

Immobilienmarkt und Wirtschaftswachstum: Lehren aus dem Refinanzierungsboom in den USA¹

Die Ausgaben der privaten Haushalte blieben in den OECD-Ländern während des Abschwungs 2001 unerwartet lebhaft. Eine Erklärung hierfür ist – vor allem in den englischsprachigen Ländern – der günstige Einfluss steigender Immobilienwerte und sinkender Hypothekarzinsen.² Derart robuste Konsumausgaben waren besonders im Falle der USA bemerkenswert, wo sich das Vermögen der Privathaushalte infolge sinkender Aktienkurse insgesamt verringerte. Der US-Hypothekarmarkt scheint hierbei eine wichtige Rolle gespielt zu haben. 2001 gab es bei den Hypothekarrefinanzierungen einen Boom, der in seiner Art und Stärke einzigartig war. In diesem Feature wird analysiert, wie sich die Hypothekarrefinanzierungen im Abschwung 2001 auswirkten und welche Bedeutung dem Strukturwandel am Markt für Immobilienfinanzierungen zukam.³

Der Refinanzierungsboom und die Ausgaben der privaten Haushalte im Jahr 2001

2001 wurden in den USA so viele Hypothekendarlehen refinanziert wie nie zuvor. Die für das Jahr geschätzte Zahl von 11,2 Mio. ist etwa doppelt so hoch wie die Zahl für 1998, die bereits als ungewöhnlich hoch gegolten hatte.⁴

Die Refinanzierung von Hypotheken kann die effektive Kaufkraft der privaten Haushalte auf zwei Arten erhöhen. Zum einen kann ein steigender Immobilienwert zusätzlich beliehen werden. Für eine solche „Liquidisierung“ oder „Extraktion“ von Immobilienvermögen müssen die neu abgeschlossenen Hypotheken einen höheren Dollarnominalwert aufweisen als die refinanzierten.

¹ Die Autoren danken Angelika Donaubaue für die hervorragende Unterstützung bei den Recherchen. Der Beitrag gibt die Meinung der Autoren wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² S. BIZ (2002).

³ S. Aoki et al. (2002) zur Beziehung zwischen Markt für Wohnimmobilien und Verbrauch im Vereinigten Königreich.

⁴ S. Bennett et al. (1999).

Indikatoren der Refinanzierungstätigkeit in den USA, 1997-2001						
Jahr	Refinanzierte Hypotheken (Mio.)	Refinanzierung nach x Jahren ¹	Wertzuwachs der refinanzierten Immobilien ¹		Anteil der Refinanzierungen mit Bargeldauszahlung (%)	Verhältnis des alten Zinssatzes zum neuen ¹
			Insgesamt ²	Jährlich ³		
1997	2,8	4,0	13	3,1	62	1,07
1998	6,7	4,1	10	2,4	49	1,18
1999	4,4	5,6	13	2,2	66	1,12
2000	2,4	6,0	26	3,9	81	0,97
2001	11,2	2,6	14	5,2	54	1,18

¹ Mittelwert. ² Gesamter Wertzuwachs von der Bereitstellung der Hypothek bis zur Refinanzierung in Prozent. ³ Durchschnittlicher jährlicher Wertzuwachs von der Bereitstellung der Hypothek bis zur Refinanzierung in Prozent.

Quellen: Credit Suisse First Boston; Freddie Mac. Tabelle 1

Die Differenz zwischen den neuen und den refinanzierten Hypothekarbeträgen (nach Abzug der Gebühren) steht den privaten Haushalten unmittelbar für Ausgabenzwecke zur Verfügung. Zum anderen erhöht sich bei unverändertem Hypothekarbetrag das verfügbare Einkommen durch geringeren Zinsaufwand, wenn die Zinsen für neu abgeschlossene Hypotheken niedriger sind als für die refinanzierten Hypotheken. Die Daten für das Jahr 2001 lassen darauf schließen, dass der erste Faktor alles in allem wesentlich stärker war als der zweite.

