bank
Fannie Mae	Federal National Mortgage Association
Freddie Mac	Federal Home Loan Mortgage Corporation
FRM	Fixed Rate Mortgages
GSE	Governmental Sponsored Enterprises
HEL	Home Equity Loans
MBS	Mortgage Backed Securities
NINJA	No income, no job, no assets
RMBS	Residential Mortgage Backed Securities
SPV	Special Purpose Vehicle
US	United States
USA	United States of America
USD	United States Dollar

1 Einleitung und Problemstellung

Immobilienpreisblasen sind komplexe heterogene Prozesse und geschichtlich gesehen ist jede Krise für sich ein einzigartiges Ereignis, das durch das Zusammenwirken spezieller Ereignisse, Muster und Umstände gekennzeichnet ist. Diese Phänomene sind von ökonomischen, politischen und sozialen Wechselwirkungen geprägt und trotz intensiver Forschungen in den letzten Jahrzehnten auf diesem Gebiet scheinen sie eine unvermeidliche Begleiterscheinung entwickelter Märkte zu sein und sind nach wie vor kaum vorhersehbar und schwer steuerbar.

Vermögenspreisblasen treten in jüngster Zeit aufgrund der globalen Vernetzung oft gemeinsam auf und sind nicht nur auf einen nationalen Teilmarkt beschränkt.¹ Bei einer näheren Betrachtung ist deutlich erkennbar, dass im 20. Jahrhundert insbesondere auf Immobilienmärkten spekulatives Anlageverhalten entdeckt werden konnte.² Die Entwicklung der Preise dieses Marktsegments, insbesondere die der Haus- und Wohnungspreise, sind aktuelle Themen und werden vielfach diskutiert. Zudem bilden Immobilien eine zentrale ökonomische Ressource und stellten 2020 etwa 70% der weltweiten Nettovermögenswerte dar.³ Die finanzwirtschaftliche Bedeutung dieses Sektors für die gesamte Weltwirtschaft wurde rückblickend besonders mit der Finanzkrise verdeutlicht. Ausgangspunkt für diese Entwicklungen stellte zwar die Immobilienwirtschaft in den USA dar, Schief lagen gab es zu dieser Zeit aber in mehreren Ländern.^{4 5}

Vor diesem Hintergrund wird in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung ein hoher Aufwand zur Identifikation von Vermögenspreisblasen betrieben. Ein Großteil der Arbeiten und Beiträge basieren auf der Implementierung verschiedener Modelle, empirischer Tests und experimenteller Studien, doch selbst hochrangige Experten können die Situation nur schwer einschätzen. Die Literatur über Blasen ist sehr umfangreich, weniger umfassend dagegen fallen im Gegensatz historisch analytische

¹ Vgl. Plumpe, 2014, S. 107

² Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 43

³ Vgl. Anderson et al., 2021, S. 11 f

⁴ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 358

⁵ Vgl. Rottke / Voigtländer, 2017, S. 203

Studien und Vergleiche von Immobilienkrisen aus. Jedoch ist es die Geschichte vergangener Krisen, die sehr aufschlussreich ist, um ein tiefgreifenderes Verständnis für zukünftige Herausforderungen zu bilden. Geschichtliche Ereignisse weisen Ähnlichkeiten bei Mechanismen, Abläufen oder Verhaltensmustern auf. Diese Erkenntnisse, die nur aus der Sicht der Retrospektive gewonnen werden können, lassen sich aber nicht einfach als Schablone in der nächsten Krise anwenden. Die Aussage von der Geschichte, die sich nicht wiederholt, aber reimt, erlaubt aus dem bereits Geschehenen Schlüsse für die Gegenwart zu ziehen und eine wertvollere Beurteilung vorherrschender Problematiken.⁶ Gemäß Kindleberger und dessen Studien historischer Spekulationsmanien ist das Verhalten von Investoren von keinem Lerneffekt geprägt und folglich wird es auch zukünftig immer wieder zur Bildung von Vermögenspreisblasen kommen.⁷ Laut dem damaligen US-Notenbankpräsident (1987 bis 2006) Alan Greenspan sind die treibenden Motive zur Teilnahme an spekulativen Prozessen in der menschlichen Natur zu finden. In einem Interview mit BBC im Jahr 2009 über die Frage nach Auslösern und Steuerungsmöglichkeiten seitens der FED und Bankenpolitik hinsichtlich Finanzkrisen verweist er auf diese Charakteristik folgendermaßen:

„The crisis will happen again but it will be different. They are all different but they have one fundamental source and that is the unquenchable capability of human beings when confronted with long periods of prosperity to presume that it will continue and they begin to take speculative excesses with the consequences that have dotted the history of the globe, basically since the beginning of the 18th, 19th century or back to the South Sea Bubble...or even before.“⁸

Ein Instrument, das spekulatives Investitionsverhalten der Marktteilnehmer in diesem erheblichen Ausmaß gestattet, stellt die Finanzierung dar. Niedrige Zinsen und die Lockerung der Kreditvergabe ermöglichen die Marktzugänglichkeit für mehr

⁶ Vgl. Blume, 2021

⁷ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 52

⁸ Greenspan, 2009

Investoren.⁹ Bei allen Krisen geht es um Schulden, die auf die ein oder andere Art gefährlich die vorhandenen Zahlungsmittel übersteigen.

Ein niedriges Zinsniveau erleichtert definitiv spekulatives Anlageverhalten, doch ist es nicht die alleinige Voraussetzung für die Entstehung von Preisblasen.¹⁰ Beispiele aus der Geschichte zeigen auf, dass auf politischer und geldpolitischer Ebene keine Maßnahmen zur Vorbeugung spekulativen Verhaltens getroffen und in diese Prozesse zögerlich bis gar nicht eingegriffen wurde. Die sehr kostspielige Strategie der nachträglichen Schadensbeseitigung und die damit einhergehenden Änderungen auf politischer, geldpolitischer und sozialer Ebene wie auch deren Langzeiteffekte könnten bereits die perfekten Voraussetzungen für die nächste Krise geschaffen haben.

1.1 Zielsetzung und Forschungsfragen

Mit dieser Arbeit wird der Versuch unternommen Lehren aus der Vergangenheit zu ziehen und eine Brücke zur gegenwärtigen Situation zu bauen, um einzelne Faktoren wie auch das Gesamtbild besser gewichten zu können. Dazu bedarf es jedoch einer tiefen Kenntnis vergangener Crashes. Zwei ausgewählte Immobilienpreisblasen werden sorgfältig und übergreifend hinsichtlich Entstehungsgründe, Verläufe, Wirtschaftspolitik seitens Regierungen und Geldpolitik seitens Notenbanken untersucht. Das Hauptaugenmerk liegt in der Analyse der Rahmenbedingungen der Immobilienkrise in Japan Mitte der 1980er Jahre und der Subprime Krise Anfang des 21. Jahrhunderts. Darauf aufbauend werden unter anderem einzelne Variablen untersucht. Die Gemeinsamkeiten stehen im Zentrum der Betrachtung, die sich aus der Analyse der beiden Szenarien ergeben. Es werden aber nicht nur Ähnlichkeiten, sondern auch die besonderen Qualitäten der jeweiligen Krise beleuchtet. Mit den Ergebnissen dieses Vergleichs ist es möglich, einen Bezug zur Gegenwart herzustellen, sodass eine Bewertung des derzeitigen Marktgeschehens erfolgen kann.

Im Rahmen dieser Arbeit wird die Rolle ausgewählter Faktoren, die zur Entstehung von Immobilienpreisblasen in zwei verschiedenen Volkswirtschaften geführt haben, untersucht und anschließend die Frage gestellt, inwiefern die Erkenntnisse eines

⁹ Vgl. Quinn / Turner, 2020a, S. 13

¹⁰ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 78

gezielten Vergleichs geschichtlicher Ereignisse zur Vermeidung von spekulativen Übertreibungen am Immobilienmarkt beitragen können. Die Aufarbeitung dieser Geschehnisse wird Bausteine über die krisenspezifischen Faktoren liefern und das Ergebnis dieses Vergleichs wird zum Verständnis von Spekulationsblasen im Bereich von Immobilien beitragen.

1.2 Methodik und Aufbau

Nach der Einleitung im ersten Kapitel werden im zweiten Kapitel die Grundlagen und der aktuelle Stand der Wissenschaft erörtert, welche das Fundament der folgenden Arbeit bilden. Zu Beginn bedarf es einer eingehenden Auseinandersetzung verschiedener Definitionen von Vermögenspreisblasen, die in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung Anwendung finden. Der Verlauf vergangener Krisen entspricht einem gewissen Schema, das zwischen fünf Phasen unterscheidet. Die von Hyman Minsky entwickelte finanzkeynesianische Krisentheorie und das hierauf aufbauende Interpretationsschema von Charles Kindleberger sind für das Verständnis von Krisenverläufen und deren spekulativer Natur instruktiv. Zum Verständnis der Tragweite und Auswirkungen von Spekulation auf verschiedenste Volkswirtschaften wird dieses Modell im Detail erklärt und auf besonders prägende Ereignisse näher eingegangen.

Das methodische Vorgehen beim Vergleich erfolgt in drei Schritten. Der erste Schritt verlangt die Beschreibung der unterschiedlichen Situationen. Hierfür werden im dritten und vierten Kapitel die Immobilienpreisblasen in Japan von 1985 bis 1991 und in den Vereinigten Staaten von 2002 bis 2007 chronologisch dargestellt und zum besseren Verständnis deren Abläufe gemäß dem Minsky-Kindleberger Modell unterteilt. In diesem Kontext wird speziell der historische Hintergrund betrachtet, der die grundlegenden Entwicklungen und ausschlaggebenden Faktoren beinhaltet. Betrachtungszeiträume werden definiert und bedeutende wirtschaftliche Ereignisse in den beiden Ländern erläutert, damit spätere Zusammenhänge, die für das Verständnis wichtig sind, auch zu erkennen sind. Zweitens werden im fünften Kapitel gemeinsame Indikatoren, die für die jeweiligen Krisenentwicklungen von entscheidender Bedeutung waren, gegenübergestellt. Um eine Bewertung der aktuellen Ereignisse zu

ermöglichen, werden auch Daten bis zurück zur Finanzkrise 2008 in das Minsky-Kindleberger Modell integriert. Als abschließender Schritt werden die Parallelen der beiden Immobilienkrisen für die Betrachtung der aktuellen Ereignisse in Europa genutzt. Das sechste und letzte Kapitel bildet das Fazit dieser Arbeit.

2 Immobilienpreisblasen

Spekulative Blasen am Immobilienmarkt als gesamtwirtschaftliches Phänomen sind als Auslöser für eine Reihe von Wirtschaftskrisen verantwortlich.

Die Bildung von Hauspreisblasen wird aus einem Zusammenspiel von makroökonomischen, institutionellen, rechtlichen, verhaltensbezogenen und zufälligen Faktoren sowie von der Verfügbarkeit von Marktinformationen beeinflusst.¹¹ Die Finanzierung von Immobilienkrediten stellt ein wichtiges Aufgabenfeld von Banken dar. Immobilien dienen als Sicherheitseinlage für Kredite und steigende Preise führen dazu, dass höhere Kredite aufgenommen werden können. Dies wiederum beflügelt die arbeitsintensive Bauwirtschaft, die als Konjunkturmotor der Wirtschaft gilt. Andererseits gefährden stark fallende Preise die Stabilität des Finanzsystems.¹² Aufgrund der Relevanz des Themas versuchen Wissenschaftler verschiedener Disziplinen der Frage nach der Bildung von Vermögenspreisblasen mit je eigenen Modellierungen auf den Grund zu gehen. Eine Immobilienblase liegt vor, so der gemeinsame Ausgangspunkt der Definitionsversuche, wenn der tatsächliche Marktpreis erheblich höher ist als der Fundamentalpreis eines Vermögenswertes.^{13 14}¹⁵ Dabei werden in den verschiedenen Studien und Berechnungen einzelne Faktoren, die zur Blasenbildung beitragen, teilweise sehr unterschiedlich eingeschätzt und gewichtet.¹⁶ Darüber hinaus stellt die fehlende Markttransparenz im Immobilienbereich und die rückgekoppelte Beeinflussung von Konjunktur und dem Bankensystem eine große Herausforderung für die Erforschung von Immobilienblasen dar.¹⁷

2.1 Definitionen Blase

Vermögenspreisblasen unterschiedlicher Größe und Intensität scheinen eine unvermeidliche Begleiterscheinung entwickelter Märkte zu sein und der Begriff

¹¹ Vgl. Brzezicka, 2021, S. 320

¹² Vgl. Dahl / Meier 2020, S. 7

¹³ Vgl. Stiglitz, 1990, S. 13

¹⁴ Vgl. Flood / Hodrick, 1990, S. 85

¹⁵ Vgl. Shiller, 2015, S. 21

¹⁶ Vgl. Schuck, 2016, S. 45

¹⁷ Vgl. Rottke / Voigtländer, 2017, S. 88

„Blase wird als eine unerschöpfliche Ressource für Schlagzeilen über die neuesten Entwicklungen auf den Finanz- und Immobilienmärkten eingesetzt.

Trotz der großen Bedeutung von Hauspreisblasen und einer wachsenden Anzahl an Fachliteratur und wissenschaftlichen Studien zu diesem Thema in den letzten Jahrzehnten gibt es keine allgemein akzeptierte Definition für den Begriff Blase.¹⁸ Dafür herrschen aber zahlreiche Kontroversen über die Verwendung und Bedeutung des Wortes bis hin zur Infragestellung der Existenz von Blasen. Case und Shiller beschreiben diesen Umstand in einem Beitrag über die Evidenz einer gegenwärtigen Immobilienblase.

„The term „bubble“ is widely used but rarely clearly defined.”¹⁹

Garber führt diesen Umstand auf den hohen Komplexitätsgrad und die Interdisziplinarität von Preisblasen zurück und beschreibt in seinem Buch *Famous First Bubbles* die Probleme, die mit den zahlreichen, aber teils ungenauen Definitionen einhergehen.²⁰

„Bubble is one of the most beautiful concepts in economics and finance in that it is a fuzzy word filled with import but lacking a solid operational definition.”²¹

Um den Prozess der Blasenbildung mit all seinen Stärken und Schwächen zu verstehen, ist es notwendig, ausgewählte Definitionen zu betrachten. Brunnermeier definiert eine Blase mit einem dramatischen Preisanstieg gefolgt von einem Preissturz.

„Bubbles are typically associated with dramatic asset price increases, followed by a collapse.”²²

¹⁸ Vgl. Quinn / Turner, 2020a, S. 3 f.

¹⁹ Case / Shiller, 2003, S. 299

²⁰ Vgl. Garber, 2000, S. 123 ff.

²¹ Ebd., S. 4

²² Brunnermeier, 2008, S. 2

In der bekannten Definition nach Stiglitz existiert eine Preisblase folglich nur, wenn sich aus den Marktdaten kein fundamentaler Erklärungsansatz für eine Preisbewegung ableiten lässt und die Ursache hoher Preise auf dem Glauben einer weiterhin steigenden Bewertung des Vermögensguts beruht.

*„[If] the reason that the price is high today is only because investors believe that the selling price is high tomorrow – when the “fundamental” factors do not seem to justify such a price – then a bubble exists.“*²³

Der Vergleich des Marktwertes zu seinem fundamentalen Wert eines Vermögensguts ist in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung die gängigste Methode zur Analyse von Marktentwicklungen und zur Identifikation von Preisblasen.²⁴ Der Fundamentalwert ist der Preis, den ein Anleger unter Berücksichtigung aller marktrelevanten Informationen für ein Vermögenswerte zu zahlen gewillt ist. Der Marktpreis ist der tatsächliche Preis, der in einer Tauschaktion zwischen zwei Teilnehmern gezahlt wird. Hierbei fließt die individuelle Wertschätzung des Vermögensgutes sowohl beim Käufer als auch Verkäufer in die Beurteilung mit ein. Wenn über einen längeren Zeitraum eine erhebliche Abweichung zwischen den Marktpreisen und ihren fundamental begründeten Werten besteht, deutet dies auf eine Preisblase hin.²⁵ Neben dem Abgleich von subjektiven zu objektiven Preisentwicklungen weist Stiglitz auf einen verhaltensökonomischen Ansatz hin. Spekulative Blasen entstehen unter dem Motiv einer zu erwartenden Preissteigerung. Die Nutzung und die Rendite aus der Bewirtschaftung einer Immobilie stellen nicht mehr den Hauptnutzen der Investition dar. Im Jahr 1996, während der Dotcom-Blase, sprach Alan Greenspan, der damalige Chef der Federal Reserve, in einer Rede von irrationalem Überschwang an den Aktienmärkten. Heute dient dieser Ausdruck als Synonym für verhaltensbasierte Ansichten über Investitionen.²⁶ Das Bild rational handelnder Marktteilnehmer, auf dem die klassischen Kapitalmarkttheorien beruhen, wird durch eines ersetzt, das die in den Markt gesetzten Hoffnungen der Anleger und

²³ Stiglitz, 1990, S. 13

²⁴ Vgl. Hui / Yue, 2006, S. 301

²⁵ Vgl. Rombach, 2011, S. 41 ff.

²⁶ Vgl. Shiller, 2015, S. 1 f.

die daraus resultierenden Überbewertungen betont. Diese können zum Entstehen von Preisblasen beitragen und damit Finanzmarktinstabilitäten verursachen. In der Definition von Case und Shiller wird die Rolle der Investoren und deren Erwartungshaltung zukünftiger Marktpreise hervorgehoben.

„If expectations of rapid and steady future price increases are important motivating factors for buyers, then home prices are inherently unstable. Prices cannot go up rapidly forever, and when people perceive that prices have stopped going up, this support for their acceptance of high home prices could break down. Prices could then fall as a result of diminished demand: the bubble bursts.”²⁷

Weiter beschreibt auch Brunnenmeier die Irrationalität der Marktteilnehmer in seiner Definition von Blasen:

„Bubbles arise if the price exceeds the asset’s fundamental value. This can occur if investors hold the asset because they believe that they can sell it at a higher price than some other investors even though the asset’s price exceeds it’s fundamental value.”²⁸

Shiller verfasste in der zweiten Auflage seines Buches Irrational Exuberance folgende Beschreibung einer Blase:

„A situation in which news of price increases spurs investor enthusiasm, which spreads by psychological contagion from person to person, in the process amplifying stories that might justify the price increases and bringing in larger and larger class of investors, who, despite doubts about the real value of an investment, are drawn to it partly through envy of others’ successes and partly through a gambler’s excitement.”²⁹

²⁷ Case / Shiller, 2003, S. 300

²⁸ Brunnermeier, 2008, S. 2

²⁹ Shiller, 2015, S. 240

2.2 Die Rolle von Fundamentaldaten

Die Mehrheit der Definitionen von Blasen stellt eine Referenz zum fundamentalen Wert dar, welcher die einem Vermögensgut zugrunde liegenden Fundamentaldaten wiedergibt.

„The definition of bubble most often used in economic research is that part of asset price movement that is unexplainable based on what we call fundamentals. Fundamentals are a collection of variables that we believe should drive asset prices.”³⁰

Preisblasen werden anhand der Abweichung der Marktpreise zum gerechtfertigten Referenzniveau identifiziert. Gemäß diesem Ansatz stehen objektive Faktoren, die Einfluss auf den Preis einer Immobilie haben, im Mittelpunkt zur Bestimmung des Fundamentalwerts.

Ökonomische Faktoren	Demografische Faktoren	Institutionelle Faktoren
Bruttoinlandsprodukt	Bevölkerungswachstum	Steuergesetzgebung
Immobilienbestand	Haushaltsgrößen	Subventionspolitik
Mietpreise	Wohnansprüche	Finanzsystems
Baupreise	Migration	
Einkommen	Urbanisierung	
Hypothekenzinsen		
Inflation		
Geldmenge		
Kredite		
Aktienkurse		

Abbildung 1: Determinanten der Immobilienpreise, Quelle: In Anlehnung an Rottke und Voigtländer, 2017, S. 169

Das Problem bei der Erforschung und Erkennung von Blasenbildungen liegt in der Bestimmung des Fundamentalwerts. In die Zukunft blickend ist die Unterscheidung zwischen einer Übertreibung mit noch gerechtfertigten Preisen und einer Blasenbildung mit unangemessenen Preisen selbst mit modernsten Techniken äußerst

³⁰ Garber, 2000, S. 4

schwierig zu erkennen und einzuschätzen.³¹ Die Grundvoraussetzung für die Bestimmung dieses Wertes ist die Möglichkeit, eine Zahlungsreihe für eine Investition aufstellen zu können. Die Schwierigkeit liegt laut Stiglitz in der Ermittlung genauer Werte wie auch zukünftiger Zahlungsströme und Vermögenswerte.

„The problem of determining the fundamental value of an asset to be held for an extended period of time has three parts: first, the problem of estimating the returns received over time (the rent on the land, the dividends on the stock); second, the problem of estimating the terminal value the asset will have at the end of the period; and third, the problem of deciding upon the discount rates to be used for translating future returns into current values.”³²

Der Fundamentalwert hängt von Bezugsgrößen ab, die nicht mit Sicherheit bestimmt werden können.³³ Daher ist das Konzept eines fundamentalen Wertes eines Vermögensguts in der Theorie gut anwendbar, aber in der Praxis mit einer hohen Fehleranfälligkeit behaftet.³⁴ Niemand verfügt über vollständige Informationen zukünftiger Entwicklung.

Gallegati, Rosser und Rosser hielten fest, dass auch unterschiedliche Betrachtungswinkel von Ökonomen und anderen Beobachtern wie zum Beispiel Immobilienmaklern zu einer differenzierten Einschätzung des Fundamentalwerts führen.