2001 steigerten Refinanzierungen die effektive Kaufkraft beträchtlich, da durch Wertzuwächse bei Wohneigentum liquide Mittel beschafft werden konnten. Bei 54% der neu abgeschlossenen Hypotheken lag die Kapitalsumme mindestens 5% über der Summe der abgelösten Hypotheken (Tabelle 1); dies deutet darauf hin, dass es bei etwa der Hälfte der Hypothekarrefinanzierungen zur Auszahlung flüssiger Mittel kam. Der mittlere Preisanstieg bei den 2001 refinanzierten Immobilien lag bei rund \$ 25 000⁵ in nur 2,6 Jahren, was den Höhenflug der Preise für Wohneigentum in den Jahren 2000 und 2001 widerspiegelt.

2000 war die Bereitschaft, Wohneigentum für die Beschaffung liquider Mittel zu nutzen, noch stärker gewesen. In dem Jahr hatten schätzungsweise 80% der Refinanzierungstransaktionen liquide Mittel generiert. Der Wert eines refinanzierten Hauses hatte sich in den sechs Jahren seit der letzten Finanzierung im Mittel um rund \$ 36 000 erhöht. Dennoch bestand für die effektive Kaufkraft 2001 ein weit grösseres Steigerungspotenzial, denn es wurden fünf Mal mehr Hypotheken refinanziert.

Dass Wohneigentum mittels Hypothekarrefinanzierung zusätzlich beliehen wurde, trug dazu bei, dass die Verschuldung der privaten Haushalte wuchs. In den vergangenen zwei Jahren erhöhten sich die Hypothekarschulden der

⁵ Schätzungen der National Association of Realtors zufolge lag der durchschnittliche Verkaufspreis bereits bestehender Einfamilienhäuser 2001 bei \$ 176 200. Wenn Quartalsdaten herangezogen werden (nicht dargestellt), liegt der mittlere Preisanstieg refinanzierter Immobilien bei \$ 24 700. Dies ist als konservative Schätzung anzusehen, da zwischenzeitlich erfolgte Tilgungszahlungen, die die verfügbaren liquiden Mittel noch erhöhen würden, nicht berücksichtigt sind.

Höheres verfügbares Einkommen aufgrund der Liquidisierung von Immobilienvermögen ...

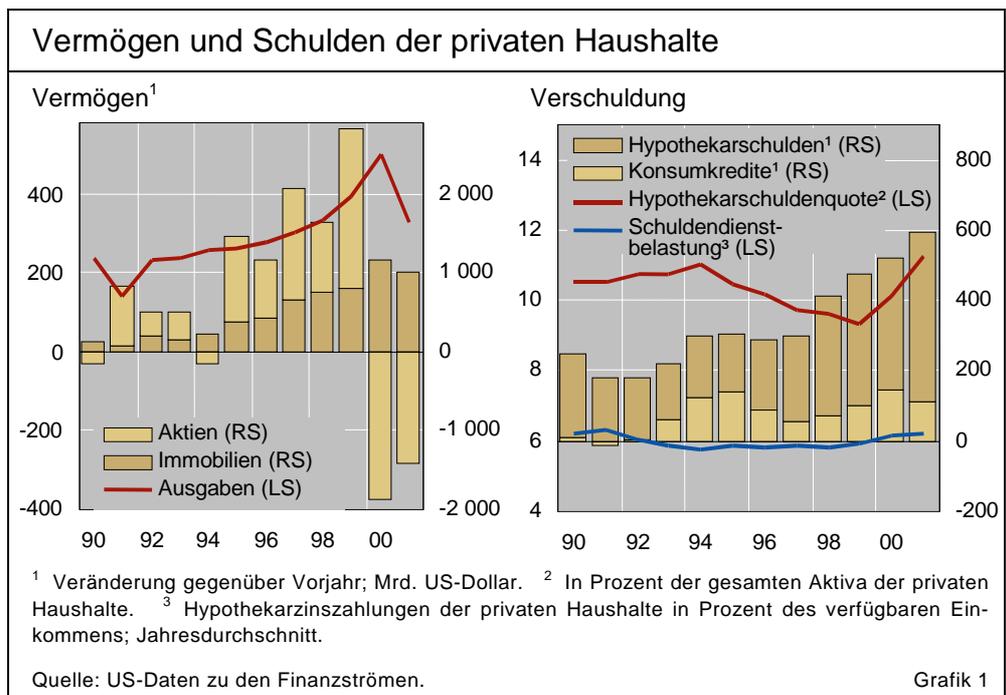
... aber gleichzeitig steigende Hypothekarschulden