„Indeed, some have argued that all attempts to identify fundamentals face the problem of the misspecified fundamental, that what an econometrician or other observer may think is the fundamental is not what agents in the market think is the fundamental, which cannot be determined for sure.”³⁵

³¹ Vgl. Schuck, 2016, S. 44 f.

³² Stiglitz, 1990, S. 13

³³ Vgl. Flood / Hodrick, 1986, S. 12

³⁴ Vgl. Hui / Yue, 2006, S. 301

³⁵ Gallegati / Rosser / Rosser, 2012, S. 450

Aus den oben genannten Punkten werden in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung ergänzend indirekte Wege zur Erkennung von Blasenbildungen genutzt. Hierzu werden makroökonomische Faktoren mit der Preisentwicklung von Immobilien abgeglichen. Solange sich die Preise abgleichen lassen oder der Preis durch fundamentale Werte und nachvollziehbare Sprünge erklärt werden kann, wird von einer gerechtfertigten Preisentwicklung ausgegangen.³⁶

2.3 Besonderheiten des Immobilienmarktes

Immobilienmärkte unterscheiden sich wesentlich von anderen Wirtschaftsgütern. Neben den ausstattungsspezifischen Merkmalen einer Immobilie bestimmen Gegebenheiten, die sich vom Standort der Immobilie ableiten lassen, den Markt. Durch die Ortsgebundenheit ergibt sich eine Vielzahl an Teilmärkten mit je einer begrenzten Anzahl an Anbieter und Nachfrager. Zusätzlich werden Immobilienmärkte nach Nutzungen, wie z.B.: Wohnen, Büro, Gewerbe, Industrie usw., kategorisiert. All diese Teilmärkte haben folgende Eigenschaften gemein: eine fehlende Markttransparenz und geringe Anpassungselastizitäten an Markt- und Nachfrageänderung.³⁷ Die Charakteristik des Immobilienmarktes führt dazu, dass keine allgemein gültigen oder objektübergreifenden Aussagen getroffen werden können.

Darüber hinaus können Prognosen hinsichtlich der Entwicklung von Teilmärkten je nach Verfasser stark variieren, da diese von der individuellen Definition des untersuchten Marktes und dessen Abgrenzungen abhängen.³⁸ Dieser Umstand stellt besonders bei Datenerhebungen und deren Implementierung in Modelle zur Berechnung von Preisblasen eine Herausforderung dar.

Zudem gelangen Informationen über Entwicklungen am Markt erst mit einer gewissen Verzögerung ans Licht.³⁹ Dies führt einerseits zu einer verspäteten Reaktion der Marktteilnehmer und erschwert die Berechnung von Blasen in Echtzeit, wie es idealtypisch gewünscht wäre.

³⁶ Vgl. Hui / Yue, 2006, S. 301 f.

³⁷ Vgl. Brauer, 2019, S.10 ff.

³⁸ Vgl. Rottke / Voigtländer, 2017, S. 87

³⁹ Vgl. Herring / Wachter, 1998, S. 8

Materielle Besonderheiten von Immobilien	
Standortgebundenheit	Lebenszykluskosten
Heterogenität	Wertbeständigkeit
Drittverwendungsfähigkeit	Technische Charakteristika
Entwicklungsdauer	

Finanzwirtschaftliche Besonderheiten von Immobilien	
Transaktionskosten	Fristen- und Losgrößentransformation
Bewertungseffekte	Liquidität und Fungibilität
Risikostruktur	Private Natur von Transaktionskosten
Höhe des Kapitaleinsatzes	Private Natur von Mietverhandlungen
Kapitalbindungsdauer	Mietzahlungsströme als Beurteilungsmaßstab
Fristenkongruenz	Fristenkongruenz

volkswirtschaftliche Besonderheiten von Immobilienmärkten	
Granularität und Atomisierung	Kopplungseffekte zur Volks- und Finanzwirtschaft
Zyklische Verläufe	Räumliche, typologische und funktionale Teilmärkte
Lokale Wertschöpfung	Nutzen- und Sicherheitsfunktion/Substituierbarkeit
Transparenz	Anpassungselastizitäten
Spekulation	Geringe Transaktionsdichte
Beleihungsfunktion	

Abbildung 2: Wirtschaftliche Besonderheiten von Immobilien und deren Märkte,
Quelle: in Anlehnung an Rottke und Voigtländer, 2017, S. 85

2.3.1 Geringe Markttransparenz

Gegenüber anderen Gütermärkten ist der Immobilienmarkt von einer Intransparenz gekennzeichnet. Die Heterogenität von Immobilien, individuelle Vereinbarungen bei Kaufverhandlungen, eine geringe Transaktionsdichte und verschiedene Organisationsformen und Portale bei der Vermarktung führen zu verzerrten Ergebnissen.^{40 41}

2.3.2 Geringe Anpassungselastizität an Marktveränderungen

Die zeitverzögerte Reaktion auf zyklische Schwankungen von Angebot und Nachfrage, die großen Einfluss auf den Preis und die Produktion ausübt, ist auf den

⁴⁰ Vgl. Rottke / Voigtländer, 2017, S. 95

⁴¹ Vgl. Brauer, 2019, S.12 f.

zeitaufwendigen Prozess der Planung und Konstruktion zurückzuführen. Angefangen von der Idee eines Projekts bis zur Fertigstellung und Nutzerübergabe vergehen in der Regel, abhängig von der Größe des Gebäudes, mehrere Monate bzw. Jahre. Immobilienpreise reagieren dementsprechend volatil auf die Nachfrageänderung, weil ein Defizit wie auch ein Überangebot am Markt durch Preisreaktionen ausgeglichen werden.⁴²

2.3.3 Immobilie als langfristige Anlage

Ein wesentliches Merkmal beim Kauf von Immobilien, entweder zum Zweck einer dauerhaften Vermietung oder der Eigennutzung, ist die langfristige und hohe Kapitalbindung. Für die Finanzierung sind private wie auch institutionelle Investoren auf teils sehr hohe Fremdkapitalquoten angewiesen.⁴³

2.4 Das Minsky-Kindleberger Modell

Rückblickend lassen sich spekulative Blasen identifizieren, denn sie folgen trotz einzelner Unterschiede stets einem bestimmten Ablauf. Das Modell, welches auf der Theorie der finanziellen Instabilität des Ökonomen Hyman Minsky basiert, wurde im Jahr 1978 erstmals im Buch *Manias, Panics and Crashes* vom Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger aufgegriffen und mit zahlreichen geschichtlichen Ereignissen belegt.

⁴² Vgl. ebd., S. 8

⁴³ Vgl. Rottke / Voigtländer, 2017, S. 714

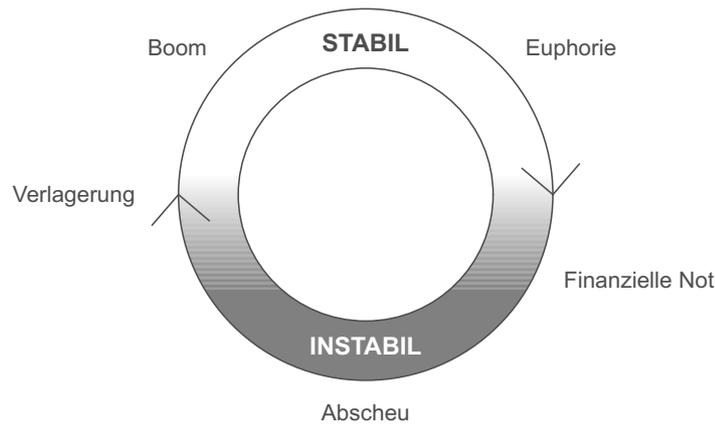


Abbildung 3: Fünf Phasen nach Minsky, Quelle: in Anlehnung an Jennings, 2021

Minsky vertritt die These, dass das Finanzsystem instabil, zerbrechlich und krisenanfällig sei.⁴⁴ In der mittlerweile 7. Auflage dieses Buches lieferten Kindleberger und sein Kollege Aliber zahlreiche historische Beispiele und eine qualitative Beschreibung des Modells. Auf der Grundlage von Minskys Theorie unterscheiden sie zwischen verschiedenen Phasen der finanziellen Instabilität. Dazu untersuchen Kindleberger und Aliber verschiedenste Krisen bis zurück in das 17. Jahrhundert und zeigen auf, dass Blasenentwicklungen immer von Euphorie und von einer positiven Erwartungshaltung getragen werden. Zu Lebzeiten kaum in großen Fachzeitschriften vertreten, gewannen Minskys Ansichten erst im Angesicht der Subprime Krise große Popularität unter Wissenschaftlern.

Laut Minsky ist eine fundamentale Eigenschaft unserer Wirtschaft, dass das Finanzsystem zwischen Robustheit und Fragilität hin und her schwingt. Dies sieht er als Ursache für den Konjunkturzyklus. Im Aufschwung, wenn Einnahmen und Profit steigen, entwickelt sich eine Euphorie und die Schulden übersteigen das, was Schuldner von ihrem Einkommen bezahlen können und Blasen entstehen. Besonderes Augenmerk legt er auf die tragende Rolle wachsender Kredit- und Geldmengen als Voraussetzung spekulativer Prozesse.⁴⁵ Diese Aussage wird von Kindleberger unterstrichen, da nahezu jede Blasenbildung in der Geschichte von einer ausgeweiteten Kreditvergabe begleitet wurde. Eine Ausweitung der Kreditvergabe bedeutet aber

⁴⁴ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 27

⁴⁵ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 39 f.

nicht automatisch eine unumgängliche Blasenbildung.⁴⁶ In diesem Zusammenhang betont er den Einfluss der Geldpolitik und die Rolle der Kreditgeber. Dabei beleuchtet Minsky im Detail die prozyklischen Veränderungen in der Kreditvergabe, welche während wirtschaftlichen Wachstums zunimmt und bei einem Konjunkturrückgang abnimmt.⁴⁷ Laut Kindleberger hätte eine gemäßigte Geldpolitik zumindest eine Eindämmung der Krisen bewirken können.⁴⁸ Obwohl sich dieser Mechanismus und die Rolle der Banken aufgrund der Internationalisierung über Jahrzehnte gewandelt und strukturell angepasst haben, bleibt dieser makroökonomische Ansatz bestehen.⁴⁹ Die Entwicklung von Vermögenspreisblasen beschreibt Minsky in einem Modell bestehend aus fünf Phasen, die aber nicht getrennt zu sehen sind, sondern sich in ihrer Abfolge überlappen: Verlagerung, Boom, Euphorie, finanzielle Not und Abscheu.

2.4.1 Verlagerung

Die erste Phase des Blasenzyklus beginnt mit einem exogenen Schock, der groß genug sein muss, um eine fundamentale Änderung auf zumindest einem oder mehreren Teilmärkten einer Volkswirtschaft hervorzurufen. Dieses Ereignis führt zu einer Erschließung neuer Investitionsmöglichkeiten und Profitmöglichkeiten.⁵⁰ Als Auslöser können Kriege, insbesondere der Kriegsbeginn oder das Kriegsende, Ernteauffälle, finanzielle Innovationen, Liberalisierung oder Deregulierung der Finanzmärkte und technologische Fortschritte mit erheblichem Einfluss auf das gesellschaftliche Leben wie z.B.: die Eisenbahn oder neue Kommunikationswege wie das Telefon oder das Internet genannt werden.⁵¹

2.4.2 Boom

Auf den Schock folgend eröffnen sich neue Investitionsmöglichkeiten und Kapital beginnt in diesen Teilmarkt zu fließen. Dies führt zu einer Preis- und

⁴⁶ Vgl. ebd., S. 78

⁴⁷ Vgl. ebd., S. 39 f.

⁴⁸ Vgl. ebd., S. 101

⁴⁹ Vgl. Schnabl / Hoffmann, 2008, S.1238

⁵⁰ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 39

⁵¹ Vgl. ebd., S. 27

Nachfragesteigerung innerhalb der Assetklasse.⁵² Steigende Investitionssummen führen zu einer ausweiteten Kreditvergabe und im Bankensektor kommt es in dieser Phase durchaus zu Formierungen neuer Banken. Aufgrund der wachsenden Konkurrenz verbessern bestehende Banken ihre Konditionen.⁵³

2.4.3 Euphorie

Steigende Preise von Immobilien und Aktien führen zu einem beschleunigten Wirtschaftswachstum. Die Konsumausgaben und das Vermögen privater Haushalte wachsen. Auf politischer Ebene wirkt sich die Erschließung eines solchen Teilmarktes positiv auf das nationale Einkommen aus. Diese positive Rückkopplung führt bei Kreditgebern wie auch bei Kreditnehmern in Aussicht auf Profitsteigerung zu einer erhöhten Risikobereitschaft.⁵⁴ Die wachsende Wirtschaft und die Erwartungshaltung beider Seiten führen zu einer Ausweitung der Kreditaktivität, jedoch mit zunehmend geringeren Sicherheiten. Preise wie auch die Anzahl der getätigten Investitionen steigen und in der Hoffnung auf schnelle Gewinne strömen zusätzlich Anleger auf den Markt.⁵⁵ Die Marktpreise entfernen sich immer weiter von fundamental gerechtfertigten Preisen und rationalen Motiven. Minsky nennt als einen der treibenden Faktoren die gegenseitige Ansteckung und die Chance des leicht verdienten Geldes.

*„There is nothing more disturbing to one’s well being and judgement as to see a friend get rich.“*⁵⁶

2.4.4 Finanzielle Not

Ein Schock auf das System, oft ausgelöst von politischen Maßnahmen oder die Pleite von vielversprechenden und oft zu hoch bewerteten Unternehmen, löst den

⁵² Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 40

⁵³ Vgl. ebd., S. 40 f.

⁵⁴ Vgl. ebd., S. 19 f.

⁵⁵ Vgl. ebd., S. 43

⁵⁶ Ebd., S. 43

Umschwung in der Erwartungshaltung von positiv zu pessimistisch aus. Einige Investoren realisieren die voranschreitende Entkoppelung von Schulden und Einkommen und ziehen sich aufgrund des steigenden Anlagerisikos langsam aus dem Markt zurück.⁵⁷ Die Preise stagnieren anfangs nur, fallen jedoch nicht, da noch immer viele unerfahrene Spekulanten auf den Markt drängen und den Abzug der Insider ausgleichen. Einige Unternehmen und Privatanleger sind nicht mehr in der Lage den Schuldenverpflichtungen nachzukommen und aus diesem Grund beginnen sie Vermögensbestände zu verkaufen. Die Preise fallen, da es auf dem Markt nun mehr Verkäufer als Käufer gibt.⁵⁸ In dieser Phase findet auch bei den Kreditgebern ein Umschwung statt, da zu viele riskante Kredite gewährt wurden und Banken versuchen ausstehende Geldbeträge einzufordern. Der Standard für neu gewährte Kredite wird ebenfalls erhöht.⁵⁹ Bereits kleinste negative Marktsignale führen zu erheblichen Kursschwankungen mit Panik- und Notverkäufen. Investoren, die zu stark fremdfinanziert wurden, fallen in den Konkurs, da der Marktwert der Vermögenswerte unter die Verschuldung sinkt. Bei Aktien kann es in dieser Zeit immer wieder zu kurzzeitigen Erholungen der Kurse kommen, weil manche Anleger vom vermeintlich vorübergehenden Preisverfall profitieren wollen.⁶⁰ Diese Phase kann Wochen, aber auch Jahre andauern.⁶¹ Begleitende Erscheinungen sind rasant steigende Zinsen, ein Preisverfall der Währung, eine steigende Anzahl von Bankinsolvenzen und das Ende des Preisaufschwungs von Immobilien, Rohstoffen und Aktien.⁶² Richtungswechsel in der Erwartungshaltung, von Zuversicht zu Skepsis, ist der zentrale Faktor dieser Phase.

2.4.5 Abscheu

Die letzte Phase ist von starker Abneigung der Marktteilnehmer gegenüber Kapitalmärkten geprägt. Es folgt die Abscheu, welche schlussendlich zum Platzen der Blase führt. Der Rückgang der Vermögenswerte führt zu einer geringeren Einlagensicherheit und Banken fühlen sich dazu veranlasst, Kredite zu kündigen.

⁵⁷ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 20

⁵⁸ Vgl. ebd., S. 45

⁵⁹ Vgl. ebd., S. 105

⁶⁰ Vgl. ebd., S. 45

⁶¹ Vgl. ebd., S. 105

⁶² Vgl. ebd., S. 115

Insolvente Firmen und Unternehmen bescheren Banken enorme Kreditverluste und brechen folglich zusammen. Viele Anleger sind zu Notverkäufen gezwungen, da Kredite nicht mehr bedient werden können und der durch die negative Rückkopplung ausgelöste Wertverfall ist nicht mehr zu stoppen. Es gibt kaum noch Marktteilnehmer und der Markt ist von geringen Umsätzen gekennzeichnet.⁶³

2.5 Historischer Überblick von Vermögenspreisblasen

Blasen können in vielen Variationen und mit unterschiedlicher Intensität auftreten. Zum besseren Verständnis ist die Darstellung der Vielfältigkeit der Anlageprodukte wie auch deren Auslöser wesentlich. In der nachfolgenden Auflistung werden die größten Blasen, die in die Literatur eingegangen sind, mit dem jeweiligen Gegenstand der Spekulation bis zurück in das 17. Jahrhundert dargestellt. In den darauffolgenden Kapiteln werden einige Krisen kurz vorgestellt. Besonders deutlich zu erkennen sind die wachsende Profitgier bei Kreditgebern wie auch Investoren und die Anhäufung von Betrugsfällen im Verlauf der Spekulationsmanie.

Jahre	Blase	Land	Objekt	Auswirkungen
1634-1637	Tulpenzwiebelblase	Niederlande	Tulpenzwiebel, Verträge	
1719-1720	Südseeblase	UK	Aktien	
1719-1720	Mississippiblase	USA	Aktien	Finanzkrise
1793	Canal Mania	UK	Aktien	
1824-1826	Aktienkursblase	UK	Aktien	Finanzkrise
1844-1846	Eisenbahnboom	UK	Aktien	
1886-1893	Australien Landboom	Australien	Aktien, Land	Finanzkrise
1895-1898	Bicycle & Beer Mania	UK	Aktien	
1920-1931	Roaring Twenties	USA	Aktien	Finanzkrise
1982-92	Scandinavian Housing	Schweden, Norwegen, Finnland	Immobilien	Finanzkrise
1982-92	Taiwan	Taiwan	Aktien	
1985-1992	New Economy	Japan	Aktien, Immobilien	Finanzkrise
1995-2001	Dot Com	USA	Aktien	
2003-2007	Subprime	USA	Immobilien	Finanzkrise
2001-2008	Housing	UK, Irland, Spanien	Immobilien	Finanzkrise
2007,2015	China	China	Aktien	

Abbildung 4: Historische Blasen, Quelle: in Anlehnung an Quinn und Turner, 2020a, S.22

⁶³ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 129

2.5.1 1634 - 1637: Tulpenzwiebelpekulation

Ein Paradebeispiel massiver Überbewertungen stellt die niederländische Tulpenpekulation von 1634 bis 1637 dar. Als ältestes historisches Beispiel ist die erste Börsenkrise dennoch gut dokumentiert. Zu dieser Zeit stand Holland in seiner Blüte als Wirtschafts- und Handelsmacht.⁶⁴ Einzigartige und schöne Tulpenzwiebeln galten bald als Statussymbol der Oberschicht und erfreuten sich immer größerer Beliebtheit. Infolge der enormen Wertsteigerung sahen immer mehr Investoren die Möglichkeit einer lukrativen Kapitalanlage.⁶⁵ Im Herbst 1636 erreichte die Spekulation mit einem Preisanstieg von mehreren Hundert Prozent den Höhepunkt.⁶⁶ Die Blase platzte Anfang 1637, als die Tulpenzwiebeln bei einer Versammlung von Floristen keine Käufer mehr fanden. Dadurch wurde eine Massenbewegung ausgelöst und der Preis stürzte ins Bodenlose, die Anleger und Zwischenhändler mit leeren Händen zurückließ.⁶⁷



Abbildung 5: La vente des oignons de tulipes um 1640, Quelle: Bildarchiv Preußischer Kulturbesitz, Nr. 00053574

2.5.2 1719 - 1720: Südseeblase

Die South Sea Company wurde im Jahr 1711 zum Handel mit Südamerika gegründet, jedoch war der eigentliche Hauptzweck die Übernahme von Staatsschulden im Wert

⁶⁴ Vgl. Chavagneux, 2013, S. 18 ff.

⁶⁵ Vgl. Galbraith, 2010, S. 43

⁶⁶ Vgl. Garber, 2000, S. 46 f.

⁶⁷ Vgl. Chavagneux, 2013, S. 29

von 10 Millionen Pfund. Im Jahr 1720 übernahm das Unternehmen rund ein Drittel der britischen Staatsschulden mit einem Zinssatz von 6% unter der Voraussetzung eigene Aktien zur Finanzierung der Schuldenübernahme emittieren zu dürfen. Der Kurs lag Anfang 1720 noch bei 100 Pfund und erreichte kurze Zeit später im August des gleichen Jahres bereits 1000 Pfund, obwohl aus den Handelsbeziehungen kaum Gewinne erzielt wurden. Immer wieder wurden gezielte Gerüchte über die Profitabilität des Unternehmens in Umlauf gebracht.⁶⁸ Das britische Parlament unterstützte die South Sea Company und gewährte ein Monopol für den Handel mit Südamerika. Darüber hinaus wurde 1720 ein Gesetz erlassen, welches die Formierung von neuen Kapitalgesellschaften ohne die Einwilligung des Parlaments untersagte.⁶⁹ Die Blase platze im September 1720 als die South Sea Company eine Gewinnausschüttung an die Anleger leisten sollte und die Mittel dafür nicht zur Verfügung standen. Der Kursabsturz führte zum Ruin vieler Anleger. Im Dezember 1720 lag der Aktienkurs nur noch bei 120 Pfund.⁷⁰

2.5.3 1920 - 1931: Aktienkursblase in den USA

Die Börsenspekulationen in den 1920er Jahren in Amerika und der berühmte schwarze Donnerstag mündeten in einer Weltwirtschaftskrise. Nach dem Ende des Ersten Weltkrieges war die Wirtschaft in Amerika von einem enormen Aufschwung gekennzeichnet und der Weg war frei für die vom Überfluss geprägten goldenen Zwanziger.⁷¹ Verbesserte Produktionsmethoden wie das Fließband in der Automobilindustrie, der Ausbau des Telefonnetzes und die Verbreitung des Tonfilms führten zu einem Wirtschaftsboom.⁷² Wertpapiere als Anlage waren aufgrund steigender Aktienkurse ab der zweiten Hälfte der Zwanziger auch in der breiten Öffentlichkeit sehr gefragt und es wurde in großem Stil spekuliert.⁷³ Die Aktienkurse, die gegen Ende 1929 nicht mehr von konstanten Gewinnen geprägt waren, verunsicherten zusehends die Anleger. Banken mussten auf eine Nachschusspflicht

⁶⁸ Vgl. Daxhammer / Facsar, 2017, S. 138 ff.

⁶⁹ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 69

⁷⁰ Vgl. Daxhammer / Facsar, 2017, S. 140 f.

⁷¹ Vgl. Putnoki, 2010, S. 73 ff.

⁷² Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 72

⁷³ Vgl. Putnoki, 2010, S. 79

bestehen, da die zu Sicherungszwecken hinterlegten Aktien mit dem Preisverfall eine kritische Größe erreicht hatten. Viele verschuldete Anleger hatten keinerlei liquide Mittel mehr und mussten Aktienpakete verkaufen.⁷⁴ Am Donnerstag, den 24. Oktober 1929 wurde der Euphorie mit einer besonders starken Verkaufswelle ein Ende gesetzt. In den folgenden Tagen kollabierte die New Yorker Börse.⁷⁵ Als Folge des Zusammenbruchs mussten 40% der amerikanischen Banken schließen.⁷⁶

2.5.4 1995 - 2001: Dotcom-Blase

Die Dotcom-Blase bezieht sich auf die Spekulationsblase in den USA in den 90er Jahren, die rund um den Markt der Kommunikationstechnologien entstand. Viele technologische Unternehmen wurden in dieser Zeit an der Börse eingeführt und massentaugliche Entwicklungen im Bereich der Mobiltelekommunikation und die Zugänglichkeit zum Internet schürten große Erwartungen der Investoren.⁷⁷ Eine starke Medienpräsenz und gute Renditeaussichten lockten diejenigen, die von einer Schaffung einer neuen Ära überzeugt waren. Niedrige Zinssätze, die schnell wachsende Popularität und der immense Geldzufluss sorgten für starke Kursgewinne im Technologiesektor und immer mehr Spekulanten. Anfang 2000 trat das prophezeite Wachstum vieler Firmen nicht ein. Darauffolgend führten erste Insolvenzen und das Bekanntwerden von Insiderhandel und der bewussten Verbreitung von Gerüchten zu Kursverlusten. Dies führte zum Platzen der Blase Anfang 2001. Der Terroranschlag am 11. September 2001 setzte eine weitere Abwärtsbewegung in Gang und führte zu einer Schwächung des Dollars.⁷⁸ Als Folge der Kursstürze befand sich die amerikanische Wirtschaft zwischen März und November 2001 in einer Rezession.⁷⁹

⁷⁴ Vgl. ebd., S. 82 f.

⁷⁵ Vgl. Chavagneux, 2013, S. 97

⁷⁶ Vgl. Daxhammer / Facsar, 2017, S. 102

⁷⁷ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 13

⁷⁸ Vgl. Putnoki, 2010, S. 168 ff.

⁷⁹ Vgl. Kliesen, 2003

3 1985 – 1991: Die Japan Krise

In diesem Kapitel wird die Immobilienblase in Japan in den 1980er Jahren dargestellt. Neben einer Beschreibung politischer und regulatorischer Eingriffe in das Finanzsystem und der Wohnungspolitik, wird auf den Verlauf eingegangen.

In der Nachkriegszeit galt Japan als die zukünftige Wirtschaftsmacht schlechthin und nahm international eine Vorbildfunktion ein, denn von diesem Land ging eine Revolution in der industriellen Prozesstechnologie aus. In diesem Abschnitt soll auf den Werdegang der Wirtschaft und des Bankensystems vor 1985 eingegangen werden und die Krise in einem historischen Rahmen genauer beleuchtet werden.

Innerhalb von 30 Jahren entwickelte sich Japan zur zweitgrößten und reichsten Wirtschaftsmacht und wurde für seine Exportstärke sowie für die technologisch ausgereiften Produkte und Produktionsverfahren bewundert. Auch die Medien vermittelten den Eindruck, dass Japan „Number One“- so der Titel des Bestsellers von Ezra Vogel aus dem Jahr 1979- geworden war.⁸⁰ Bis Ende der 80er Jahre waren das wundersame Wachstum Japans sowie der enorme Handelsüberschuss und die Bedrohung, die Japan für die USA darstellte, Gegenstand vieler Beiträge und Artikel.

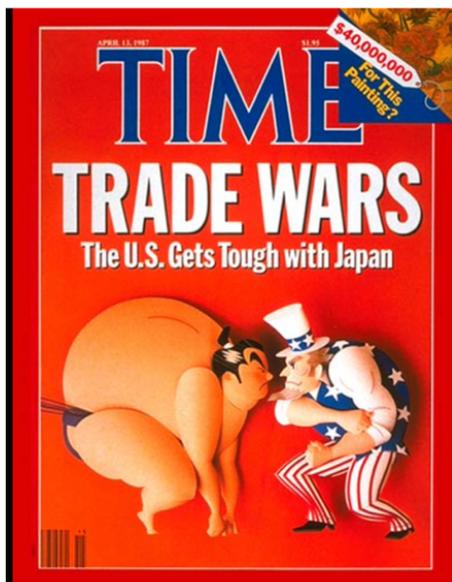


Abbildung 6: Cover des Time Magazine vom 13. April 1987, Quelle: Time, 2021

⁸⁰ Vgl. Japan Today, 2016

Zwischen 1985 bis zum Jahr 1990 verzeichneten japanische Aktien einen Wertzuwachs von 240% und Immobilien einen Wertzuwachs von 245%. Der Grundstückspreis des japanischen Kaiserpalastes erreichte den Wert von ganz Kalifornien.⁸¹ Entgegen opportunistischer Entwicklungsprognosen wurde 1990 mit dem Platzen der Aktien- und Immobilienblase die Kehrtwendung eingeläutet, die das Land in eine Welle von Rezessionen stürzte und die größte Abschwungphase seit den 1930er Jahren einläutete.⁸² Die weitreichenden Folgen der Krise in den 90er Jahren prägten den Begriff des verlorenen Jahrzehnts Japans.⁸³ Die massive makroökonomische Schiefelage und die damit einhergehende Blasenbildung am japanischen Aktien- und Immobilienmarkt wurden durch konjunkturelle, politische und wirtschaftliche Faktoren begünstigt, welche nur in ihrem Zusammenspiel dieses enorme Ausmaß formen konnten.

3.1 1950 - 1985

Ähnlich zu den USA und anderen europäischen Ländern erlebte Japan nach dem Ende des zweiten Weltkriegs einen wirtschaftlichen Aufschwung. Die hohe Sparrate der Bevölkerung, geringe Investitionen in den öffentlichen Sektor wie auch eine niedrige Staatsverschuldung ermöglichten eine Hochwachstumsphase. Ab 1950 betrug die durchschnittliche Wachstumsrate 9,3%, die erst mit der Ölkrise ab 1973 abflachte.⁸⁴ Die nachfolgende Aufzählung bildet Faktoren ab, die das außerordentliche Wachstum bis 1973 maßgeblich beeinflussten.

- 1949 wurde der amerikanische Dodge Plan verabschiedet. Mit diesem Abkommen wurde der Dollar-Yen-Wechselkurs auf 360 festgelegt.⁸⁵
- Japan schottete sich gegenüber internationalen Kapitalmärkten ab.
- Die Regierung lenkte das Wirtschaftswachstum mithilfe einer strikten Kontrolle des Zinsgefüges und einer selektiven Kreditlenkung. Die Bankenaufsicht und die

⁸¹ Vgl. Hoffmann / Schnabl, 2008, S. 1239

⁸² Vgl. Hilpert, 2002, S. 7

⁸³ Vgl. Yoshino / Taghizadeh-Hesary, 2015, S. 3

⁸⁴ Vgl. Mitsuhiro, 2010, S. 7

⁸⁵ Vgl. ebd., S. 34

Zinssetzungshoheit oblag dem Finanzministerium.⁸⁶ Das Wachstum vielversprechender Branchen wie Eisen, Stahl und Schiffsbau wurde mit einer effektiven Industriepolitik gelenkt und die Zentralbank steuerte die Kreditvergabe zugunsten dieser Sektoren (Window guidance).⁸⁷ So wurden berechenbare Bedingungen für auserwählte wirtschaftliche Akteure geschaffen.

- Signifikante Produktionssteigerungen wurden anhand des technologischen Fortschritts erreicht, obwohl sehr wenige Produkte selbst erzeugt wurden. Kostengünstige Massenproduktionssysteme wurden mithilfe importierter Technologien geschaffen.
- Die hohe Spartätigkeit Japans wurde vom Finanzministerium gefördert und steuerlich begünstigt.
- Ausgaben für militärische Zwecke und die Verteidigung wurden auf ein Minimum reduziert.⁸⁸
- Der Regierung war es bis 1965 gesetzlich verboten, Defizitanleihen zur Finanzierung der Staatsbudgets auszugeben.⁸⁹

Mit der Ölkrise 1973 kam es erstmals seit dem zweiten Weltkrieg zu einem starken Konjunkturunbruch und es wurde die Zeit des gemäßigten Wachstums eingeleitet. Ab 1973 bis 1991 betrug die durchschnittliche Wachstumsrate 4,3%.⁹⁰ Das oberste Ziel der Regierung war in dieser Zeit die Stabilisierung der Wirtschaft und die strenge Zinskontrolle der Zentralbank war allmählich unpassend geworden. Der Staat versuchte mit einer expansiven Fiskalpolitik den Verfall der Wachstumsraten zu verhindern, was zu einer hohen Staatsverschuldung führte.⁹¹ In dieser Zeit vollzog sich ein Strukturwandel in der Industrie in Richtung hoch technologisierte Entwicklung und Forschung, was zu einem Wachstum der Elektro- und Maschinenindustrie führte.⁹²

⁸⁶ Vgl. Kramer, 1999, S. 39

⁸⁷ Vgl. Kramer, 1999, S. 43

⁸⁸ Vgl. Mitsuhiro, 2010, S. 41

⁸⁹ Vgl. ebd., S. 42

⁹⁰ Vgl. ebd., S. 7

⁹¹ Vgl. Kramer, 1999, S. 46

⁹² Vgl. Kampeter, 2011, S. 18

3.2 Ablauf

In den folgenden Abschnitten wird der Ablauf der Krise in die fünf Phasen gemäß dem Minsky-Kindleberger Modell unterteilt.

3.2.1 Verlagerung

Das Umfeld, das die Bildung der Aktien- und Immobilienblase begünstigte, war vielfältig. Die Schockwellen auf das System sind in Kindlebergers Ausführungen die Deregulierung des Finanzsektors durch Finanzinnovation und die Liberalisierung sowie die Ausweitung des Geld- und Kreditangebots. Weiters gibt er als Grund die Zinsraten Spekulation mit US-Dollar Wertpapieren an.

“The shocks in Japan in the 1980s were financial liberalization and the repatriation of money to Tokyo in the second half of the decade by carry trade investors that had bought US dollar securities in the prior five years, and the increase in the supplies of money and of credit. The Japanese banks rapidly increased their real estate loans; previously their ability to make loans for the purchase of real estate had been constrained by regulation.”⁹³

Der sinkende Dollarkurs sorgte dabei ab 1980 für einen Anstieg der Investitionsabflüsse aus Japan, welche ab 1985 infolge des Plaza Abkommens und der damit verbundenen beträchtlichen Aufwertung des Yen deutlich zurückgingen. Gleichzeitig wuchs international das Interesse nach gewinnversprechenden japanischen Kapitalanlagen. Schnabl sieht die Veränderungen in der Regulation der Geldverhältnisse, die durch das Plaza- und das Louvre-Abkommen initiiert wurden, als maßgeblichen Ursprung der japanischen Blasenwirtschaft.⁹⁴ Ein weiterer Einflussfaktor, der den spekulativen Höhenflug von Grundstücks- und Immobilienpreisen begünstigte, ist die von Privatinvestoren geleitete Flächenpolitik von 1982 bis 1987.⁹⁵

⁹³ Aliber / Kindleberger, 2015, S. 40

⁹⁴ Vgl. Hoffmann / Schnabl, 2008, S. 1238 f.

⁹⁵ Vgl. Kitzmann, 2014, S. 227

Finanzielle Liberalisierungen

In den 1980er Jahren begann in Japan die Deregulierung der Finanzmärkte und des Kapitalverkehrs. Die Liberalisierung begann mit der Einführung eines Sekundärmarktes für Staatsanleihen und danach formte sich ein Markt für Unternehmensanleihen.⁹⁶ 1979 wurde das Auslandsinvestitionsgesetz abgeschafft und Kapitalimporte und Kapitalexporte waren möglich.⁹⁷ Japanische Wertpapiere, Aktien und Grundstücke konnten von Ausländern erworben werden.⁹⁸ Mit der Zinsderegulierung konnten Banken ihre Abhängigkeit von der Nationalbank verringern. Ebenso sank die Abhängigkeit der großen institutionellen Kunden von der Bankenfinanzierung, da sie sich nun direkt über Anleihen finanzierten.⁹⁹

Handelsungleichgewicht und das Plaza Abkommen

Der Export spielte für Japans Wirtschaft eine wichtige Schlüsselfunktion, der stark vom Wechselkurs bestimmt wird.¹⁰⁰ Nachdem Japan Anfang der 1980er Jahre internationale Kapitalströme liberalisiert hatte, entstand ein erheblicher Handelsüberschuss, dem ein Handelsdefizit der Vereinigten Staaten gegenüberstand. Der japanische Anteil am US-Außenhandelsdefizit betrug 1986 rund 30%.¹⁰¹ Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten, deren Haushaltsdefizit von 1981 bis 1983 um rund 110 Milliarden US-Dollar zunahm, blieb die japanische Wirtschaft von der zweiten Ölkrise 1979 relativ unbeeinflusst.¹⁰² Die Erhöhung der Zinssätze und die restriktive Geldpolitik der USA zur Bekämpfung der Inflation führten 1979 zu einem erheblichen Kapitalexport aus Japan in die Vereinigten Staaten. Zwischen 1970 und 1971 beliefen sich die japanischen Investitionen in Amerika auf nur fünf Milliarden US-Dollar. Zwischen 1985 und 1988 stieg die Summe auf 75 Milliarden US-Dollar an, was 3,6% des japanischen Bruttoinlandprodukts entspricht.¹⁰³ Zudem verzeichnete der Handelsüberschuss Japans ab 1968 eine kontinuierliche und ab 1981 eine massive

⁹⁶ Vgl. Kramer, 1999, S. 126 ff.

⁹⁷ Vgl. Schnabl / Sepp, 2021, S. 20

⁹⁸ Vgl. Kramer, 1999, S. 126 ff.

⁹⁹ Vgl. ebd., S. 76

¹⁰⁰ Vgl. ebd., S. 64

¹⁰¹ Vgl. Kitzmann, 2014, S. 226

¹⁰² Vgl. Kramer, 1999, S. 65

¹⁰³ Vgl. Kitzmann, 2014, S. 225

Zuwachsrate, während die Importzahlen bis 1985 stagnierten.¹⁰⁴ ¹⁰⁵ Japanische Unternehmen wie Sony, Toyota, Honda, Nikon und Canon eroberten die Märkte in Amerika und steigerten ihre Gewinne, indem sie den schwachen Yen-Kurs gegenüber dem Dollar ausnutzten und Waren exportierten. Die zunehmende Präsenz japanischer Unternehmen auf internationalen Märkten und die Spannungen zwischen Japan und den Vereinigten Staaten, welche dem großen Leistungsbilanzungleichgewicht geschuldet waren, ließen Japan immer mehr unter Druck geraten.

Mit dem Plaza-Abkommen vom 22. September 1985 wurde versucht das japanisch-amerikanische Handelsungleichgewicht zu verringern. Die großen Industrienationen USA, Frankreich, Deutschland, Großbritannien und Japan einigten sich darauf, den Yen gegenüber dem Dollar durch Interventionen am internationalen Devisenmarkt drastisch aufzuwerten. In den folgenden zwei Jahren, von 1985 bis 1987, gewann der Yen 50% an Wert.¹⁰⁶ Als Reaktion auf die Aufwertung des Yen brach Japans Wirtschaft stark ein. Die Zentralbank Japans reagierte mit einer schrittweisen Senkung des Diskontzinssatzes von 5% im Jahr 1985 auf 3,5% Anfang 1986 und 2,5% 1987 um der starken Rezession entgegenzuwirken, das Wirtschaftswachstum und die internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten.¹⁰⁷

„Die lockere Geldpolitik entsprang zwischen dem Frühjahr 1986 und Mai 1989 aus ihrer Wechselkurs- und außenpolitischen Orientierung.“ ¹⁰⁸

Der Handelsüberschuss Japans konnte trotz der Aufwertung des Yen nach 1985 dennoch nicht merklich verringert werden und der US-Dollar Kurs brach nach 1985 stark ein. 1987 wurde das Louvre Abkommen mit dem Ziel der Wechselkursstabilisierung beschlossen. Japan war bereit, eine noch lockere Geldpolitik zu betreiben, die es der Wirtschaft ermöglichte, von 1987 bis 1991 ein

¹⁰⁴ Vgl. Strange, 1993, S. 49

¹⁰⁵ Vgl. Mitsuhiro, 2010, S. 72

¹⁰⁶ Vgl. Siebert, 1999, S. 5

¹⁰⁷ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 139

¹⁰⁸ Kramer, 1999, S. 78

jährliches Wachstum von durchschnittlich 5% zu erzielen. Zudem sollte das Ungleichgewicht durch eine steigende Importnachfrage ausgeglichen werden.^{109 110}

Ausweitung der Kreditvergabe

Der Strukturwandel der Industrie, beginnend nach der Ölkrise 1973, führte zu einer starken Einschränkung der Investitionstätigkeiten im Unternehmenssektor.¹¹¹ Durch Reformen wurden Zinsen freigegeben und Kreditkontrollen eingeschränkt und Banken gerieten aufgrund der Finanzmarktliberalisierung zusehends unter Konkurrenzdruck. Sie gaben die risikoaverse Haltung auf und engagierten sich, gefördert durch Maßnahmen der japanischen Regierung, in Immobiliengeschäften und Wertpapierkäufe.¹¹² Die Summe der Kredite wuchs von 1983 bis 1991 um 55%.¹¹³

Flächenpolitik

Die Entwicklung und Bestimmungen der nationalen Flächenpolitik von 1982 bis 1987 wurde sehr stark von privatwirtschaftlichen Investoren beeinflusst. Belange die Stadtentwicklung und Wohnungspolitik betreffend wurden der Angebots- und Nachfrageseite unterworfen. So wurde beispielsweise öffentliches Land an Privatinvestoren verkauft, die keine Bestimmungen zur Nutzung und Widmung beinhalteten.¹¹⁴

3.2.2 Boom

Der Immobilienmarkt begann bereits in den 1970er Jahren zu florieren. Die Regierung schuf steuerliche Anreize für den Kauf und Verkauf von Grundstücken und Immobilien für Unternehmen und wohlhabende Privatpersonen. Im Jahr 1974 stiegen die Grundstückspreise innerhalb eines Jahres um 30,9%.¹¹⁵ Aktienpreise begannen bereits 1983 zu steigen.¹¹⁶ Die rasche Ausweitung der Geld- und Kreditversorgung ab

¹⁰⁹ Vgl. Siebert, 1999, S. 6

¹¹⁰ Vgl. Araki, 2005, S. 33

¹¹¹ Vgl. Kramer, 1999, S. 66

¹¹² Vgl. ebd. S. 76

¹¹³ Vgl. Schnabl / Sepp, 2021, S.11

¹¹⁴ Vgl. Kitzmann, 2014, S. 227

¹¹⁵ Vgl. Araki, 2005, S. 34

¹¹⁶ Vgl. Mitsuhiko, 2010, S. 69

1985 führte zu einer starken Investitionstätigkeit im Immobilienbereich, die von der Politik unterstützt und von privaten Investoren dominiert wurde. Ab 1986 kam es in Tokio zu einem raschen Anstieg der Immobilienpreise. Kurz darauf zogen andere Städte nach, in denen die Internationalisierung der Finanzmärkte eine Nachfrage nach Büroflächen erzeugte.^{117 118}

3.2.3 Euphorie

Der Börsengang des ehemals staatlichen Unternehmens Nippon Telephone & Telegraph (NTT) im Jahr 1987 löste eine Euphorie am Aktienmarkt aus. Der Kurs der NTT Aktie stieg schnell an und zog andere Aktien mit.¹¹⁹ Unternehmen, die über einen großen Land- und Immobilienbesitz verfügten, gaben mehr Aktien und Anleihen aus, um ihre Kapitalbasis zu erhöhen. Durch die Emission von Unternehmensanleihen wurden zwischen 1985 und 1989 zusätzliche 600 Milliarden Dollar in Umlauf gebracht.¹²⁰ Immer mehr Industriebetriebe nahmen Kredite auf, um Immobilien zu kaufen, da der Gewinnzuwachs viel höher war als die Gewinnrate ihrer Produktion. Der Boom der Immobilienpreise erhöhte den realen Wert der Unternehmen, was wiederum zu steigenden Aktienkursen führte und umgekehrt.¹²¹ Unternehmen profitierten daher nicht nur von den steigenden Grundstückspreisen durch den Wertgewinn, welcher positiven Einfluss auf die Aktienpreise ausübte. Auch die Kreditfähigkeit dieser Unternehmen wuchs sozusagen auf der Grundlage oder in Erwartung zukünftig steigender Grundstückspreise. Ebenso wie die Kapitalbasis der Unternehmen wuchs die der Banken aufgrund ihrer Buchgewinne. Beide Seiten profitierten von der exzessiven Kreditausweitung.¹²² Von 1985 bis 1988 hatten sich die Bodenpreise in begehrten Geschäftsviertel Tokios nahezu verdreifacht, davon fiel alleine auf das Jahr 1986/87 eine Verdopplung der Preise.^{123 124} Die Euphorie wurde begleitet von einem massiven Anstieg von Bautätigkeiten und der Errichtung mehrerer

¹¹⁷ Vgl. Schnabl, 2012, S. 4 f.