privaten Haushalte, die zwei Drittel von deren Verbindlichkeiten ausmachen, um \$ 850 Mrd. oder 19% (Grafik 1). Dieser Anstieg ist teilweise auf die Konsolidierung anderer Schulden zurückzuführen, z.B. der Kreditkartenforderungen. Dennoch haben die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte im Gegensatz zu früheren Rezessionen nicht abgenommen, sondern sind gestiegen, und zwar auf einen neuen Höchststand von 106% in Relation zum verfügbaren Einkommen. Der Eigentumsanteil an den Wohnimmobilien der privaten Haushalte hat sich in den USA im letzten Jahrzehnt um rund 10 Prozentpunkte verringert und liegt heute bei lediglich 55%.

Als weitere Folge der zusätzlichen Beleihung von Wohneigentum mittels Refinanzierung sind zwar die Zinssätze für ausstehende Hypotheken gesunken (Tabelle 1), die Schuldendienstbelastung jedoch hat nicht abgenommen. Im Jahr 2000 haben einige private Haushalte ihre Hypotheken sogar zu höheren Zinssätzen refinanziert, um sich liquide Mittel zu beschaffen. Die Kosten des Schuldendienstes bei Hypotheken in Relation zum verfügbaren Einkommen sind heute so hoch wie zu Beginn der neunziger Jahre (Grafik 1).

Die Hypothekarrefinanzierung scheint einen wichtigen Beitrag dazu geleistet zu haben, dass der private Verbrauch in den USA im jüngsten Abschwung ungewöhnlich lebhaft blieb. Wenn man davon ausgeht, dass es bei 54% der refinanzierten Hypotheken netto zur Auszahlung flüssiger Mittel kam und dass dabei der mittlere Wertzuwachs von \$ 25 000 bei den im Jahr 2001 refinanzierten Immobilien in vollem Umfang liquidisiert wurde, ergibt sich ein verfügbarer Cashflow von schätzungsweise \$ 150 Mrd., der aus dem Wohneigentum privater Haushalte stammt. Dies entspricht 2,3% des Vermögens privater Haushalte aus Wohneigentum (verglichen mit einem Cashflow von \$ 67 Mrd. bzw. 1,1% des Vermögens aus Wohneigentum im Jahr 2000).