¹¹⁸ Vgl. Mitsuhiko, 2010, S. 69

¹¹⁹ Vgl. Putnoki, 2010, S. 130

¹²⁰ Vgl. Kitzmann, 2014, S. 228 f.

¹²¹ Vgl. Putnoki, 2010, S. 130

¹²² Vgl. Kramer, 1999, S. 77 f.

¹²³ Vgl. Hilpert, 2002, S. 8

¹²⁴ Vgl. Putnoki, 2010, S. 132 f.

hundert Golfplätze.¹²⁵ Der Nikkei-Aktienindex stieg von 11 558 Punkten am Jahresanfang 1985 auf den historischen Höchststand von 38 915 Punkten am Jahresende 1989.¹²⁶ Private Haushalte, ebenso wie Unternehmen und Banken, hatten an der Spekulation teilgenommen.

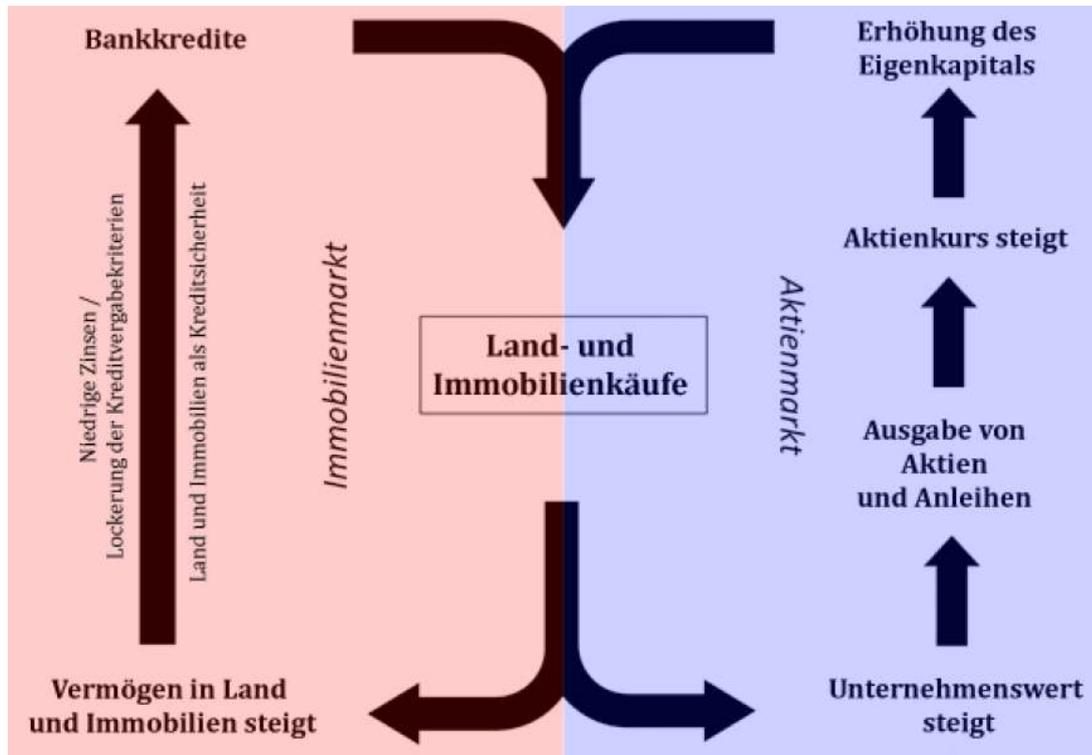


Abbildung 7: Verknüpfung des Immobilien- und Aktienmarktes, Quelle: Kitzmann, 2014, S. 229

3.2.4 Finanzielle Not

Mitte 1989 waren die ersten Anzeichen einer Inflation zu sehen. Das hohe Geldmengenwachstum, Preis- und Lohnerhöhungen, steigende Rohstoffpreise, die Abwertung des Yen, steigende Mietpreise und eine höhere Mehrwertsteuer veranlassten die Politik zur Abkehr der Niedrigzinspolitik.¹²⁷ Die finanzielle Not in

¹²⁵ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 140

¹²⁶ Vgl. Finanzen.net, 2022

¹²⁷ Vgl. Kramer, 1999, S. 84 f.

Japan begann Ende 1989, als die Zentralbank den Zinssatz von 3,75% auf 4,25% Punkte erhöhte.¹²⁸ Die Vermögenswerte begannen nur wenige Tage später zu rutschen.

3.2.5 Abscheu

Im Dezember 1989 brachen die Aktienmärkte ein, doch die Zentralbank behielt ihre restriktive Geldpolitik bei und erhöhte den Diskontsatz, bis er im August 1990 auf 6% festgesetzt wurde. Die Grundstückspreise stiegen bis 1990 weiter und 1991 platzte schließlich auch die Immobilienblase. Die Bodenpreise in begehrten Innenstadtlagen verloren in kürzester Zeit um 80% an Wert und 1997 kehrten die Preise von Grundstücken wieder auf das Niveau vor der Euphorie zurück. Unternehmen und Banken mussten aufgrund der Wertminderungen erhebliche Verluste in ihren Eigengeschäften hinnehmen.¹²⁹ Viele Banken sahen sich mit offenen Krediten und Bürgschaften konfrontiert und scheiterten in den Folgejahren.¹³⁰ Nach dem Platzen der Blase wurden zudem zweifelhaftes Machenschaften von Wertpapierhäusern und Politikern publik.¹³¹ Das verlorene Jahrzehnt Japans war von Deflation und Stagnation gekennzeichnet, während die Regierung durch zahlreiche fiskalpolitische Maßnahmen die Wirtschaft anzukurbeln versuchte.¹³² Im Zeitraum zwischen 1991 und 1996 stiegen die Staatsschulden von 11,5% auf 23,5% an.¹³³ Der Nikkei-Aktienindex fiel innerhalb kürzester Zeit sehr stark ab und gelangte im August 1992 auf einen ersten vorläufigen Tiefstand mit 14 309 Punkten. Es dauerte weitere 11 Jahre, bis der Nikkei bei 7679 Punkten im Jahr 2003 seinen Boden gefunden hatte. Das im Jahr 1989 erzielte Hoch konnte bis heute nicht wieder erreicht werden.¹³⁴

¹²⁸ Vgl. Putnoki, 2010, S. 133

¹²⁹ Vgl. Kramer, 1999, S. 87 f.

¹³⁰ Vgl. Hilpert, 2002, S. 11

¹³¹ Vgl. Kramer, 1999, S. 170 f.

¹³² Vgl. Putnoki, 2010, S. 133 f.

¹³³ Vgl. Kitzmann, 2014, S. 236

¹³⁴ Vgl. Finanzen.net, 2022

4 2002-2007: Die US Subprime Krise

Als Zweite in dieser Arbeit wird die Krise auf dem US-amerikanischen Eigenheimmarkt in den frühen 2000er Jahren in den USA dargestellt. Neben einer Beschreibung politischer und regulatorischer Eingriffe in das Finanzsystem und der Wohnungspolitik wird auf den Verlauf eingegangen.

Darlehen an Kreditnehmer mit geringer Bonität im Subprime Bereich und die von den Hypothekenbanken eingeführten Verbriefungsprozesse führten ab 2002 zu einem massiven Aufschwung der Immobilienpreise. Anhand dieser Instrumente und günstiger makroökonomischer Bedingungen konnte eine Kreditausweitung durchgeführt werden. Solange die Preise der Wohnimmobilien stiegen, war das System nicht in Gefahr. Die Wende zeichnete sich im Frühjahr 2007 ab, als ein drastischer Anstieg von Zahlungsausfällen der Subprime-Kredite zu beobachten war. Die Folgen der einsetzenden Kreditklemme in Kombination mit den sinkenden Immobilienpreisen und undurchsichtigen Finanzprodukten stellten sich nachträglich als gravierender als vorerst angenommen heraus. Die zunehmende Verflechtung der Finanzindustrie und die global gestreuten Risiken der Verbriefungsprozesse führten zu einer lang andauernden Finanzkrise.

4.1 1990 - 2002

Die schrittweise Deregulierung der Finanz- und Hypothekmärkte in den 1980er und 1990er Jahren ermöglichte vielen privaten Haushalten einen einfacheren Zugang zu den Kreditmärkten. Zudem wurde der amerikanische Traum des Eigenheims von der Politik gefördert. Nachfolgend werden Entscheidungen und Regulatorien dargestellt, die die Entwicklung der Wohnungspolitik maßgeblich beeinflussten.

- Der Community Reinvestment Act von 1977 sollte eine faire Kreditvergabepraxis gewährleisten, die alle Einkommensschichten inkludierte. Da es an ausformulierten Kriterien für die Finanzinstitute mangelte, konnte das Gesetz nicht

angewendet werden. Erst 1995 wurden exakte Bewertungskriterien aufgestellt und 1998 wurde das Gesetz in Kraft gesetzt.¹³⁵

- 1980 wurde der Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act erlassen, wodurch die staatlich festgelegte Zinsobergrenze abgeschafft wurde. Ebenfalls wurde die Obergrenze für Hypothekarkredite gestrichen und durch eine wertorientierte Beteiligungsgrenze ersetzt.
- Mit dem Alternative Mortgage Transaction Parity Act von 1982 wurden bestehende Beschränkungen für Hypothekarkredite aufgehoben. Die Kreditgeber konnten ihre Bedingungen und Merkmale überarbeiten. In der Folge wurden variable Zinssätze eingeführt.
- Der Tax Reform Act von 1986 ermöglichte die steuerliche Absetzbarkeit von Zinsen für Hypothekendarlehen und schuf damit einen Anreiz für Hausbesitzer, Eigenheimkredite zur Finanzierung von Konsumausgaben oder zur Rückzahlung von Konsumschulden zu nutzen.¹³⁶
- Mit dem Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act von 1992 wurde ein Gesetz zur Schaffung von erschwinglichem Wohnraum erlassen. Entsprechende Vorschriften sollten einkommensschwachen Bevölkerungsschichten den Zugang zu Wohneigentum erleichtern. Die zwei bekanntesten Hypothekenbanken Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) und Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) verpflichteten sich, einen bestimmten Prozentsatz der Hypothekenkredite für Low and Moderate Income und Underserved Areas vorzubehalten. Die Ziele wurden im Laufe der Jahre sukzessiv erhöht. Das Besondere an diesen Organisationen war, dass sie staatlich gefördert wurden und einen rechtlichen Sonderstatus genossen, um garantieren zu können, dass beide im öffentlichen Interesse agierten.^{137 138}

¹³⁵ Vgl. Gropp / Saadi, 2019, S. 10 f.

¹³⁶ Vgl. Fetzer et al., 2009, S. 11

¹³⁷ Vgl. Bauer / Minsch, 2009, S. 2

¹³⁸ Vgl. Quinn / Turner, 2020b, S. 187

4.2 Ablauf

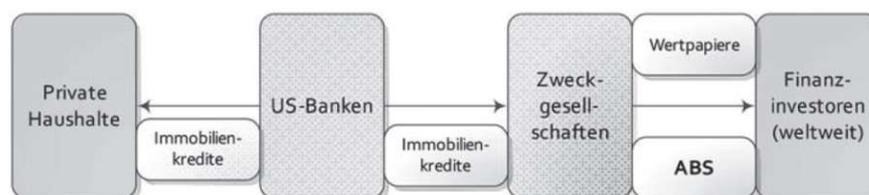
In den folgenden Abschnitten wird der Ablauf der Krise in die fünf Phasen gemäß dem Minsky-Kindleberger Modell unterteilt.

4.2.1 Verlagerung

Der Schock waren laut Kindleberger Finanzinnovationen wie die Verbriefung von Einzelforderungen mittels eines Wertpapiers und auf den Subprime-Hypothekenmarkt abgestimmte Produkte wie die Collateralized Debt Obligations (CDOs) und die Collateralized Mortgage Obligations (CMOs).¹³⁹ Nachfolgend werden zum Grundverständnis der auslösenden Faktoren der Aufbau des amerikanischen Hypothekenmarktes und strukturierte Finanzmarktprodukte erklärt.

Struktur des US-amerikanischen Hypothekenmarktes

Der US-Hypothekenmarkt besteht aus zwei Märkten. Auf der einen Seite werden Kredite an Kunden vergeben und auf der anderen Seite findet die Refinanzierung dieser Kredite statt. Die vergebenen Darlehen werden nicht in der eigenen Bilanz des Originators - den Hypothekenbanken - behalten, sondern mithilfe von Zweckgesellschaften - den Special Purpose Vehicles (SPV) - in Forderungspools gebündelt und in Form von Wertpapieren verkauft. Diese Finanzprodukte werden international gehandelt, sodass sich Probleme im Finanzsystem schnell über die Weltmärkte ausbreiten können.¹⁴⁰ Deutsche und westeuropäische Banken spielten dabei als Käufer eine zentrale Rolle.



¹³⁹ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 40

¹⁴⁰ Vgl. Elschen / Lieven, 2009, S.71 f.

Abbildung 8: Darstellung des US-Immobilienmarkt und den internationalen Finanzmärkten, Quelle: Elschen / Lieven, 2009, S. 45

Die Zweckgesellschaften finanzierten sich durch die Emission von Asset Backed Securities (ABS). Der Wert dieser forderungsbesicherten Wertpapiere ergibt sich durch vorhersehbare Zahlungsströme. Dabei gibt es eine Vielzahl von forderungsbesicherten Wertpapieren - ABS im weiteren Sinne-, die anhand der ihnen zugrunde liegenden Vermögenswerte unterschieden werden. Mortgage Backed Securities (MBS) sind hypothekenbesicherte Wertpapiere und Collateralized Debt Obligations (CDOs) sind auf besicherten Schuldverschreibungen beruhende Wertpapiere.¹⁴¹

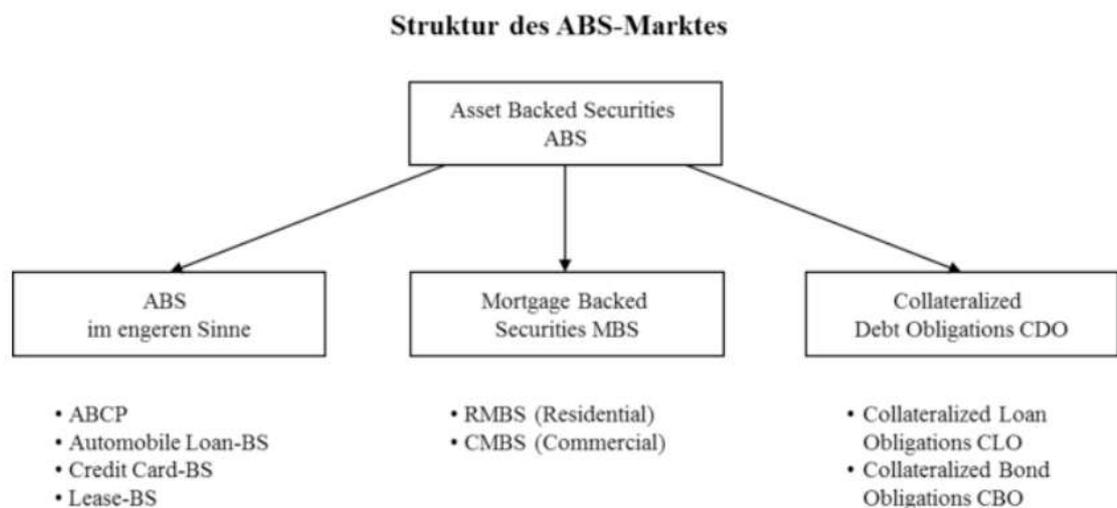


Abbildung 9: Struktur des ABS-Marktes, Quelle: Kettl, 2020

Neben den Forderungspools sowie der Isolierung der Zweckgesellschaft von den Kreditrisiken des Originators ist ein weiteres Merkmal von ABS die Bildung und Gestaltung unterschiedlicher Tranchen. Anhand von Ratings werden die Forderungen in drei Tranchen mit unterschiedlichem Risikogehalt unterteilt. Die Senior Tranchen hatten vorrangig Zugriff auf die Zahlungsströme der gebündelten Kredite und stellten das niedrigste Risiko dar. Wie ein Wasserfall strukturiert, floss der Cashflow den unteren Tranchen nur zu, wenn nach der Bedienung der Senior Tranchen noch Kapital

¹⁴¹ Vgl. Kettl, 2020

übrig war.¹⁴² Ratingagenturen hatten die Aufgabe, die Portfoliodaten und das Risiko für Investoren einschätzbar zu machen. Bei Wertpapieren mit der Bestnote AAA wird von einem minimalen Ausfallrisiko ausgegangen.¹⁴³ Im Hinblick auf die Subprime-Krise ist vor allem die Verbriefung von MBS, welche zu CDOs weiterentwickelt wurden, von besonderer Bedeutung. Risiken konnten nicht mehr richtig eingeschätzt werden, da die Details der zugrunde liegenden Vermögenswerte unübersichtlich wurden und dies zu Informationsverlusten führte. MBS wurden gebündelt, neu verpackt, tranchiert und so in ein CDO verwandelt. Dieser Prozess wiederholte sich und mehrere CDOs wurden zusammengefasst und ein zweites Mal tranchiert. Es entstanden CDOs zum Quadrat und in einem weiteren Schritt CDOs hoch 3.¹⁴⁴

Subprime-Hypothekenkredite

Die Bonität von Darlehen im Subprime Bereich ist in der Regel geringer als die von anderen Kreditnehmern. Eine belastete Kredithistorie oder geringes Einkommen stellten für die Vergabe dieser „zweitklassigen“ Kredite aber kein Hindernis dar. Für die NINJA Kredite (No Income, No Job and Asset) wurden die Kreditnehmer nur unzureichend überprüft. Hypothekarkredite wurden entweder mit einem festen (FRM-Fix Rate Mortgage) oder variablen Zinssatz (ARM- Adjustable Rate Mortgage) vergeben. Die meisten der ARM weisen eine hybride Struktur auf, wobei für die ersten Jahre ein fester und für die restliche Laufzeit ein variabler Zinssatz vereinbart wurde.¹⁴⁵

4.2.2 Boom

Die Auswirkungen der Dotcom Krise beeinflussten den Boom auf den Immobilienmärkten auf zwei unterschiedliche Weisen. Erstens führte der Vertrauenslust auf den Aktienmärkten zu einer Kapitalverschiebung Richtung

¹⁴² Vgl. Shiro, 2014, S. 6 ff.

¹⁴³ Vgl. Elschen / Lieven, 2009, S.75

¹⁴⁴ Vgl. Shiro, 2014, S. 3

¹⁴⁵ Vgl. Elschen / Lieven, 2009, S. 42

Immobilienmärkte, die bereits seit 1990 von einer steigenden Preisentwicklung gekennzeichnet waren.^{146 147} Shiller äußerte sich wie folgt zu diesem Phänomen:

„The drops in the stock market in 2000–2003 had just gotten people increasingly fed up with the stock market and ready to transfer their affections to another market, one that they increasingly believed was the best investment for them.”¹⁴⁸

Zweitens initiierte die FED unter Präsident Greenspan im Jahr 2001 einen Kurswechsel in der Geldpolitik mit dem Bestreben, den Konjunkturunbruch der US-Wirtschaft sowie die anbahnende Rezession nach der Dotcom Krise und den Anschlägen vom 11. September 2001 einzudämmen.¹⁴⁹ Diese expansive Ausrichtung der Geldpolitik wurde durch die hohen Haushaltsdefizite des Bundes, die durch Steuersenkungen und die Kosten des zweiten Golfkriegs entstanden, noch verstärkt.¹⁵⁰ Der Leitzins wurde im Jahr 2001 innerhalb eines Jahres von 5,5% auf 1,75% und Mitte 2003 auf den vorläufigen Tiefstand von 1% gesenkt.¹⁵¹ In Zeiten mit geringen Zinsmargen waren Institutionen wie Banken, Versicherungen oder Pensionsfonds auf der Suche nach alternativen und lukrativen Anlageprodukten. Die Nachfrage nach strukturierten Finanzprodukten wie MBS und CDOs stieg kontinuierlich, da sie eine gute Rendite bei vermeintlich geringem Risiko boten.¹⁵²

¹⁴⁶ Vgl. Shiller, 2015, S. 94 ff.