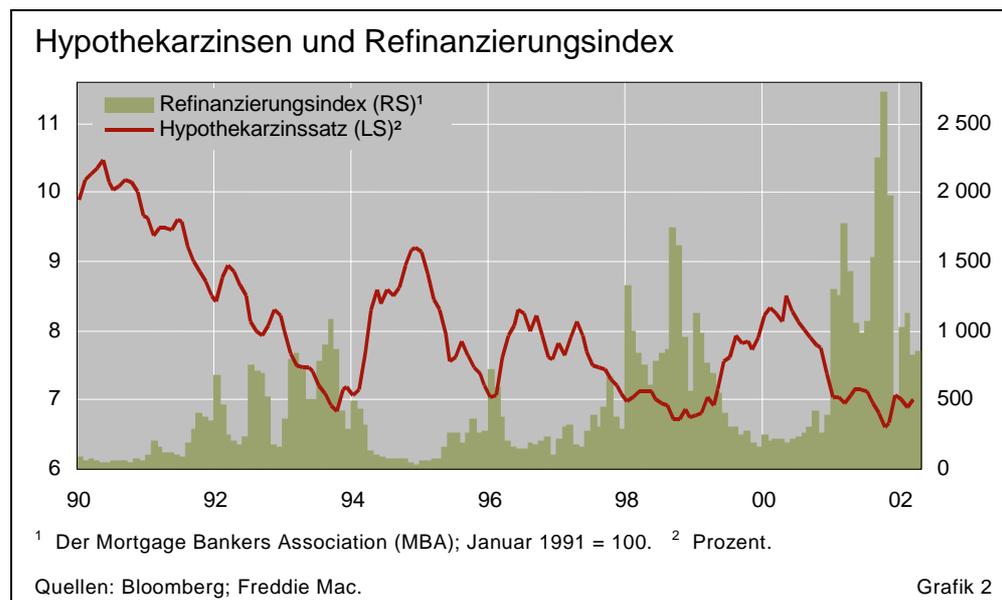
Erhebliche
Konsumwirkung



Schätzungsweise wird rund die Hälfte der liquiden Mittel aus der zusätzlichen Beleihung von Wohneigentum für laufende Ausgaben verwendet.⁶ Ende der neunziger Jahre floss etwa ein Fünftel dieser Mittel in den Konsum. Ein Drittel entfiel auf Unterhalts- und Ausbaumaßnahmen im Wohnbereich. Die Neigung, die zusätzlichen flüssigen Mittel aus den Hypothekarrefinanzierungen im Jahr 2001 dem Konsum zuzuführen, könnte etwas stärker gewesen sein. Es gibt Hinweise darauf, dass Inhaber von Wohneigentum bei einem Einkommenszuwachs infolge höherer Immobilienpreise „überreagieren“.⁷ Werden die Quote der gesamten laufenden Aufwendungen (50%) und die Konsumquote (20%) jeweils als Ober- bzw. Untergrenze herangezogen, sind 10-25% des gesamten Konsumanstiegs der zusätzlichen Beleihung von Wohneigentum im Jahr 2001 zuzuschreiben.

Die Triebkräfte des Refinanzierungsbooms von 2001

Die lebhafte Refinanzierungstätigkeit 2001 und ihr Einfluss auf die Ausgaben der privaten Haushalte können als Resultat des Zusammentreffens niedriger nominaler Hypothekarzinsen, rückläufiger Transaktionskosten bei der Refinanzierung und eines rapiden Wertzuwachses der refinanzierten Immobilien angesehen werden.⁸



⁶ Der dreijährlichen Erhebung zu den Finanzen der Verbraucher (Survey of Consumer Finances) zufolge wurden 1998 und Anfang 1999 18 Cents jedes aus Wohneigentum stammenden Dollars für den Konsum eingesetzt und 33 Cents für Unterhalts- und Ausbaumaßnahmen im Wohnbereich, die unter die Rubrik Wohnbauinvestitionen fallen. Rund 28 Cents entfielen auf die Tilgung anderer Schulden (Brady et al. 2000).

⁷ S. Capozza und Seguin (1996).

⁸ Die Refinanzierungstätigkeit wird auch durch eine Reihe anderer makro- und mikroökonomischer Faktoren beeinflusst, u.a. die Volatilität der Hypothekarzinsen, der Transaktionskosten bei der Refinanzierung und der Bonität des Schuldners. S. beispielsweise Bennett et al. (2001).

Der Konjunkturabschwung in den USA führte zu einem scharfen Rückgang der Hypothekarzinsen. Wie die Kapitalmarktrenditen für Papiere im Bereich höchster Bonität tendieren auch die nominalen Hypothekarzinsen seit Ende 2000 nach unten; vor kurzem wurden Tiefstände erreicht wie seit dreissig Jahren nicht mehr (Grafik 2).