¹⁴⁷ Vgl. Sobczak, 2009, S. 110

¹⁴⁸ Shiller, 2015, S. 96

¹⁴⁹ Vgl. Elschen / Lieven, 2009, S. 49

¹⁵⁰ Vgl. Aliber / Zoega, 2019, S. 112 f.

¹⁵¹ Vgl. Statista, 2022

¹⁵² Vgl. Elschen / Lieven, 2009, S. 50

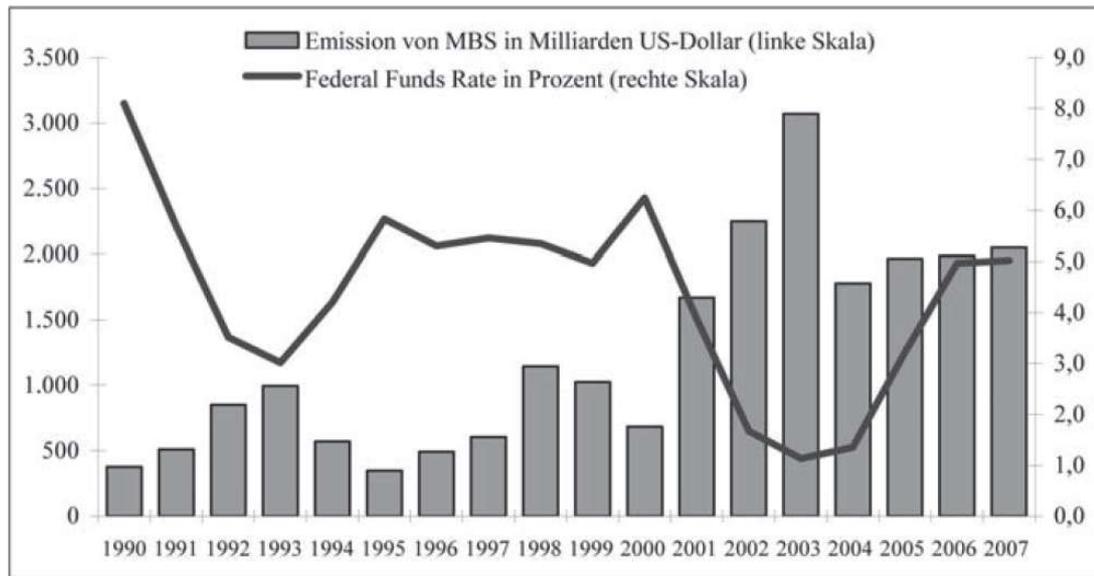


Abbildung 10: MBS-Markt und Leitzinsen in den USA, Quelle: Elschen / Lieven, 2009, S. 87

4.2.3 Euphorie

Häuser wurden zusehends als Investment gesehen und mit dem Ziel erworben, vom Preisanstieg zu profitieren. Steigende Immobilienpreise führten zu einer Ausweitung in der Kreditvergabe und immer mehr Haushalte nutzten die günstigen Konditionen. Der Anteil der Subprime Kredite stieg von 7,6% im Jahr 2001 auf 23,5% im Jahr 2006.¹⁵³ Diese optimistische Stimmung am Immobilienmarkt spiegelt eine Umfrage aus dem Jahr 2003 wider. Dabei wurden Hauskäufer in vier US-Metropolen über die Motive der Investition befragt, die im Jahr 2002 eine Immobilie gekauft hatten. Über 90% der Käufer erwarteten eine Verdreifachung des Wertes über einen Zeitraum von 10 Jahren und nur ein sehr kleiner Anteil der Investoren empfand den Erwerb eines Hauses als risikobehaftete Investition.¹⁵⁴

„Even so the perception of risk of price decline is small: one may say that homebuyers did not perceive themselves to be in a bubble.“¹⁵⁵

¹⁵³ Vgl. Quinn / Turner, 2020b, S. 183

¹⁵⁴ Vgl. Case / Shiller, 2003, S. 321 ff.

¹⁵⁵ Ebd., 2003, S. 322

Der Besitz einer Immobilie ermöglichte zudem die Finanzierung lang gehegter Konsumwünsche, wie beispielsweise den Erwerb eines Autos. Dazu wurden weitere hypothekarisch gesicherte Kredite aufgenommen, bei denen der Kredit höher war als der Wert des Pfands. Banken wie auch Investoren kalkulierten diese Darlehen auf der Grundlage konstant steigender Immobilienpreise. Immobilien wurden mit bis zu 120% beliehen, wobei 100% für den Kauf der Immobilie vorgesehen wurden und die restlichen 20% für den Konsum.¹⁵⁶ Auch die als House Flipping bezeichnete Vorgehensweise trug maßgeblich zur massiven Steigerung der Immobilientransaktionen und Hauspreise bei.¹⁵⁷ Shiller erstellte eine Datenreihe, die bis ins Jahr 1985 zurückreicht und zeigt auf, dass die realen Hauspreise bis 1995 im Wesentlichen unverändert blieben. Die Hauspreise erreichten auf nationaler Ebene Anfang 2006 ihren Höchststand und von 1997 bis 2006 betrug der reale Preisanstieg 85%.¹⁵⁸ Alleine im Jahr 2005 wurde ein Anstieg von 12% verzeichnet.¹⁵⁹ Der starke Anstieg der Immobilienpreise führte auch zu einem Boom in der Bauwirtschaft und es wurde über den Bedarf hinaus produziert.¹⁶⁰

4.2.4 Finanzielle Not

Der Leitzinssatz wurde in sieben Schritten von ursprünglich 1% im November 2004 auf den Höchststand von 5,25% im Juni 2006 angehoben. Als unmittelbare Folge dieses Richtungswechsels der US-Notenbank nahm der Bedarf an Krediten ab. Viel weitreichender für den Verlauf der Krise war aber die Auswirkung auf die Darlehen im Subprime Bereich, die zu 90% variable verzinst waren. Diese konnten nach und nach nicht mehr bedient werden.¹⁶¹ Aufgrund steigender Immobilienpreise konnten vorläufig aber noch neue Hypotheken zur Tilgung der vorhandenen Darlehen aufgenommen werden, sodass sich der Effekt der zunehmenden Kreditklemme aufschob.¹⁶² Ab 2006 häuften sich die Meldungen über Zahlungsrückstände bei

¹⁵⁶ Vgl. Elschen / Lieven, 2009, S. 41

¹⁵⁷ Vgl. Quinn / Turner, 2020b, S. 184

¹⁵⁸ Vgl. Shiller, 2015, S. 19 f.

¹⁵⁹ Vgl. Reinhart / Rogoff, 2010, S. 297

¹⁶⁰ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S.13

¹⁶¹ Vgl. Elschen / Lieven, 2009, S. 88

¹⁶² Vgl. Putnoki, 2010, S. 187

Subprime-Krediten.¹⁶³ Gleichzeitig gingen die Investitionen im Bausektor zurück und die Immobilienpreise verzeichneten im ersten Quartal 2007 erstmals wieder einen Rückgang von 3,3%.¹⁶⁴ Die steigenden Kreditausfälle konnten in einem Markt mit fallenden Preisen nicht mehr vollständig durch Verpfändungen abgedeckt werden und Banken meldeten immer größere Verluste. Gleichzeitig kam es zu ersten Ausfällen bei MBS, ABS und CDOs.¹⁶⁵ Verschärft wurde die Krise durch die Herabstufung der ABS durch die Rating-Agenturen, wodurch Misstrauen am Verbriefungsmarkt erzeugt wurde. Im Februar 2007 verkündete Freddie Mac keine notleidenden Hypothekendarlehen mehr zu kaufen. Ab März 2007 wurden weitere Verlustmeldungen und Zahlungsrückstände im Hypothekengeschäft bekannt und alle Anzeichen wiesen darauf hin, dass die Lage allmählich unkontrollierbar war.¹⁶⁶ Der damalige Finanzminister Paulson ging im April 2007 lediglich von einer Korrektur aus, die die Realwirtschaft nur am Rande betreffen werde, und hielt den Rückgang der Preise auf nationaler Ebene für unmöglich.¹⁶⁷ Der internationale Währungsfond IWF glaubte bis Ende 2007 nicht an den bevorstehenden Crash, der durch die Verluste im Subprime-Sektor ausgelöst werden würde.¹⁶⁸ Die Grundidee der Verbriefung, nämlich die Minimierung und Aufteilung des Risikos, konnte nicht erfüllt werden. Banken, die direkt oder indirekt am US-Hypothekenmarkt investiert hatten, mussten nun die Verluste selbst in den Büchern ausweisen, die wesentlich höher waren als die zugrundeliegenden Vermögenswerte.¹⁶⁹ Im Juli 2007 wurde die deutsche Bank IKB von der Krise erfasst und weitere europäische Finanzinstitute mussten mithilfe staatlicher Hilfe stabilisiert werden.¹⁷⁰

4.2.5 Abscheu

Mitte März 2008 musste die Investmentbank Bear Stearns gerettet werden und Mitte September 2008 standen die amerikanischen Investmentbanken Merrill Lynch und

¹⁶³ Vgl. Quinn / Turner, 2020b, S. 177

¹⁶⁴ Vgl. Eichengreen, 2017, S. 219

¹⁶⁵ Vgl. Elschen / Lieven, 2009, S. 147

¹⁶⁶ Vgl. Putnoki, 2010, S. 194

¹⁶⁷ Vgl. Eichengreen, 2017, S. 221

¹⁶⁸ Vgl. Elschen / Lieven, 2009, S. 158

¹⁶⁹ Vgl. ebd., S. 152

¹⁷⁰ Vgl. ebd., S. 148

Lehman Brothers vor dem Bankrott. Nachdem Versuche gescheitert waren, die Lehman Brothers zu retten, meldete diese Konkurs an.¹⁷¹ Die Schuldensumme belief sich auf 613 Milliarden US-Dollar.¹⁷² Obwohl es die größte Unternehmensinsolvenz in der Geschichte der USA war, war die Regierung der Meinung, dass das Scheitern einzelner Unternehmen keine systematische Bedrohung für den Staat darstelle. Zudem sollte Banken verdeutlicht werden nicht von einem staatlichen Rettungspaket auszugehen.¹⁷³ Die weitreichenden Konsequenzen, die die Insolvenz von Lehman Brothers haben sollte, wurden zu dieser Zeit nicht richtig eingeschätzt. Kurz später stand der Versicherungskonzern AIG, der sich seit den 90er Jahren auf Credit Default Swaps (CDS - eine Ausfallversicherung für CDOs) spezialisierte, vor dem Konkurs. Darunter war ein großer Anteil an mit Subprime-Hypotheken besicherten CDOs, die Abnehmer am amerikanischen und europäischen Markt hatten.¹⁷⁴ Da die Lehman Pleite in kurzer Zeit zu schweren Verwerfungen am internationalen Finanzmarkt geführt hatte, wurde die AIG gerettet.¹⁷⁵ Anfang 2008 gab es am US-amerikanischen Markt noch fünf große Investmentbanken und im September 2008 wurden schließlich die zwei restlichen Investmentbanken Morgan Stanley und Goldman Sachs in normale Geschäftsbanken umgewandelt.¹⁷⁶ ¹⁷⁷ Durch die Verbriefungsprozesse war ein undurchsichtiger Markt entstanden und niemand wusste, wer betroffen war.¹⁷⁸ Die auf Subprime-Kredit basierenden Finanzprodukte wurden vielfach als toxisch bezeichnet. Für die unverkäuflichen Papiere gab es keinen aktiven Markt mehr und die mit AAA bewerteten MBS und CDOs waren nahezu wertlos geworden.¹⁷⁹ Weitere Krisen zahlreicher Finanzintermediäre erschütterten das Vertrauen und institutionelle wie auch private Anleger versuchten ihr Geld zu retten. Regierungen und Zentralbanken waren gezwungen einzugreifen, um den Finanzmarkt mit Liquidität zu versorgen und die vermeintlich lokale Subprime-Krise wurde zu einer globalen Wirtschaftskrise.

¹⁷¹ Vgl. Chavagneux, 2013, S. 174 ff.

¹⁷² Vgl. Eichengreen, 2017, S. 265

¹⁷³ Vgl. Chavagneux, 2013, S. 174 ff.

¹⁷⁴ Vgl. Eichengreen, 2017, S. 266 ff.

¹⁷⁵ Vgl. ebd., S. 274

¹⁷⁶ Vgl. Elschen / Lieven, 2009, S. 156

¹⁷⁷ Vgl. Eichengreen, 2017, S. 274

¹⁷⁸ Vgl. Putnoki, 2010, S.188

¹⁷⁹ Vgl. Bieling, 2009, S. 111

5 Ein Vergleich vergangener Krisen und ein Blick in die Gegenwart

In den vorangegangenen Kapiteln wurden zwei Immobilienkrisen in einem historischen Rahmen beschrieben. Die Abfolge der Ereignisse wurde anhand des Kindleberger-Minsky Modell erklärt und in fünf Phasen eingeteilt. In diesem Kapitel werden ausgewählte Elemente, die die Bildung der Blasen in Japan und Amerika förderten, gegenübergestellt und ein Vergleich mit der gegenwärtigen Situation mit Fokus auf Europa durchgeführt. Diese Faktoren werden wiederum den jeweiligen Phasen des Modells zugeordnet, damit zusätzlich ein umfassender Überblick über den Ablauf gegeben werden kann. Der Vergleich soll dazu beitragen, die aktuellen Ereignisse besser einschätzen zu können, indem Gemeinsamkeiten und Ähnlichkeiten der drei Szenarien untersucht werden. Die spezifischen wirtschaftlichen und politischen Bedingungen, die zur Bildung der jeweiligen Blasen geführt haben, sind jedoch nicht direkt auf die aktuelle Situation übertragbar, da sich die Länder in ihren Wirtschafts- und Finanzsystemen wesentlich unterscheiden. Außerdem müssen die Unterschiede in Bezug auf Zeit und Ort berücksichtigt werden. Aufgrund der Komplexität der vorherrschenden Strukturen ist es nicht möglich, eine vollständige Übersicht zu geben. Es ist wichtig zu erkennen, dass diese Faktoren miteinander verknüpft sind und dass jede Krise ihre eigenen, einzigartigen Elemente hat.

Nach den Theorien von Minsky und Kindleberger können höhere Zinssätze ein Faktor sein, der die Phase der finanziellen Not einläutet.¹⁸⁰ Die Beziehung zwischen Zinssätzen und Finanzstabilität ist jedoch komplex und vielschichtig und andere Faktoren wie die Veränderungen der wirtschaftlichen Bedingungen spielen ebenfalls eine wichtige Rolle bei der Bestimmung der Finanzstabilität. Für die Beurteilung der gegenwärtigen Situation in Europa wird in dieser Arbeit davon ausgegangen, dass wir uns am Anfang der Phase der finanziellen Not befinden. Im März und April 2020 wurden ganze Nationen auf der ganzen Welt aufgrund der COVID-19-Pandemie lahmgelegt und fast alle globalen Lieferketten und Produktionsprozesse wurden unterbrochen. Zu dieser Zeit waren die Zinssätze der europäischen Zentralbank bereits bei 0%. Eine Folge der Corona Krise war, dass die Inflationsraten seitdem

¹⁸⁰ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 115

kontinuierlich ansteigen. Der Einmarsch Russlands in die Ukraine im Jahr 2022 und die hohen Erdgaspreise führten zu einer verzögerten Reaktion der europäischen Zentralbank auf die wachsende Inflation. Vier Zinserhöhungen von 0% bis 2,5% zwischen Juli und Dezember 2022 wurden durchgeführt.¹⁸¹ Ob es sich gegenwärtig um einen Boom oder eine Blase handelt, lässt sich, wie im ersten Kapitel ausführlich beschrieben, erst im Nachhinein feststellen.

5.1 Übersicht

Die Blase in Japan entstand aufgrund einer Kombination von Faktoren, darunter die Internationalisierung und Deregulierung der Finanzmärkte. Die starke Aufwertung des Yen in den 1980er Jahren infolge des Plaza-Abkommens wirkte sich negativ auf die japanischen Exportindustrien aus, was eine Rezession zur Folge hatte und die Spekulation weiter antrieb.

In Amerika haben bestimmte Trends zur Entstehung eines äußerst anfälligen Finanzsystems geführt. Die Hebelwirkung und die Verwendung mysteriöser Finanzinstrumente waren zwei davon, die das System anfälliger für Wertschwankungen bei Vermögenswerten wie Immobilien machten.¹⁸² Banken hatten umfangreiche Investitionen in die Subprime-Hypothekenbranche getätigt und beim Zusammenbruch des Immobilienmarktes erhebliche Verluste erlitten. Auslöser waren unter anderem strukturierte Finanzprodukte und das Schattenbankensystem. Der Begriff Schattenbanken bezieht sich auf Organisationen, die unter dem Radar der regulierten Finanzinstitute laufen und von den Vorschriften für herkömmliche Banken ausgenommen sind. Als Reaktion auf die Krise wurde eine stärkere Aufsicht gefordert, um künftige finanzielle Instabilität zu verhindern, da die Krise die Sorge über fehlende Regulierung und Transparenz weckte.

Die Finanzkrise von 2008 hat die Zentralbanken dazu veranlasst, neue Aufgaben als Regulierungsbehörden für das globale Finanzsystem zu übernehmen. Die Notwendigkeit, das System zu stabilisieren, und das Fehlen robuster staatlicher

¹⁸¹ Vgl. Draxl, 2023

¹⁸² Vgl. Aliber / Zoega, 2019, S. 122

Maßnahmen waren die Ursachen. Indem sie geldpolitische Instrumente wie die quantitative Lockerung und niedrige Zinssätze einsetzten, um die Wirtschaftstätigkeit anzukurbeln, schufen die Zentralbanken ein Überangebot an Geld auf dem Markt. Dies wiederum trug zu einem raschen Anstieg der Preise im Allgemeinen und speziell in der Immobilienbranche bei.¹⁸³ Dieses Phänomen konnte weltweit beobachtet werden. Der Finanzstabilitätsbericht der European Central Bank vom November 2022 untersucht die Auswirkungen der durch den Ukraine-Krieg verursachten Energiekrise auf Haushalte und Unternehmen im Euroraum. Die Analyse zeigt, dass sich die Finanz- und Wirtschaftslage verschlechtert hat und die Finanzstabilität nun stärker gefährdet ist. Die Marktvolatilität nimmt zu, während die Preise für Vermögenswerte sinken. Einige Marktteilnehmer, insbesondere Schattenbanken, sehen sich mit hohen Nachschussforderungen konfrontiert. Da sich die finanzielle Lage verschärft, besteht für verschuldete Staaten, Haushalte und Unternehmen ein höheres Risiko für finanzielle Probleme. Die Zahlungsausfälle bei Unternehmen waren trotz der Pandemie gering, aber die Banken sehen sich mit zunehmenden Risiken konfrontiert, da sich die wirtschaftlichen Aussichten eintrüben.¹⁸⁴

5.2 Verlagerung

Sowohl in Japan als auch in den Vereinigten Staaten wurden die Finanzmärkte in den 1980er und 1990er Jahren liberalisiert, was eine Rolle bei beiden Immobilienblasen spielte. Darüber hinaus wurde der US-Finanzmarkt durch Finanzinnovationen angekurbelt, was zum Wachstum der Märkte für hypothekarisch gesicherte Wertpapiere und Subprime-Kredite beitrug.

5.2.1 Liberalisierung der Finanzmärkte und Finanzinnovationen

Kaminsky und Reinhart analysierten 1999 die historische Beziehung zwischen finanzieller Liberalisierung und Krisen. Die Arbeit untersuchte rund 20 Länder im Zeitrahmen von 1970 bis 1995.¹⁸⁵ Den Ergebnissen der Studie zufolge geht die

¹⁸³ Vgl. Wullweber, 2020, S 36 ff.

¹⁸⁴ Vgl. European Central Bank, 2022

¹⁸⁵ Vgl. Kaminsky / Reinhart, 1999, S. 476

Liberalisierung der Finanzmärkte häufig Krisen voraus, da sie die finanzielle Anfälligkeit erhöht. Die Autoren stellten fest, dass Krisen nach einer Finanzliberalisierung in der Regel tiefer und länger andauern als solche, bei denen dies nicht der Fall ist. In der Studie wird auch hervorgehoben, dass die Auswirkungen der Deregulierung auf Krisen in den einzelnen Ländern nicht einheitlich sind, sondern vielmehr von den spezifischen Merkmalen des jeweiligen Landes und seines Finanzsystems abhängen.¹⁸⁶ Eine vom internationalen Währungsfonds in Auftrag gegebene Studie ergab, dass es zwischen 1970 und 2011 147 Bankenkrisen, 218 Währungskrisen und 66 Staatsschuldenkrisen gegeben hat. Die Studie kommt auch zu dem Schluss, dass diese Krisen wahrscheinlich anhalten werden, solange die Liberalisierung fortgesetzt wird.¹⁸⁷

Japan

Das Hauptziel der finanziellen Liberalisierung in Japan war die Schaffung eines offeneren und wettbewerbsfähigeren Finanzmarktes und die Förderung von mehr Investitionen und Wirtschaftswachstum. Dieser Prozess begann in den 1980er Jahren. Eine der wichtigsten Maßnahmen war die Liberalisierung des Kapitalverkehrs.

Dazu gehörte die Aufhebung der Beschränkungen für den Export und Import von Kapital, der Gewährung von Auslandskrediten durch japanische Banken und des Handels mit Commercial Papers und Einlagenzertifikaten. Die Internationalisierung des Yen war ein weiterer wichtiger Faktor. Dazu gehörten Maßnahmen, um die Verwendung des Yen im internationalen Handel und im Finanzwesen zu erhöhen und die Abhängigkeit der japanischen Wirtschaft vom US-Dollar zu verringern. Die finanzielle Liberalisierung in Japan umfasste neben diesen Schritten auch die Deregulierung des inländischen Finanzmarktes. Dazu gehörten die Aufhebung von Zinsbeschränkungen und die Schaffung eines offeneren und wettbewerbsfähigeren Marktes für Finanzdienstleistungen. Ziel war es, die Wettbewerbsfähigkeit der Finanzinstitute zu stärken und mehr Investitionen und Innovationen in der Branche zu fördern.¹⁸⁸

¹⁸⁶ Vgl. ebd., S. 480 ff.

¹⁸⁷ Vgl. Wullweber, 2020, S. 13

¹⁸⁸ Vgl. Mitsuhiro, 2010, S. 126 ff.

Amerika

Im Falle der Vereinigten Staaten gingen der Subprime-Hypothekenkrise eine Phase der Deregulierung und der Aufstieg neuer, locker regulierter Finanzinstitute voraus, was die Anfälligkeit des Finanzsystems erhöhte. Die durch die Subprime-Hypotheken ausgelöste Kreditausweitung förderte den Kauf von toxischen Finanzprodukten, die durch die Innovationen in der Hypothekenbranche entstanden. Hypothekarisch gesicherte Wertpapiere wurden von Finanzinstituten und Anlegern auf der ganzen Welt gehalten. Im Vergleich zu Japan gab es keine wesentlichen Änderungen der Gesetze oder Vorschriften für die Finanzindustrie, sondern eine Veränderung der Funktionsweise und das Entstehen unzureichend regulierter Finanzunternehmen, den Schattenbanken.

Ein Blick auf die Gegenwart

Mehr als 180 Billionen Dollar an jährlichem Wertpapierhandelsvolumen und über 50% aller weltweiten Finanzanlagen werden heute im Schattenbankensektor gehalten. Zu den wichtigsten Akteuren in diesem System gehören Investmentbanken, Broker-Dealer, Geldmarktfonds, Private-Equity-Gesellschaften, Hedgefonds und Investmentfonds.¹⁸⁹ Die Finanzstabilität ist durch den Schattenbankensektor weiterhin ernsthaft gefährdet, insbesondere in wirtschaftlich schwierigen Zeiten.

5.3 Boom

Diese Phase beginnt, wenn die Gewinnerwartungen steigen. In Japan wie auch in Amerika wurde diese Phase von einer Kreditausweitung begleitet. Der leichte Zugang zu Krediten bringt einen Anstieg der Nachfrage nach Wohnraum und einen anschließenden Anstieg der Immobilienpreise mit sich.

5.3.1 Geld- und Kreditkonditionen

Die Kreditvergabe im Zusammenhang mit Immobilien als zentraler Teil der ökonomischen Aktivität führt zu einer systembedingten Anfälligkeit, wenn sie einen

¹⁸⁹ Vgl. Wullweber, 2020, S. 24

großen Teil der Wirtschaft ausmacht.¹⁹⁰ Zinspolitische Rahmenbedingungen können Bedingungen schaffen, unter denen Blasen entstehen können. Die Schaffung von Bankkrediten geht mit einem Rückgang der nicht ausgeliehenen Reserven und einer Zunahme der Kreditvergabe einher. Der steigende Wert der Kreditsicherheiten führt dann zu weiteren Kreditvergaben, sodass es für die Zinspolitik der Zentralbanken schwierig ist, das Wachstum der Blase einzudämmen.¹⁹¹ Minsky vertrat die Auffassung, dass Finanzen und Kredite eine entscheidende Rolle in der Dynamik des Kapitalismus spielen.¹⁹² Er weist darauf hin, dass die Banken Geld als Mittel zur Geldschöpfung verwenden und dabei eine Vielzahl von Methoden und Instrumenten einsetzen, was zu einer Diversifizierung und Ausweitung der Kreditvergabe sowie zur Schaffung neuer Finanzinstrumente führt und die Wahrscheinlichkeit von Kredit- und Finanzinstabilität erhöht. Borio und Lowe untersuchten 34 Länder im Zeitraum von 1960 bis 1999 und stellten fest, dass Immobilienblasen mit einer starken Kreditexpansion und einer hohen finanziellen Hebelwirkung im Banken- und Unternehmenssektor verbunden waren. Greiber und Setzer konzentrierten sich auf die Auswirkungen der Geldmenge auf die Immobilienpreise in den USA und einigen europäischen Ländern. Sie stellten auch fest, dass die Inflation zwar während des gesamten Booms konstant blieb, aber dennoch einen erheblichen Einfluss auf die Immobilienpreise hatte.¹⁹³

Japan

Die Bank von Japan senkte die Zinssätze zwischen 1985 und 1987 schrittweise von 5% auf 2,5%¹⁹⁴, was eine Zunahme der Bankkredite für den spekulativen Handel auf dem Aktien- und Immobilienmarkt ermöglichte. Zwischen 1987 und 1990 kam es infolgedessen zu einem starken Anstieg der Geldmenge und der Aktienwerte.¹⁹⁵ Die Finanzierung des Unternehmens- und Haushaltssektors nahm rasch zu und

¹⁹⁰ Vgl. Vogel, 2018, S. 68

¹⁹¹ Vgl. ebd., S. 158 f.

¹⁹² Vgl. Díaz Bustos / Martínez Marca, 2022, S. 13

¹⁹³ Vgl. Tomfort, 2017, S. 48

¹⁹⁴ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 139

¹⁹⁵ Vgl. Mitsuhiro, 2010, S. 74 f.

verzeichnete 1989 eine Wachstumsrate von rund 14% im Jahresvergleich.¹⁹⁶ Der Anteil der Kredite an Finanzinstitute und Immobilienunternehmen, die außerhalb des Bankensektors tätig sind, stieg zwischen 1985 und 1992 erheblich an.¹⁹⁷ Die Geldpolitik der Bank of Japan in dieser Zeit wurde von Bernanke als Zentralbankversagen kritisiert, da sie das Aufblähen der Blase zuließ und keine ausreichenden Maßnahmen zu ihrer Eindämmung ergriff.¹⁹⁸

Amerika

Die Bedingungen für die Subprime-Krise in Amerika entwickelten sich über mehrere Jahrzehnte hinweg, als das Vertrauen darauf wuchs, dass die Geldpolitik sowohl eine niedrige Inflation als auch stabile finanzielle Bedingungen gewährleisten kann. Nach dem Sieg der Federal Reserve über die Inflation in den 1980er Jahren erlebte die Wirtschaft 25 Jahre lang eine Phase der Stabilität.¹⁹⁹ Nach der Dotcom Blase und dem Schock am 11. September 2001 wurde die Federal Reserve aktiver in ihrer Politik. Der Schwerpunkt der Politik lag auf der Aufrechterhaltung des Wachstums. Die Zinssätze wurden zwischen 2001 und 2003 von 5,5% auf 1% gesenkt. Die Ausweitung des Kredit- und Geldangebots wurde durch die Deregulierung des Bankensektors ermöglicht. Staatliche Maßnahmen wie der Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act und der Alternative Mortgage Transaction Parity Act ermöglichten unter anderem variable Zinssätze. Das Steuerreformgesetz beseitigte auch Steuervergünstigungen für Zinsen auf Verbraucherkredite, wodurch Hypotheken billiger wurden als Verbraucherkredite, was die Nachfrage ankurbelte.

Der Anteil der Einzelpersonen, die allein ein Haus kauften, stieg 2006 auf rund 60% an. In den Jahren 2005 und 2007 wurden 40% aller Häuser von Personen unter 35 Jahren gekauft.²⁰⁰

¹⁹⁶ Vgl. Okina / Shirakawa / Shiratsuka, 2001, S. 403

¹⁹⁷ Vgl. Kramer, 1999, S. 76

¹⁹⁸ Vgl. Vogel, 2018, S. 97

¹⁹⁹ Vgl. Aliber / Zoega, 2019, S. 112 f.

²⁰⁰ Vgl. Glaeser et al., 2017, S. 105

Ein Blick auf die Gegenwart

Als Reaktion auf die Finanzkrise von 2008 senkte die Europäische Zentralbank die Leitzinsen erheblich und erreichte 2016 zum ersten Mal 0%, um eine Preisstabilität zu gewährleisten und das wirtschaftliche Wachstum zu fördern.

Aufgrund der schwachen Konjunktur wurde eine dovische Geldpolitik betrieben. Beispiele sind die quantitative Lockerung, bei der durch den Ankauf von Staatsanleihen Geld in die Wirtschaft gepumpt wird, und niedrige Zinssätze, die Kreditaufnahmen vereinfachen. Ziel dieser Politik ist es, die Wirtschaftstätigkeit und die Beschäftigungszahlen anzukurbeln, um ein nachhaltiges Wachstum auf mittlere Sicht zu fördern. Der dadurch ausgelöste Liquiditätsschub auf dem Geldmarkt ermutigte die Finanzakteure, sich in risikoreicheren, stärker fremdfinanzierten Anlagen zu engagieren, und erhöhte die Nachfrage nach Staatsanleihen.²⁰¹ Der leichte Zugang zu billigen Krediten hatte einen Anstieg der Verschuldung von Unternehmen und Privatpersonen zur Folge.

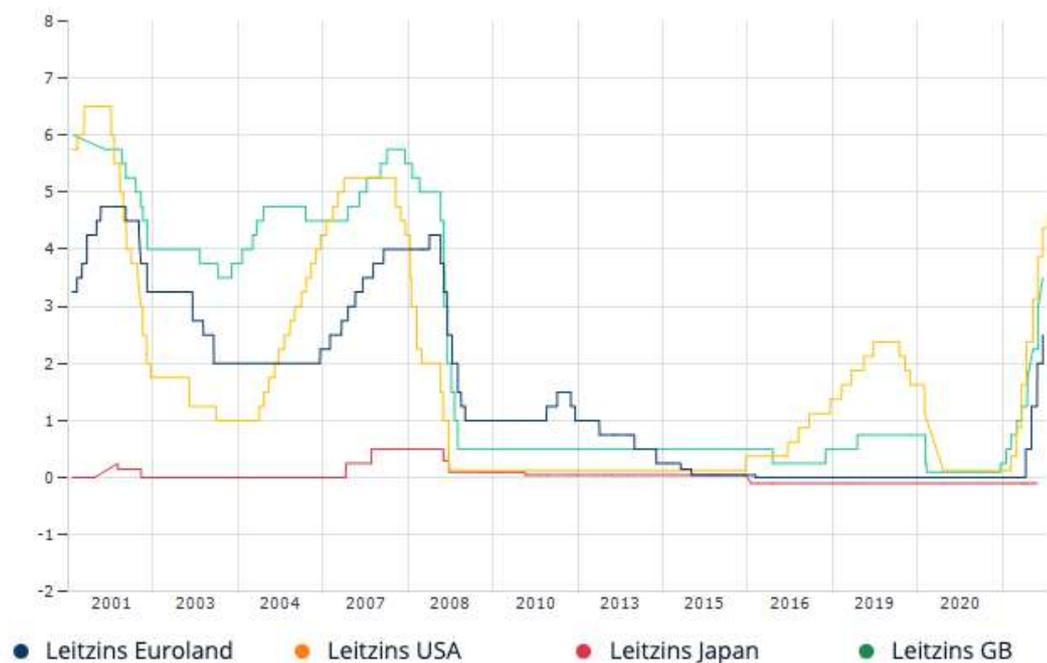


Abbildung 11: Leitzinsen 2000 - 2022, Quelle: Finanzen.at, 2023

²⁰¹ Vgl. Wullweber, 2020, S. 37

Vor der Finanzkrise von 2008 waren institutionelle Anleger die Hauptkäufer von Immobilien, aber seitdem haben auch Privatpersonen begonnen, Immobilien zu Anlagezwecken zu erwerben. Sie kauften Immobilien entweder direkt über einzelne Immobilieninvestitionen wie Anlagewohnungen oder kleinere Eigentumswohnungen oder indirekt über Immobilienfonds. Dieser Trend wurde durch die Niedrigzinspolitik der europäischen Zentralbank und die Ausweitung der Geldmenge beeinflusst, da niedrige Zinsen herkömmliche Sparformen weniger attraktiv machen und Privatanleger ermutigen, ihr Geld in Sachwerten wie Immobilien anzulegen, um sich gegen die Inflation abzusichern.²⁰²

5.3.2 Kapitalallokation und Ungleichgewichte

Gunther und Hoffmann weisen darauf hin, dass länderübergreifende Transaktionen zu einem Anstieg der Devisenreserven und einem erheblichen Kreditwachstum führen können. Die globale Verfügbarkeit von Geld hat seit den 1980er Jahren stetig zugenommen. Aufgrund der zunehmenden Verflechtung der Finanzmärkte und der steigenden Zahl von Hedgefonds fließt Geld aus Industrieländern mit niedrigen Renditen in Schwellenländer mit hohen Renditen.²⁰³ Aliber und Kindleberger weisen auf große internationale Kapitalzuflüsse hin, die zu einem Kreditboom und einer Inflation der Vermögenspreise führen können. Dies kann geschehen, wenn Einheimische sich im Ausland Geld leihen und es in die Landeswährung umtauschen, wodurch die Landeswährung gestärkt wird und die Bereitschaft zur Kreditvergabe steigt. Ähnlich wie ausländische Investoren, die inländische Anleihen kaufen und ausländisches Geld in die Landeswährung tauschen, den Wechselkurs erhöhen und somit zusätzliche Zuflüsse fördern können. Dies führt zu einer sich selbst verstärkenden Dynamik, bei der große internationale Kapitalströme von einem inländischen Kreditboom und einer Inflation der Vermögenspreise begleitet werden. Dooley zufolge erhöht sich die Angebotselastizität der Bankfinanzierung durch die Auslandsfinanzierung. Da es einen größeren Pool an potenziellen internationalen Finanzierungsquellen gibt, wird eine risikoreichere Strategie möglich.²⁰⁴ Der

²⁰² Vgl. Van-Hametner, 2022

²⁰³ Vgl. Hoffmann / Schnabl, 2008, S. 1227 f.

²⁰⁴ Vgl. Aliber / Zoega, 2019, S. 58

Internationale Währungsfonds betont, dass sich Blasen aufgrund der geografischen Nähe oder wirtschaftlicher Verflechtungen von einem Land zum anderen ausbreiten können. Wird die länderübergreifende Übertragung von Blasen nicht berücksichtigt, kann sich dies negativ auf die Wirksamkeit von wohnungspolitischen Maßnahmen auswirken, insbesondere da sich die Immobilienpreise in den einzelnen Ländern zunehmend angleichen.²⁰⁵

Japan

Die Kapitalallokation fand Mitte der 1980er Jahre statt, als Japan seine internationalen Kapitalströme liberalisierte. Infolgedessen entstand ein erheblicher Handelsüberschuss, dem ein Handelsdefizit in den Vereinigten Staaten gegenüberstand. Der Exportüberschuss wurde mit der Stärke der japanischen Hochtechnologieindustrie in Verbindung gebracht und es entstand eine Euphorie über die wirtschaftliche Stärke Japans. Das Plaza-Abkommen von 1985 war ein Versuch, das amerikanisch-japanische Handelsungleichgewicht durch eine starke Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar zu verringern. Nachdem der Handelsüberschuss jedoch nicht verringert werden konnte, erklärte sich Japan bereit, eine expansive Geld- und Finanzpolitik zu verfolgen, um das Ungleichgewicht durch eine Steigerung der Importnachfrage zu beheben.

Studien wie Funabashi (1989) und McKinnon und Ohno (1997) führen das Handelsungleichgewicht ebenfalls auf das Plaza- und das Louvre-Abkommen zurück und sehen darin den Ursprung der japanischen Blasenwirtschaft.²⁰⁶ Ichinose argumentiert, dass die Theorie eines großen Zuflusses von kurzfristigem Kapital, insbesondere von Impact Loans, diese Fragen beantworten kann. Die Fremdwährungskredite, deren Verwendung keinen Beschränkungen unterliegt und die in erster Linie für Investitionen im In- und Ausland verwendet wurden, trugen zur kontinuierlichen Aufwertung des Yen und zur Expansion der Blasenwirtschaft bei.²⁰⁷

²⁰⁵ Vgl. Akakpo et al., 2021, S. 390

²⁰⁶ Vgl. Hoffmann / Schnabl, 2008, S. 1227

²⁰⁷ Vgl. Mitsuhiro, 2010, S. 77

Amerika

Im Falle der Vereinigten Staaten wuchs das Ungleichgewicht in der Leistungsbilanz von Mitte der 1990er Jahre bis 2006. Dies brachte Forderungen nach einer schnelleren Wechselkursanpassung seitens China und Kritik an den Haushaltsdefiziten und der niedrigen Sparquote der USA mit sich. Beide Länder verzeichneten jedoch ein beständiges Wachstum und hielten es nicht für notwendig, die Ungleichgewichte auszugleichen. Dies warf die Frage nach der Tragfähigkeit der globalen Kapitalströme und der Nachfrage nach Staatsanleihen auf. Das grundlegende Problem war jedoch die Finanzierung des Wohnungsbaus in den Vereinigten Staaten, die ungewollt durch den Kauf von staatlich geförderten Schuldverschreibungen und Hypothekenspapieren durch ausländische Zentralbanken unterstützt wurde. Die Nachfrage nach sicheren Anlagen, wie zum Beispiel US-Staatsanleihen, stieg aufgrund des Zustroms von Ersparnissen aus den ostasiatischen Ländern. Diese Knappheit an hoch bewerteten Papieren eröffnete neue Möglichkeiten der Immobilienfinanzierung.²⁰⁸

Ein Blick auf die Gegenwart

Die ausländischen Direktinvestitionen werden aufgrund der zunehmenden Verflechtung der globalen Finanzmärkte immer häufiger und haben sich in den letzten Jahrzehnten stark verändert. Ein großer Teil dieser Investitionsströme betrifft den Immobilienmarkt.

Nach dem Fall des Eisernen Vorhangs in den 1990er Jahren nahmen die weltweiten ausländischen Direktinvestitionen stetig zu, wobei die Industrieländer die Ströme dominierten. 2007 erreichten die weltweiten ausländischen Direktinvestitionen einen noch nie dagewesenen Höchststand, aber die globale Finanzkrise 2008 und die anschließende Eurokrise brachten Schwankungen bei den Abflüssen und Zuflüssen der Industrieländer mit sich. Die Zahl der Entwicklungsländer, die im Ausland investieren, nahm weiter zu und die Kluft zwischen den Zuflüssen in Entwicklungs- und Industrieländer verringerte sich.²⁰⁹ Im Jahr 2020 floss der größte Teil der ausländischen Direktinvestitionen der Europäischen Union mit 218,2 Milliarden Euro

²⁰⁸ Vgl. Aliber / Zoega, 2019, S. 114 ff.

²⁰⁹ Vgl. Jungbluth, 2019

in die Vereinigten Staaten. 36 Milliarden Euro flossen in die Vereinigten Arabischen Emirate und 23,4 Milliarden Euro in das Vereinigte Königreich. Im selben Jahr leisteten die Vereinigten Staaten mit 265,7 Mrd. EUR an ausländischen Direktinvestitionen den größten Beitrag zu den Investitionen in der EU. Das Vereinigte Königreich war mit 110,3 Milliarden Euro die zweitgrößte Investitionsquelle, gefolgt von den Vereinigten Arabischen Emiraten mit 51,5 Milliarden Euro.²¹⁰

5.4 Euphorie

Wenn die Immobilienpreise steigen, erhöhen sich das Vermögen der Haushalte und die Verbraucherausgaben. Die positiven Auswirkungen auf das Volkseinkommen schaffen eine positive Rückkopplungsschleife, die die Risikobereitschaft von Kreditgebern und Kreditnehmern erhöht. In Japan und Amerika kam es zu erheblichen Preissteigerungen, die auf die erhöhte Verfügbarkeit von Krediten und die geringere Risikowahrnehmung zurückzuführen waren. Shiller wies auf die Bedeutung des Herdenverhaltens in dieser Phase hin, in der die Anleger gedankenlos den Renditen nachjagen ohne die zugrunde liegenden Fundamentaldaten zu berücksichtigen.²¹¹ In Japan wirkte sich die Preisblase zunächst auf die Grundstückspreise aus, was dann zu einem Anstieg der Immobilienpreise führte, während die Preisblase in den Vereinigten Staaten Einfamilienhäuser betraf. Zudem stiegen die Grundstückspreise in Japan viel schneller als in Amerika.

5.4.1 Immobilienpreise

Immobilienpreise sind durch mangelnde Transparenz und geringe Anpassungselastizitäten an Markt- und Nachfrageveränderungen gekennzeichnet. Dies führt zu einer verzögerten Reaktion der Marktteilnehmer und macht es schwierig, Blasen rechtzeitig zu erkennen. Änderungen bei Immobilienpreisen beeinflussen das Vermögen der Haushalte, den Hypothekenmarkt und das Bruttoinlandsprodukt.