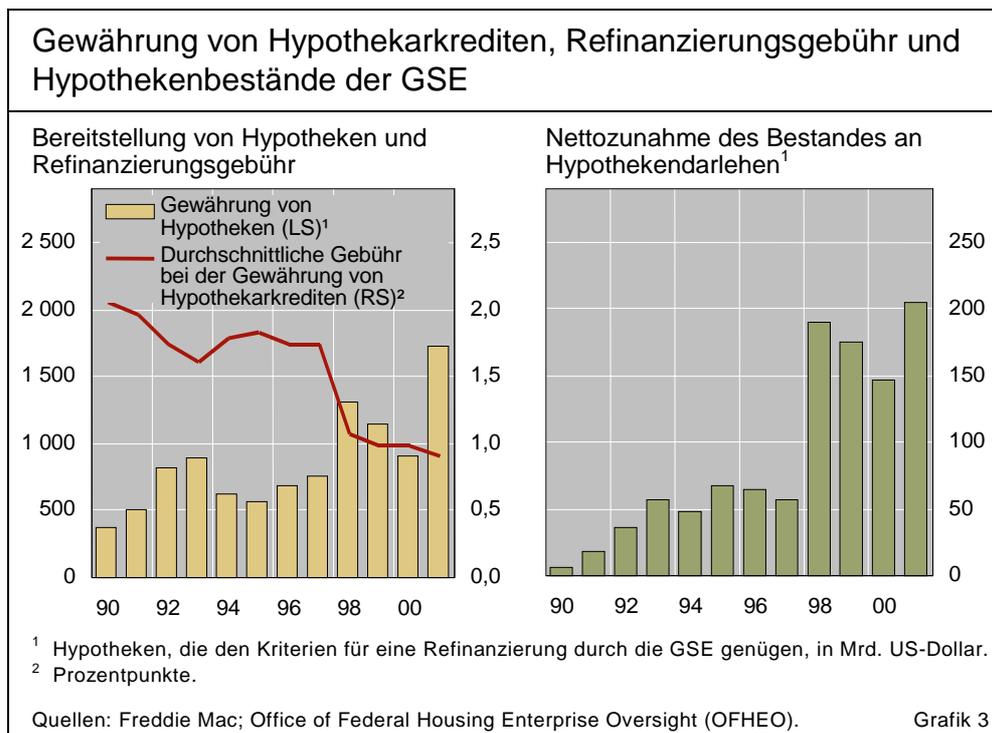
Refinanzierung begünstigt durch niedrigere Zinssätze ...

Bei sinkenden Hypothekarsätzen lohnt es sich für Schuldner, die Option vorzeitiger Tilgung von Hypothekendarlehen, die typischerweise ohne Zuschlag möglich ist, auszuüben. Der Refinanzierungsboom war im Jahr 2001 jedoch viel ausgeprägter als in früheren Hypothekarzinszyklen. 1998 zum Beispiel, als die Sätze zuletzt derart stark gesunken waren, wurden nur etwa halb so viele Hypotheken refinanziert wie 2001. Beide Male verringerten die Schuldner die effektiven Sätze ihrer Hypotheken um rund 125 Punkte, indem sie sie vorzeitig tilgten und neue Hypothekendarlehen abschlossen.

Nicht nur die nominalen Hypothekarzinsen haben sich verringert, auch die Transaktionskosten, die anfallen, wenn ein Darlehen durch ein neues ersetzt wird – die Refinanzierungsgebühr –, sind zurückgegangen. Die Inhaber von Wohneigentum haben von einer stetigen Verringerung der Refinanzierungsgebühr profitiert, die als Prozentsatz der Darlehenssumme zu zahlen ist (hier als „Punkte“ bezeichnet, s. Grafik 3). Gegenwärtig müssen auf Hypothekendarlehen mit einer Laufzeit von 30 Jahren, die die Kriterien für eine Refinanzierung bei den staatlich unterstützten Instituten („government-sponsored enterprises“, GSE) erfüllen, durchschnittlich nur 50 Basispunkte gezahlt werden. Dies ist lediglich etwa ein Drittel so viel wie vor fünf Jahren.

... rückläufige Transaktionskosten ...

Seit 1998, als sich die Gebühr massiv verringerte, entfielen 43% aller neuen Hypothekendarlehen auf Refinanzierungen, verglichen mit 34% im Zinszyklus 1993-96. Dies ist ein Hinweis darauf, dass die Verringerung der vorab



zu zahlenden Gebühr die Bereitschaft der privaten Haushalte erhöht hat, ihre Hypothekendarlehen unabhängig von den aktuellen Hypothekarzinsen zu refinanzieren.⁹