Voigtländer und Rottke untersuchten dafür 40 Rezessionen, 16 Finanzkrisen und 29 Immobilienkrisen. Sie fanden heraus, dass ein Rückgang des Bruttoinlandsprodukts zu

²¹⁰ Vgl. Eurostat Statistics Explained, 2022a

²¹¹ Vgl. Shiller, 2015, S. 165

einem erheblichen Rückgang der Immobilienpreise führen und eine Immobilienkrise auslösen kann. Umgekehrt kann ein Rückgang der Immobilienpreise zu Kreditausfällen führen und eine Finanzkrise auslösen, die zu einem weiteren Rückgang des Bruttoinlandprodukts führen kann. Es wurde festgestellt, dass die beobachteten Immobilienkrisen nicht immer durch Rezessionen verursacht wurden und als separate Ereignisse betrachtet werden können. 23 der 29 untersuchten Immobilienkrisen und 8 der 16 Finanzkrisen fanden gleichzeitig mit einer wirtschaftlichen Rezession statt. Darüber hinaus wurden 7 der 8 Finanzkrisen, die während einer Rezession auftraten, von einer Immobilienkrise begleitet.²¹²

Japan

In Japan war zwischen 1986 und 1990 der größte Aufschwung der Immobilienpreise zu verzeichnen.²¹³ Der Wohnungsmarkt boomte vor allem im Zentrum Tokios, wo die Internationalisierung des Finanzmarktes eine Nachfrage nach Büroflächen schuf. In Tokio stiegen die Preise innerhalb eines Jahres von 1986 bis 1987 um 79%.²¹⁴ Die Aktienkurse stiegen zunächst am schnellsten, wobei der Nikkei-225-Index im Dezember 1989 mit 38.915 Punkten einen Höchststand erreichte. Die Grundstückspreise folgten mit Verzögerung und erreichten im September 1990 einen Höchststand, der fast viermal so hoch war wie 1985. Der gleichzeitige Anstieg der Aktienkurse und Immobilienpreise lässt sich darauf zurückführen, dass viele Unternehmen über große Grundstücke und Aktienbestände verfügten, die aufgrund der Vermögensinflation an Wert gewannen. Die daraus resultierenden Kapitalgewinne führten zu einem Anstieg der Konsumausgaben in der Bevölkerung. Die Kapitalgewinne aus Aktien und Grundstücken beliefen sich im Zeitraum 1986 bis 1989 zusammen auf 452% des nominalen Bruttoinlandprodukts.²¹⁵ Von 1983 bis 1991 wuchs das nominale Bruttoinlandprodukt um den Faktor 1,7, während die Grundstückspreise für die gewerbliche Nutzung in diesem Zeitraum um das Fünffache und die Preise für die Wohnnutzung um das 2,9-fache stiegen. Die landesweiten Grundstückspreise entwickelten sich ähnlich und stiegen um das 1,7-fache von 1983

²¹² Vgl. Rottke / Voigtländer, 2017, S. 311

²¹³ Vgl. Okina / Shirakawa / Shiratsuka, 2001, S. 399

²¹⁴ Vgl. Kitzmann, 2014, S. 224

²¹⁵ Vgl. Okina / Shirakawa / Shiratsuka, 2001, S. 399

bis 1991.²¹⁶ Nach einer Studie der Bank of Japan stieg der Durchschnittspreis für neu gebaute Einfamilienhäuser in Japan zwischen 1985 und 1991 um fast 400%.²¹⁷

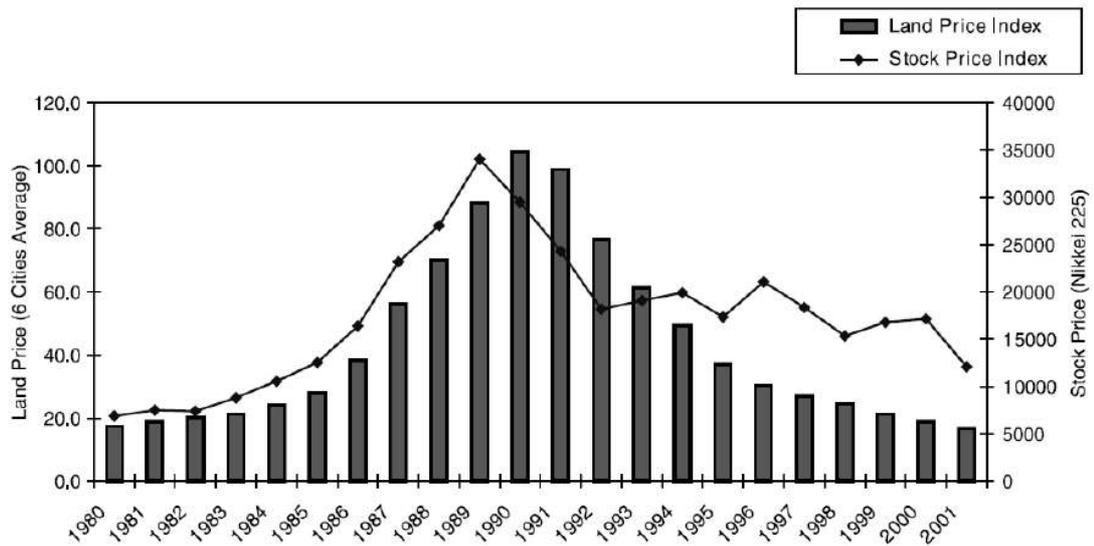


Abbildung 12: Entwicklung des Nikkei Aktienindex und Bodenpreise, Quelle: Kitzmann, 2014, S. 236

Amerika

In den Vereinigten Staaten betrug der durchschnittliche Anstieg der Hauspreise zwischen 1890 und 1999 nur 25%.²¹⁸ Zwischen 2002 und 2006 stieg der Wert der US-Wohnimmobilien von 16 000 Milliarden. US-Dollar auf 23 000 Milliarden. US-Dollar.²¹⁹ Es gab erhebliche Unterschiede bei den Hauspreissteigerungen in den verschiedenen Regionen des Landes. In einigen Gebieten wie Miami, Las Vegas, Phoenix und Washington D.C. wurden Preissteigerungen von mehr als 150% verzeichnet. Der Höhepunkt des Immobilienmarktes in den Vereinigten Staaten wurde 2006 erreicht, ein Jahr vor den Problemen auf dem Interbankenmarkt und zwei Jahre vor dem Zusammenbruch des Bankensystems.²²⁰ In Städten wie Boston und Los Angeles stiegen die Hauspreise zwischen 1998 und 2005 um 83% beziehungsweise

²¹⁶ Vgl. Mitsuhiro, 2010, S. 69 f.

²¹⁷ Vgl. Chihiro / Tsutomu, 2010, S. 399

²¹⁸ Vgl. Quinn / Turner, 2020b, S. 171

²¹⁹ Vgl. Aliber / Kindleberger, 2015, S. 316

²²⁰ Vgl. Quinn / Turner, 2020b, S. 171 f.

um 123%.²²¹ Während des Immobilienbooms wurden in den USA zwischen 2000 und 2008 15 Millionen neue Häuser gebaut, was mehr war als die Zahl der neuen Einwohner.²²²

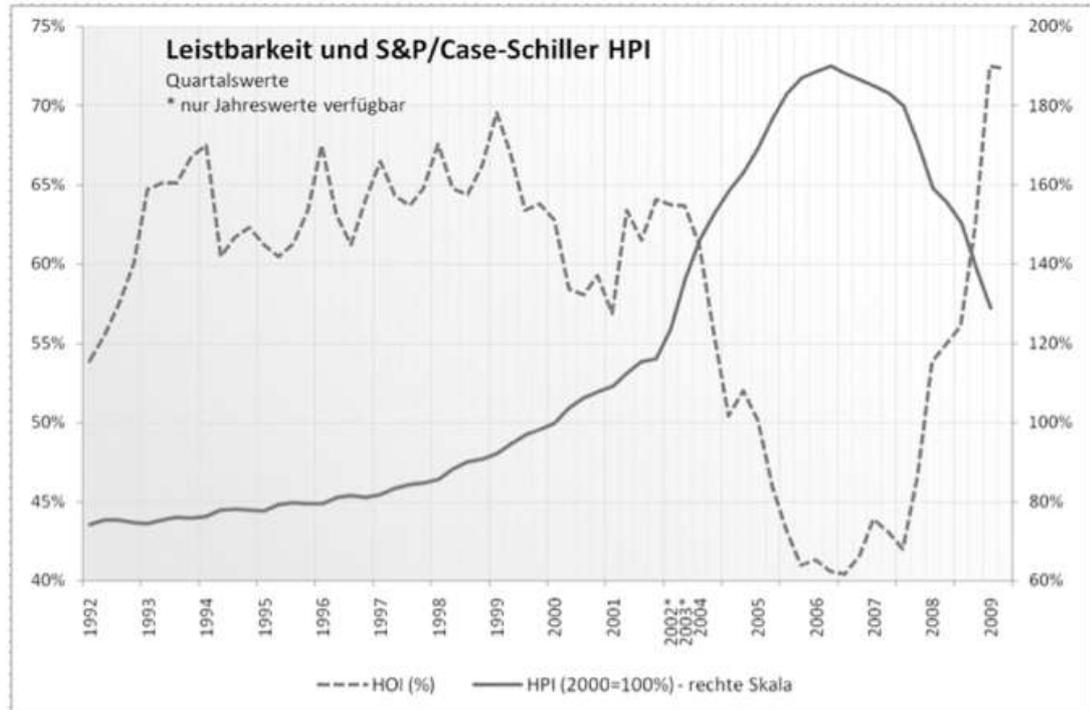


Abbildung 13: Leistbarkeit (Housing Opportunity Index) und S&P/Case-Schiller Hauspreisindex, 1992-2009, Quelle: Valeriano, 2009, S.37

Ein Blick auf die Gegenwart

Seit der Finanzkrise von 2008 hat der Immobilienmarkt der Eurozone einen rasanten Preisanstieg erlebt. Die Mieten in der EU stiegen von 2010 bis zum dritten Quartal 2022 um 18,5%, während die Eigenheimpreise um 49,2% stiegen. Die Mieten stiegen bis zum dritten Quartal 2022 kontinuierlich an, während die Hauspreise stärker schwankten und seit dem ersten Quartal 2015 eine steigende Tendenz aufweisen. Im Zeitraum von 2010 bis 2022 stiegen die Mieten in 19 EU-Mitgliedstaaten langsamer als die Hauspreise.²²³

²²¹ Vgl. Kitzmann, 2014, S. 224

²²² Vgl. Quinn / Turner, 2020b, S. 172 f.

²²³ Vgl. Eurostat Statistics Explained, 2022b

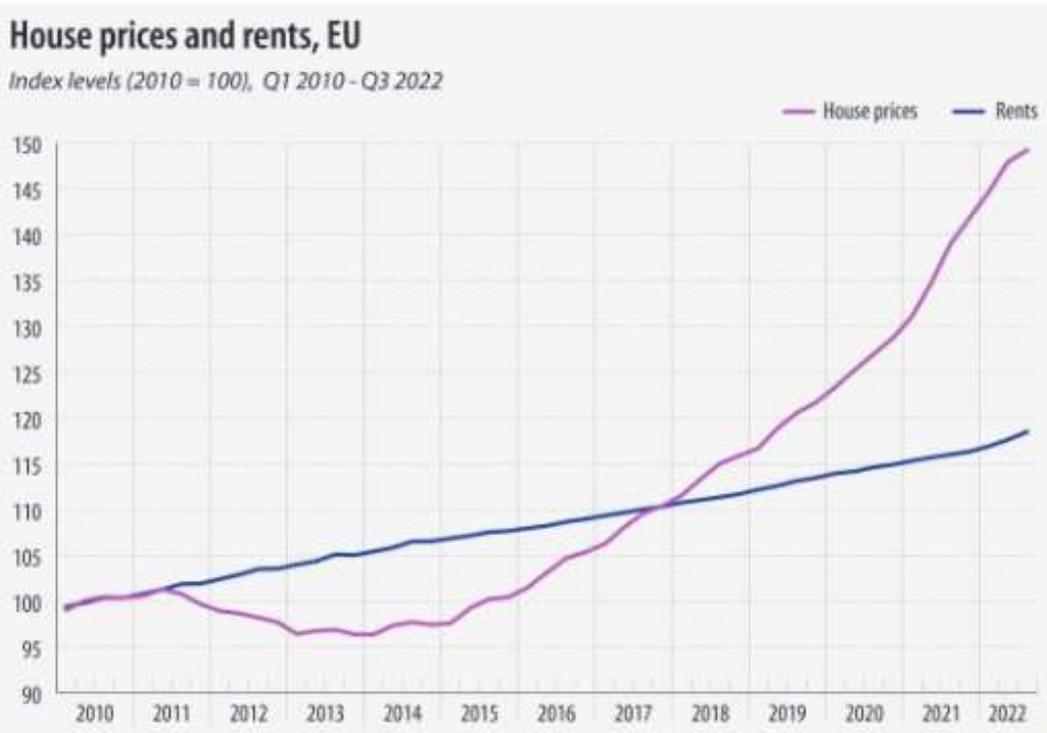


Abbildung 14: Hauspreise und Mieten in der EU von 2010 - 2022, Quelle: Eurostat Statistics Explained, 2022b

Das Beratungsunternehmen Deloitte führt jährlich eine Analyse des europäischen Immobilienmarktes auf Basis des Property Index durch. Der durchschnittliche Quadratmeterpreis für Neubauwohnungen in Österreich stieg im Laufe des Jahres 2021 um 11% auf 4.782 Euro an. Auch im ersten Quartal 2022 stiegen die Preise weiter an, und zwar um fast 13%. Bei den Wohnimmobilien gehört Österreich neben Deutschland und Frankreich zu den teuersten Ländern Europas. Mit einem Durchschnittspreis von 5.788 Euro pro Quadratmeter liegt Wien jedoch noch weit hinter Städten wie Paris und München. Eine hohe Inflation, tiefe Anleihezinsen und über Jahre hinweg niedrige Kreditzinsen sind die Ursachen für die schnelle Expansion in den letzten Jahren. Diese Faktoren machten Investitionen in Wohnimmobilien auch bei niedrigen Mietrenditen attraktiv. Die Nachfrage nach Wohnimmobilien nahm infolge der COVID-19-Pandemie nochmals zu, was zu einem starken Preisanstieg geführt hat.²²⁴

²²⁴ Vgl. Hána et al., 2022, S. 34 ff.

5.5 Finanzielle Not

Der zentrale Faktor dieser Phase ist eine zunehmende Marktskepsis, die zu einem Preisverfall und einer Zunahme von Zahlungsausfällen, Vermögensverkäufen und Konkursanmeldungen führt. In Japan wie auch in Amerika konnte beobachtet werden, dass steigende Zinsen zu einem Rutsch der Vermögenswerte führten.

*„Causes of distress and the symptoms of distress are observed at the same time and include sharply rising interest rates in some or all segments of the capital market, an increase in the interest rates paid by subprime borrowers relative to the interest rates paid by prime borrowers, a sharp decline in the price of the currency, an increase in bankruptcies, and an end of price increases in commodities, securities, and real estate. These developments are often related and show that the lenders have become over-extended and are trying to reduce their exposure to risks and especially to large risks.“*²²⁵

5.5.1 Steigende Zinsen als Schock auf das System

Zinssätze spielen eine tragende Rolle bei der Entwicklung von Immobilienblasen, da sie die Kosten der Kreditaufnahme beeinflussen. Kindleberger und Aliber argumentieren, dass höhere Zinssätze einen Rückgang der Investitionen und der Kreditaufnahme bewirken können. Dies wiederum hat einen Rückgang der Wirtschaftstätigkeit zur Folge und birgt eine Gefahr für die finanzielle Stabilität. Auch Shiller erkennt den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und der Phase der finanziellen Not an, jedoch legt er mehr Gewicht auf die Rolle der Spekulation. Sobald die Zinssätze zu steigen beginnen und die Kreditvergabe eingestellt wird, werden diese nicht tragfähigen Projekte liquidiert, was zu einem Crash führen kann.²²⁶

²²⁵ Aliber / Kindleberger, 2015, S. 115

²²⁶ Vgl. Quinn / Turner, 2020a, S. 10

Japan

Die höheren Zinssätze verursachten eine Verteuerung der Kreditaufnahme und setzten Verbraucher und Unternehmen unter Druck. Infolgedessen verlangsamte sich die Wirtschaftstätigkeit und der Konsum wie auch die Investitionen gingen zurück. Die höheren Zinssätze setzten auch den Immobilienmarkt unter Druck, der zuvor boomte, was einen sehr starken Preisverfall zur Folge hatte.

Amerika

Steigende Zinssätze im Zuge der Finanzkrise von 2007 verursachten Kreditausfälle, erhebliche Verluste für die Banken und einen Rückgang der Investitionen in der Baubranche. Verschärft wurde die Situation durch die Herabstufung der Asset-Backed-Securities durch die Rating-Agenturen, wodurch Skepsis gegenüber dem Verbriefungsmarkt ausgelöst wurde. Die Krise wurde schließlich aufgrund der Verluste im Subprime-Sektor und durch das Versagen des grundlegenden Konzepts der Verbriefung zur Verringerung und Verteilung von Risiken verursacht.

Ein Blick auf die Gegenwart

Die derzeitige Lage der Weltwirtschaft unterliegt erheblichen Veränderungen, die sich auf alle Arten von Vermögenswerten auswirken, auch auf die Immobilienpreise. Der jüngste Anstieg der Verbraucherpreise hat die Zentralbanken veranlasst, die Geldpolitik trotz der drohenden Rezession zu straffen. Die Kapitalkosten sind aufgrund dieser restriktiven Politik gestiegen und Immobilienpreise können in eben diesem Umfeld sinken.

Beginnend im März 2020 wurden Nationen auf der ganzen Welt aufgrund der COVID-19-Pandemie lahmgelegt, welche erhebliche Auswirkungen auf den Einzelhandel, das Hotel- und Gaststättengewerbe und den Freizeitsektor hatte. In diesen Sektoren kam es während der Krise zu erheblichen Umsatzrückgängen, was zu einem Anstieg der Mietausfälle und einer Verlagerung auf Online-Käufe mit sich brachte. Dies hatte wiederum einen Rückgang der Mieteinnahmen zur Folge, insbesondere bei Einzelhandelsimmobilien.²²⁷ In den USA erreichte die Inflation im Juni 2022 einen

²²⁷ Vgl. Hoesli / Malle, 2022, S 7 f.

Höchststand, ist seitdem aber rückläufig. In der Eurozone führten die hohen Erdgaspreise und eine verzögerte Reaktion der EZB auf die steigende Inflation zu vier Zinserhöhungen von 0% bis 2,5% zwischen Juli und Dezember 2022.²²⁸ Der Finanzstabilitätsbericht vom November 2022 zeigt, dass sich die wirtschaftliche und finanzielle Lage verschlechtert hat, was zu einem Anstieg der Risiken führte.²²⁹ Der Bericht Global Economic Outlook der Weltbank vom 10. Januar 2023 weist darauf hin, dass sich das weltweite Wachstum aufgrund von Inflation, höheren Zinssätzen, geringeren Investitionen und den Einmarsch Russlands in der Ukraine reduziert und warnt vor einer globalen Rezession. Für 2023 wird ein Wachstum der Weltwirtschaft von 1,7% und für 2024 von 2,7% erwartet, wobei die Prognosen für die fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften weitgehend rückläufig sind.²³⁰ Das ifo-Institut erwartet, dass die Europäische Zentralbank die Zinsen in naher Zukunft noch weiter anheben wird. Der Energiepreisschock wird sich voraussichtlich mit Verzögerung auf die Unternehmen auswirken, die 2023 deutlich mehr für Energie bezahlen werden als vor dem Ukraine-Krieg. Das niederländische Ratsmitglied der europäischen Zentralbank Klaas Knot teilte mit, dass der Straffungsmodus bis zum Sommer andauern werde und daher eine Verlangsamung der Zinserhöhungen noch weit entfernt sei.²³¹ Der Bank Lending Survey, der von der Europäischen Zentralbank durchgeführt wird, sammelt Informationen über die Kreditvergabepolitik in Europa. In dem Bemühen, die Kreditbedingungen in der Region besser zu verstehen, befragte die EZB 151 Banken zu Themen wie Kreditstandards, Kreditbedingungen, Nachfrage und Angebot. Die im Januar 2023 gemeldeten Ergebnisse beziehen sich auf die im vierten Quartal 2022 beobachteten Veränderungen. Die Banken meldeten eine starke Verschärfung der Kreditstandards für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im vierten Quartal 2022. Dies ist das vierte Quartal in Folge, in dem die Kreditvergabestandards verschärft wurden. Die Verschärfung der Kreditvergabe ist unter anderem auf eine erhöhte Risikowahrnehmung, höhere Kreditkosten und Bilanzbeschränkungen zurückzuführen. Zudem meldeten die Banken europaweit für das vierte Quartal 2022 einen Anstieg der abgelehnten Anträge auf

²²⁸ Vgl. DerTreasurer, 2023

²²⁹ Vgl. European Central Bank, 2022

²³⁰ Vgl. The World bank, 2023

²³¹ Vgl. Der Treasurer, 2023

Wohnungsbaukredite um 25% im Vergleich zum dritten Quartal. Die Banken meldeten auch einen überdurchschnittlichen Rückgang der Nettonachfrage nach Wohnimmobilienkrediten um 74%. Zur Erklärung führten die Banken erhöhte Zinssätze und ein sinkendes Vertrauen sowie eine allgemeine Verlangsamung des Wohnungsmarktes an.²³²

²³² Vgl. European Central Bank, 2023

6 Ergebnisse der Arbeit und Schlussfolgerung

Aus der Geschichte können wir etwas über die Entwicklung verschiedener Wirtschaftssysteme und deren politischen, sozialen und kulturellen Einflüssen lernen. Anhand der Analyse vergangener Ereignisse ist es möglich zu verstehen, wie sich Institutionen, Machtstrukturen, Finanzen und Geld, Technologie und Innovation verändert haben und wie sich verschiedene Maßnahmen und Entscheidungen von Politik und Banken auf die wirtschaftlichen Ergebnisse ausgewirkt haben.