... und rasant
steigende Preise für
Wohneigentum

Der sprunghafte Anstieg der Preise von Wohneigentum sorgte für den Vermögenszuwachs, den die privaten Haushalte durch Refinanzierung flüssig machen konnten. Die Entwicklung der Preise für Wohneigentum in den beiden vergangenen Jahren war einzigartig. Bisher waren sie in jeder Rezession zumindest langsamer gestiegen, und zweimal waren sie sogar gesunken. Dagegen beschleunigte sich im Abschwung, der Mitte 2000 einsetzte, der Anstieg der Preise für Wohneigentum noch. Der Preisindex für Wohnimmobilien der US-Aufsichtsbehörde OFHEO (Office of Federal Housing Enterprise Oversight) schnellte 2000 und 2001 um 9,3% bzw. 6,0% in die Höhe. Dies ist weit mehr als die durchschnittliche jährliche Zunahme von 4,6% in den letzten 20 Jahren.

Neben demographischen Trends, einem wichtigen langfristigen Faktor bei den Preisen für Wohneigentum¹⁰, dürften auch die günstigen Finanzierungsbedingungen zu ihrem Anstieg beigetragen haben. Durch die niedrigeren Hypothekarzinsen und die geringeren Auszahlungen ist Wohneigentum erschwinglicher geworden. Heute sind fast 68% der privaten Haushalte Eigentümer von Wohnraum; vor fünf Jahren waren es erst 64%. Die wachsende Nachfrage nach Wohneigentum, die der Mangel an Wohnraum in bestimmten Ballungszentren noch verstärkt, treibt die Preise in die Höhe.

Refinanzierungsaktivität und Strukturwandel am Hypothekarmarkt

Für die geringeren Refinanzierungskosten sind neben konjunkturellen Faktoren wie der wirtschaftlichen Schwäche und der Lockerung der Geldpolitik teilweise auch Veränderungen am Hypothekarmarkt und das Verhalten einiger wichtiger Marktteilnehmer verantwortlich. Aufgrund dieser Veränderungen war das Finanzsystem in der Lage, ein hohes Volumen an neuen Hypotheken und eine rege Refinanzierungstätigkeit zu weitgehend stabilen Spreads von Hypotheken gegenüber Schatzanleihen zu bewältigen.

Geringere
Transaktionskosten
bei neuen
Hypotheken ...

Die Einführung neuer Technologien scheint dazu beigetragen zu haben, dass sich die Refinanzierungsgebühr deutlich verringerte und die Hypothekarrefinanzierung entsprechend einfacher wurde. Ein wichtiges Beispiel ist die computergestützte Bereitstellung von Hypotheken, die durch Fannie Mae oder Freddie Mac refinanzierbar sind.¹¹ Die GSE Fannie Mae und Freddie Mac sind

⁹ Eine ökonometrische Schätzung aufgrund der Monatsdaten von Januar 1990 bis März 2002 belegt die Bedeutung der Refinanzierungsgebühr. Bei einer Regression des Refinanzierungsindex auf die Gebühr (in Punkten), die Veränderung der Preise für Wohneigentum und die Zinsschwankungen weist die Gebühr wie erwartet ein negatives Vorzeichen auf (eine geringere Anzahl von Punkten erhöht den Refinanzierungsindex): Ein Rückgang der Refinanzierungsgebühr um 50 Basispunkte hat etwa den gleichen Effekt wie ein Rückgang der Hypothekarzinsen um 1 Prozentpunkt.

¹⁰ S. Joint Center for Housing Studies (2002).

¹¹ Laut Fannie Mae (1999) konnten die Kreditgeber ihre Kosten für neue Hypotheken mit der Einführung eines computergestützten Zeichnungssystems um über \$ 800 senken.

zwar private Institute, werden jedoch vonseiten des Staates unterstützt und sind von ihm beauftragt, für eine stärkere Verbreitung des Wohneigentums zu sorgen. Am Hypothekemarkt für Wohnimmobilien sind sie mit Abstand die wichtigsten Akteure.

Geringere Refinanzierungsgebühren sind nicht allein auf das Verhalten der Finanzintermediäre zurückzuführen; sie sind auch Ausdruck der Entscheidung, die Schuldner in Bezug auf verschiedene Alternativen der Hypothekarrefinanzierung treffen. Der recht abrupte Rückgang der Gebühr stützt jedoch die These, dass eine angebotsseitige Veränderung weite Teile des Marktes beeinflusst hat.