Die Weltwirtschaft steht derzeit vor mehreren Herausforderungen, und das Minsky-Kindleberger Modell bietet einen Rahmen, der es erlaubt, die Dynamik und mögliche Reaktionen zu verstehen. Das Modell betont die Interaktion bei einer Reihe von Elementen, darunter die Geld- und Kreditexpansion und die Rolle von Regierungen und Zentralbanken. Der Vergleich ausgewählter Faktoren, die zur Bildung der jeweiligen Blasen beigetragen haben, ermöglicht dabei eine bessere Einschätzung der gegenwärtigen Situation. Zu den Lehren, die aus den Immobilienblasen in Japan und den Vereinigten Staaten gezogen werden können, zählt das Erkennen der Gefahren einer übermäßigen Kreditaufnahme und Verschuldung. Finanzielle Risiken entstehen vor allem durch die Wechselwirkung zwischen steigenden Immobilienwerten und einer Ausweitung der Kreditvergabe, wie dies bereits in Japan und Amerika zu beobachten war. Das Entstehen der Immobilienblasen wurde weitgehend durch die Niedrigzinspolitik der Zentralbanken begünstigt, die es den Banken ermöglichte, die Kreditvergabe an bestimmte Kategorien von Kreditnehmern auszuweiten. Wie in der Arbeit betont wird, wandert das Kapital in Teilmärkte mit besseren Renditen. Darüber hinaus ist es von entscheidender Bedeutung, die Verflechtung des globalen Finanzsystems und das Potenzial für grenzüberschreitende Ansteckungseffekte zu verstehen. Da Investitionsströme und Kapitalmärkte immer stärker miteinander verbunden werden, müssen die politischen Entscheidungsträger zusammenarbeiten, um mögliche Quellen der Instabilität zu bekämpfen und Ansteckungseffekte zu verhindern. Sowohl in Japan als auch in den Vereinigten Staaten haben die Regulierungsbehörden das Potenzial einer Krise nicht erkannt. Dies unterstreicht die Dringlichkeit Maßnahmen zu ergreifen, die die Auswirkungen von Blasenbildungen mildern und die Anhäufung von Risiken auf dem Immobilienmarkt begrenzen. Es ist

jedoch unwahrscheinlich, dass die Bildung von Spekulationsblasen vollständig verhindert werden kann. Stattdessen müssen sich die Vorschriften darauf konzentrieren, das Finanzsystem nicht durch das Platzen von Blasen zu gefährden. Banken sollten Maßnahmen und Selbstregulierungen weiter ausbauen, die die Wahrscheinlichkeit eines künftigen Systemzusammenbruchs verringern. Entscheidend ist auch die Erkenntnis, dass das Streben nach Gewinn ein weit verbreitetes Phänomen in der Gesellschaft ist, das zu irrationalen Preissteigerungen und Manien führen kann. Regierungen, Banken, Aktionäre und Kleinanleger sind gleichermaßen auf der Suche nach höheren Renditen und profitieren von Preissteigerungen.

Vogel argumentiert, dass der Rahmen der neoklassischen Wirtschaftswissenschaften, der von einem rationalen Verhalten der Anleger, einer einfachen und risikofreien Arbitrage und einer schnellen und einheitlichen Informationsverbreitung ausgeht, nicht ausreicht, um Blasen und Crashes zu erklären.²³³ Insgesamt erfordert der Vergleich vergangener Krisen mit der Gegenwart eine Kombination aus historischer Analyse, Datenanalyse, Fallstudien, Expertenmeinungen und Simulationen. Um ein umfassendes Verständnis der gegenwärtigen Situation und möglicher politischer Lösungen zu erlangen, ist es von entscheidender Bedeutung, eine Vielzahl von Standpunkten und Informationsquellen zu berücksichtigen. Die Jahre nach der Finanzkrise 2008 waren von einer starken Investitionsbereitschaft und hohen Erwartungen an Preissteigerungen geprägt und die Kapital- und Immobilienmärkte wurden mit einem Übermaß an Liquidität versorgt, obwohl es an unterstützenden Fundamentaldaten mangelte. Die Corona-Krise hat diesen Trend beschleunigt und zweifellos zu enormen finanziellen und wirtschaftlichen Turbulenzen geführt, aber sie hat meines Erachtens auch grundlegende Probleme in einem bereits anfälligen System verschärft.

Diese Arbeit zeigt, dass Immobilienkrisen als Phänomen nicht getrennt von anderen Krisen betrachtet werden sollten, da die treibenden Kräfte hinter Vermögenspreisblasen oft dieselben sind. Was Immobilienkrisen so gefährlich macht, sind die unmittelbaren Verbindungen und die Rückkopplungseffekte mit der

²³³ Vgl. Vogel, 2018, S. 373 f.

Realwirtschaft, der Politik und der Gesellschaft. Da gegenwärtig die Zinssätze weiter steigen, ist es von entscheidender Bedeutung zu verstehen, wie sich diese Rahmenbedingungen auf die Werte von Immobilien auswirken. Das Wissen über geschichtliche Ereignisse und das Verständnis der dahinterliegenden Strukturen tragen zur Gestaltung eines nachhaltigen Systems bei und ermöglichen fundiertere Entscheidungen.

Quellenverzeichnis

Literatur

Akakpo Koffi / Bago Jean-Louis / Rherrad Imad / Ouédraogo Ernest (2021): Real Estate Bubbles and Contagion: Evidence from Selected European Countries. In: Review of Economic Analysis. Bd. 13, S. 389-405

Aliber Robert Z. / Kindleberger Charles P. (2015): Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. 7. Aufl., Palgrave Macmillan UK, Hampshire

Aliber Robert Z / Zoega Gylf (2019): The 2008 Global Financial Crisis in Retrospect: Causes of the Crisis and National Regulatory Responses. Palgrave Macmillan, Cham

Anderson Rebecca J. / Birshan Michael / Kemeny Szabolcs / Madgavkar Anu / Mischke Jan / Windhagen Eckart / Smit Sven / Woetzel Jonathan (2021): The rise and rise of the global balance sheet: How productively are we using our wealth?. McKinsey Global Institute

Araki Haruka (2005): The Causes of the Japanese Lost Decade: An Extension of Graduate Thesis

Bauer Philipp / Minsch Rudolf (2009): Finanzkrise: Ursachen und Chronologie der Ereignisse. Dossierpolitik. Economiesuisse, Nr. 11

Bieling Hans-Jürgen (2009): Wenn der Schneeball ins Rollen kommt: Überlegungen zur Dynamik und zum Charakter der Subprime-Krise. In: Zeitschrift für Internationale Beziehungen. Heft 1, S. 107-122

Brauer Kerry-U. (2019): Grundlagen der Immobilienwirtschaft: Recht - Steuern - Marketing - Finanzierung - Bestandsmanagement - Projektentwicklung. 10 Aufl., Springer Gabler, Wiesbaden

Brunnermeier Markus K. (2008): Bubbles. In: New Palgrave Dictionary of Economics. 2. Aufl., Macmillan, London

Brzezicka Justyna (2021): Towards a Typology of Housing Price Bubbles: A Literature Review. In: Housing, Theory and Society. Bd. 38, Nr. 3, S. 320-342

Case Karl E. / Shiller Robert J. (2003): Is There a Bubble in the Housing Market?. In: Brookings Papers on Economic Activity. Bd. 2, S. 299-362

Chavagneux Christian (2013): Kleine Geschichte der Finanzkrisen: Spekulation und Crash von 1637 bis heute. Rotpunktverlag, Zürich

Chihiro Shimizu / Tsutomu Watanabe (2010): Housing Bubble in Japan and the United States. In: Public Policy Review. Policy Research Institute, Ministry of Finance Japan, Vol. 6, Nr. 3, S. 431-472,

Dahl Christopher / Meier Carten-Patrick (2020): Immobilienpreisentwicklungen - Übertreibungen oder Normalität?. BBSR-Online-Publikation, Nr. 16, Bonn

Daxhammer Rolf J./ Facsar Máté (2017): Behavioral Finance: Verhaltenswissenschaftliche Finanzmarktforschung im Lichte begrenzt rationaler Marktteilnehmer. 2. Aufl., UVK Verlagsgesellschaft mbH, Konstanz

Díaz Bustos Yamil O. / Martínez Marca José L. (2022): Minsky: Economic Cycle, Financial Instability, and Economic Policy. In.: Revista Digital de Posgrado. Nr. 5, S. 8-27

Eichengreen Barry (2017): Die großen Crashes 1929 und 2008: im Spiegelsaal der Geschichte. 2. Aufl., FinanzBuch Verlag, München

Elschen Rainer / Lieven Theo (Hrsg.) (2009): Der Werdegang der Krise: Von der Subprime-zur Systemkrise. Gabler, Wiesbaden

Fetzer Lars / Gans Mathias / Christian Marx / Raschkowski Julia / Roder Christoph (2009): Hätte der deutsche Retail-Ansatz die Subprime Krise verhindert? Eine modellgestützte Analyse der infizierten Märkte. Beitrag zum Postbank Finance Award 2009. Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt am Main

Flood Robert P. / Hodrick Robert J. (1986): Asset Price Volatility, Bubbles and Process Switching. NBER Working Paper Series. Nr. 1867

Flood Robert P. / Hodrick Robert J. (1990): On Testing for Speculative Bubbles. In: Journal of Economic Perspectives. Vol. 4, Nr. 2, S. 85-101

Galbraith John K. (2010): Eine kurze Geschichte der Spekulation. Eichborn Verlag, Frankfurt am Main

Gallegati Mauro / Rosser Barkley J. / Rosser Marina V. (2012) A Minsky-Kindleberger Perspective on the Financial Crisis: In: Journal Economic Issues. Nr. 2, S 449-458

Garber Peter M. (2000): Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias. MIT Press, Cambridge

Glaeser Edward / Huang Wei / Ma Yueran / Shleifer Andrei (2017): A Real Estate Boom with Chinese Characteristics. In: Journal of Economic Perspectives. Vol. 31, Nr.1, S. 93-116

Gropp Reint E. / Saadi Vahid (2019): Gute Absicht - böses Ende: Die US-Wohnungspolitik als Brandbeschleuniger der Weltfinanzkrise. In: *Wirtschaft im Wandel*. Vol. 25, S. 10-13

Hána Petr / Leško Jakub / Linhart Miroslav / Marek David (2022): *Property Index: Overview of European Residential Markets*. Deloitte Czech Republic

Herring Richard J. / Wachter Susan (1998): *Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective*. Wharton Conference on Asian Twin Financial Crises, Tokyo

Hilpert Hanns G. (2002): *Japans endlose Wirtschaftskrise: Perspektiven für Japan und die Weltwirtschaft*. SWP Deutsches Institut für Internationale Politik und Sicherheit, Berlin

Hoesli Martin / Malle Richard (2022): *Commercial real estate prices and COVID-19*. In: *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 15, Nr. 2, S. 296-306

Hoffmann Andreas / Schnabl Gunter (2008): *Monetary Policy, Vagabonding Liquidity and Bursting Bubbles in New and Emerging Markets: An Overinvestment View*. In: *The World Economy*, S. 1226-1252

Hui Eddie C. M / Yue Shen (2006): *Housing Price Bubbles in Hong Kong, Beijing and Shanghai: A Comparative Study*. In: *The Journal of Real Estate Finance and Economics*. Bd. 33, 299-327

Kaminsky Graciela L. / Reinhart Carmen M. (1999). *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems*. In: *The American Economic Review*, Vol. 8, Nr. 3, 473-500,

Kampeter Werner (2011): *Internationale Finanzkrisen im Vergleich: Lehren für das aktuelle Krisenmanagement*. Friedrich-Ebert-Stiftung, Berlin

Kitzmann Robert (2014): *Die japanische Land-und Immobilienspekulationsblase der 1980er Jahre und ihre Auswirkungen auf die Stadtentwicklungen Tokios* In: *Japan - Bericht zur Hauptexkursion 2013*, S. 223-238

Kramer Stefan (1999): *Die Wirkung einer Internationalisierung des Yen auf die japanischen Finanzmärkte, die japanische Geldpolitik und die Usancen der Fakturierung*. *Schriften zur Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik*. Bd. 12, Peter Lang International Academic Publishers, Berlin

Mitsuhiro Iyoda (2010): *Postwar Japanese Economy: Lessons of Economic Growth and the Bubble Economy*. Springer Science + Business Media, New York u.a.

Okina Kunio / Shirakawa Masaaki / Shiratsuka Shigenori (2001): The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons. Background Paper. In: Monetary and Economic Studies, Vol. 19, 395-450

Plumpe Werner (2014): Wirtschaftskrisen: Geschichte und Gegenwart. 4. Aufl., Verlag C.H.Beck oHG, München

Putnoki Hans (2010): Große Spekulationsblasen und ihre Folgen: Von der Tulpomanie bis zur neuen Weltwirtschaftskrise. WILEY-VCH Verlag GmbH & Co KGaA, Weinheim

Quinn William / Turner John D. (2020a): Bubbles in history. QUCEH Working Paper Series. Bd. 07

Quinn William / Turner John D. (2020b): Boom and Bust: A Global History of Financial Bubbles. Cambridge University Press, Cambridge

Reinhart Carmen M. / Rogoff Kenneth S. (2010): Dieses Mal ist alles anders: Acht Jahrhunderte Finanzkrisen. 6. Aufl., FinanzBuch Verlag, München

Rombach Tobias (2011): Preisblasen auf Wohnimmobilienmärkten: Eine theoretische und empirische Analyse der internationalen Märkte. Dissertation, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg, Breisgau

Rottke Nico B. / Voigtländer Michael (Hrsg.) (2017): Immobilienwirtschaftslehre - Ökonomie. Springer Gabler, Wiesbaden

Schnabl, Gunther (2012): Die japanischen Lehren für die europäische Krise. Working Papers on Global Financial Markets, Nr. 36

Schnabl Gunther / Sepp Tim (2021): Niedrigzinspolitik und Sparkultur in Japan: Implikationen für die Wirtschaftspolitik. Working Paper, Nr. 174, Universität Leipzig, Leipzig

Schuck Andreas (2016); Formeln des Fiebers. In: Einsichten. Das Forschungsmagazin. Nr. 1, S. 41-45

Shiller Robert J. (2015): Irrational Exuberance. 3. Aufl., Princeton University Press, Princeton

Shiro Angelé (2014): Das Rating von CDOs. Schriften zum Unternehmens- und Kapitalmarktrecht, Bd. 17. Mohr Siebeck, Tübingen

Siebert Horst (1999): Some lessons from the Japanese bubble. Kiel Working Paper, No. 919, Kiel Institute of World Economics, Kiel

Sobczak Sybille (2009): Geldpolitik und Vermögenmärkte: Volkswirtschaftliche Bedeutung von und geldpolitische Reaktion aus Asset Price Bubbles. Peter Lang GmbH, Frankfurt am Main

Stiglitz Joseph E. (1990): Symposium on Bubbles. In: Journal of Economic Perspectives. Vol. 4, Nr. 2, S. 13-18

Strange Roger (1993): Japanese Manufacturing Investment in Europe: Its impact on the UK economy. Routledge, London

Tomfort André (2017): Detecting Asset Price Bubbles: A Multifactor Approach. In: International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 7, Nr.1, S. 46-55

Valeriano Moritz (2009): Die Subprime-Krise 2006: Analyse der strukturellen Grundlagen und Entwicklungen des US Wohnimmobilien- und Hypothekenmarktes. In: Der öffentliche Sektor – Forschungsmemoranden. Heft 3, S.27-47

Vogel Harold L. (2018): Financial Market, Bubbles and Crashes, Second Edition: Features, Causes, and Effects. 2. Aufl., Palgrave Macmillan, Cham

Wullweber Joscha (2020): The COVID-19 financial crisis, global financial instabilities and transformations in the financial system. Finanzwende, Heinrich-Böll-Foundation, Berlin

Yoshino Naoyuki / Taghizadeh-Hesary Farhad (2015): Japan's Lost Decade: Lessons for Other Economies. ADBI Working Paper, Nr. 521

Internetquellen

Blume Michael (2021): Geschichte wiederholt sich nicht und Verschwörungsphilosophie. <https://scilogs.spektrum.de/natur-des-glaubens/geschichte-wiederholt-sich-nicht-und-verschwoerungsphilosophie/> - abgerufen am: 25.06.2022

DerTreasurer (2023): Zinswende-Ticker: Dispozinsen steigen stark. <https://www.dertreasurer.de/news/asset-management/zinswende-ticker-24791/> - abgerufen am: 07.02.2023

Draxl Harald (2023): Zinsentwicklung und Prognosen. <https://www.infina.at/ratgeber/zinsen/> - abgerufen am: 07.02.2023

European Central Bank (2022): Financial Stability Review. <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202211~6383d08c21.en.html> - abgerufen am: 07.02.2023

European Central Bank (2023): Bank lending survey (BLS).
https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/ecb.blssurvey2022q4~e27b836c04.en.html - abgerufen am: 07.02.2023

Eurostat Statistics Explained (2022a): Foreign direct investment - flows.
https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Foreign_direct_investment_-_flows#Recent_developments_in_EU_FDI_flows - abgerufen am: 07.02.2023

Eurostat Statistics Explained (2022b): Housing price statistics - house price index.
https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Housing_price_statistics_-_house_price_index#Annual_and_quarterly_growth_rates - abgerufen am: 07.02.2023

Finanzen.at (2023): Leitzins. <https://www.finanzen.at/leitzins> - abgerufen am: 07.02.2023

Finanzen.net (2022): Nikkei 225 Höchst-/Tiefstände.
https://www.finanzen.net/index/nikkei_225/hochtieftief - abgerufen am: 10.12.2022

Greenspan Alan (2009): The Age of Risk: Episode 2 of 3. In: The Love of Money. BBC Two.
https://www.bbc.co.uk/pressoffice/pressreleases/stories/2009/09_september/09/money.shtml - abgerufen am: 25.06.2022

Japan Today (2016): `Japan as Number One` author Vogel still upbeat on country's future. <https://japantoday.com/category/features/kuchikomi/japan-as-number-one-author-vogel-still-upbeat-on-countrys-future> - abgerufen am: 25.11.2022

Jennings John M. (2021): The Minsky Moment: Why Stability Leads to Market Panic and What to Do About it. <https://www.stlouistrust.com/insights/the-minsky-moment-why-stability-leads-to-market-panic-and-what-to-do-about-it/>

Jungbluth Cora (2019): Tracing three decades of foreign direct investment booms and busts and their recent decline. <https://globaleurope.eu/globalization/foreign-direct-investment/> - abgerufen am: 07.02.2023

Kettl Julian (2020): Revision von Asset Backed Securities (ABS).
<https://www.gabler-banklexikon.de/definition/asset-backed-securities-abs-55749/version-377286> - abgerufen am: 11.01.2023

Kliesen Kevin L. (2003): The 2001 Recession: How Was It Different and What Developments May Have Caused It?.
<https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/03/09/Kliesen.pdf> - abgerufen am: 12.10.2022

The World bank (2023): Sharp, Long-lasting Slowdown to Hit Developing Countries Hard. <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2023/01/10/global-economic-prospects> - abgerufen am: 07.02.2023

Statista (2022): Leitzinsentwicklung der US-Zentralbank Fed von 2001 bis 2022. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/419455/umfrage/leitzins-der-zentralbank-der-usa/> - abgerufen am: 17.12.2022

Time (2021): U.S. and Japan Face Off. <http://content.time.com/time/covers/0,16641,19870413,00.html> - abgerufen am: 11.01.2023

Van-Hametner Andreas (2022): Die Kosten der Niedrigzinspolitik am Wohnungsmarkt. Immobilienpreisblasen in B-Lagen am Beispiel Salzburg. <https://link.springer.com/article/10.1007/s00548-022-00791-5#citeas> - abgerufen am: 07.02.2023

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Determinanten der Immobilienpreise, Quelle: In Anlehnung an Rottke und Voigtländer 2017, S. 169.....	10
Abbildung 2: Wirtschaftliche Besonderheiten von Immobilien und deren Märkte, Quelle: in Anlehnung an Rottke und Voigtländer 2017, S. 85	13
Abbildung 3: Fünf Phasen nach Minsky, Quelle: in Anlehnung an St. Louis Trust & Family Office 2021, S. 4	15
Abbildung 4: Historische Blasen, Quelle: in Anlehnung an Quinn und Turner 2020, S.22.....	19
Abbildung 5: La vente des oignons de tulipes um 1640, Quelle: Bildarchiv Preußischer Kulturbesitz, Nr. 00053574	20
Abbildung 6: Cover des Time Magazine vom 13. April 1987, Quelle: Time Magazine 1987, Cover	23
Abbildung 7: Entwicklung des Nikkei Aktienindex und Bodenpreise, Quelle: Kitzmann Robert 2014, S. 236	56
Abbildung 8: Verknüpfung des Immobilien- und Aktienmarktes, Quelle: Kitzmann Robert 2014, S. 229	31
Abbildung 7: Leistbarkeit (Housing Opportunity Index) und S&P/Case-Schiller Hauspreisindex, 1992-2009, Quelle: Valeriano Moritz 2009, S.37	57
Abbildung 11: Darstellung des US-Immobilienmarkt und den internationalen Finanzmärkten, Quelle: Elschen Rainer / Lieven Theo 2009, S.45	36
Abbildung 11: Struktur des ABS-Marktes, Quelle: Kettl Julian 2020.....	36
Abbildung 12: MBS-Markt und Leitzinsen in den USA, Quelle: Elschen Rainer / Lieven Theo 2009, S.87	39