Ein kräftiger Anstieg der Hypothekarbestände der GSE scheint bei der Bewältigung der zunehmenden Bereitstellung und Refinanzierung von Hypotheken eine wesentliche Rolle gespielt zu haben.¹² In der Vergangenheit hatten die GSE vor allem Hypotheken von Banken verbrieft und bei anderen Anlegern platziert. Seit 1998 sind sie auch die grössten Halter solcher Schuldtitel (Grafik 3). 2001 verzeichneten die Hypothekarbestände der GSE einen Rekordzuwachs von \$ 207 Mrd. Dies entspricht 43% der Nettokreditaufnahme privater Haushalte in Form von Hypotheken für Wohnimmobilien, was leicht unter dem Durchschnitt von 47% in den Jahren 1998-2001, aber weit über dem Wert der früheren neunziger Jahre (27% im Zeitraum 1990-97) liegt.

... sowie Halten von Hypothekarschuldtiteln durch GSE scheinen Refinanzierung begünstigt zu haben

Das Halten von Hypotheken durch die GSE könnte die Spreads stabilisiert haben, indem das Durationsrisiko und das Risiko vorzeitiger Tilgung separiert wurden. Ein Faktor bei dieser Risikoentflechtung waren die von den GSE begebenen eigenen Schuldtitel, insbesondere die nicht vorzeitig kündbaren Referenzanleihen. Im Gegensatz zu mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren („mortgage-backed securities“, MBS) sind diese Instrumente für eine grössere Anlegerbasis attraktiv, weil sie eine hohe Bonität besitzen und liquider sowie frei vom Risiko vorzeitiger Tilgung sind. Der zweite Faktor bei der Risiko-trennung war die Steuerung und Absicherung des Zinsänderungsrisikos und des Risikos vorzeitiger Tilgung über die Derivatmärkte. Deshalb spielen neben den traditionellen Anlegern in MBS die wichtigen Akteure an den Derivatmärkten eine immer grössere Rolle bei der Absicherung des Risikos vorzeitiger Tilgung.

Ein wichtiger Aspekt, der die Ausweitung der Bilanz der GSE und die damit verbundene Risikoentflechtung begünstigt hat, waren die Vorteile bei der Mittelbeschaffung aufgrund ihrer Sonderstellung. Die langfristigen GSE-Schuldtitel sind von Moody's und Standard & Poor's mit AAA eingestuft, verglichen mit dem AA- oder A-Rating der Hypothekarschulden bzw. grosser

¹² Die Hypothekarbestände der GSE könnten auch als Puffer zwischen dem Primärmarkt für Hypothekendarlehen und dem MBS-Markt gewirkt haben. Dies könnte dem Primärmarktgeschäft zugute gekommen sein, indem möglicherweise ein vorübergehender Anstieg der Refinanzierungskosten und damit der Hypothekarsätze verhindert wurde. Eine kürzliche Studie von Naranjo und Toevs (2002) kommt zu dem Schluss, dass die Portfolio- und Verbriefungsgeschäfte der GSE die Hypothekarmärkte stabilisieren, indem sie die Volatilität der Hypothekarzinsen verringern. Die Spreads von MBS gegenüber Schatzanleihen nahmen im ersten und dritten Quartal 2001 ab, als die GSE solche Wertpapiere besonders aktiv erwarben. Dies würde für eine Pufferfunktion der von diesen Instituten gehaltenen Hypotheken sprechen.

Banken. 2001 nahmen die umlaufenden GSE-Schuldtitel um \$ 259 Mrd. bzw. 24% zu.

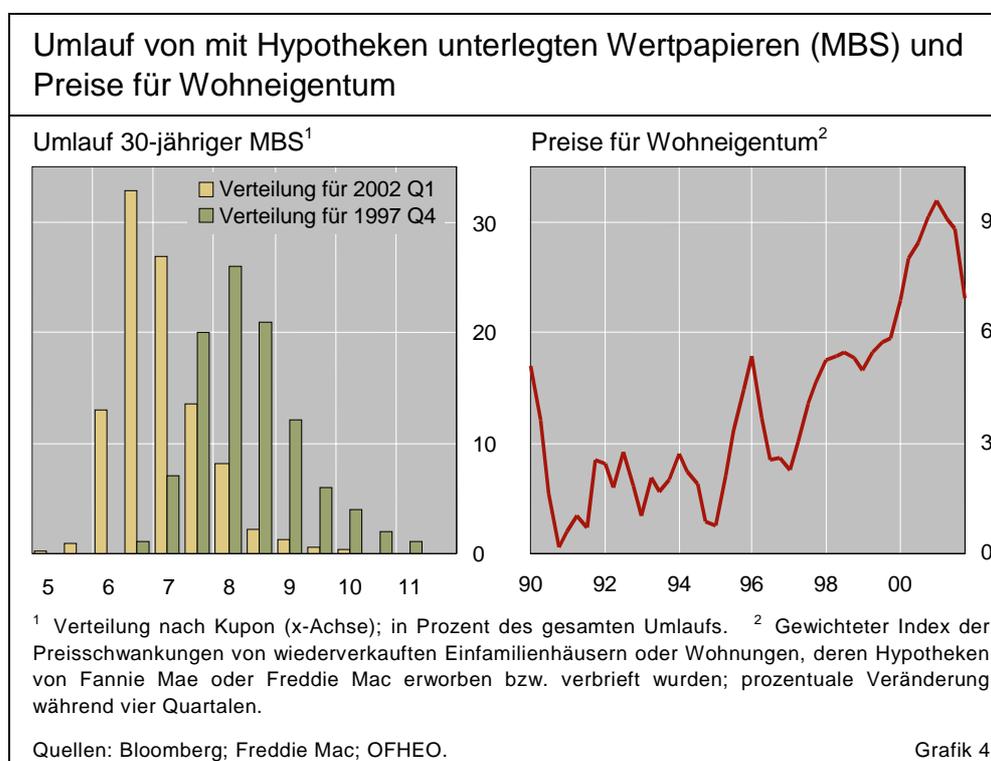
Ein zweiter, damit verbundener Aspekt war der Strukturwandel an den Anleihemärkten Ende der neunziger Jahre.¹³ Angesichts des schrumpfenden Marktes für US-Staatsanleihen lancierten die GSE 1998 Emissionsprogramme für Referenzschuldtitel in US-Dollar, um sich das Interesse der Investoren an liquiden Wertpapieren erstklassiger Bonität zunutze zu machen. Heute werden solche Schuldtitel mit Laufzeiten von 2-30 Jahren in grossem Umfang und nach festen Emissionsplänen begeben. Im Jahr 2000 wurden erstmals Referenzpapiere in Euro begeben, die mittlerweile mit den Titeln einiger staatlicher Emittenten in Europa konkurrieren, und zwar in Bezug auf ihren Umfang wie auch ihre Liquidität.

Ein Blick nach vorn

2002 erneut lebhaftere Refinanzierung, aber Anzeichen für ein mögliches Abflauen

Vor dem Hintergrund weiter sinkender Hypothekarzinsen und anhaltend starker Märkte für Wohnimmobilien herrschte auch im ersten Halbjahr 2002 eine rege Refinanzierungstätigkeit. Im Hinblick auf finanzielle Faktoren gibt es allerdings mehrere Hinweise, dass sie sich verlangsamen könnte und dass Wohneigentum in geringerem Masse zur Beschaffung liquider Mittel eingesetzt wird.

Mitte August hat der Zinssatz für 30-jährige Hypotheken einen neuen Tiefstand von 6,22% erreicht. Sollte er noch weiter sinken, würde die Refinanzierungstätigkeit weiter belebt, die Wirtschaftsaussichten dürften sich aber gleichzeitig verdüstern. In einem solchen Szenario könnte das sinkende



¹³ S. BIZ (2001) zu den Veränderungen an den Märkten für festverzinsliche Instrumente.

Vertrauen der privaten Haushalte irgendwann die Bereitschaft bremsen, den Anstieg des Vermögens aus Wohneigentum in liquide Mittel umzuwandeln und auszugeben.

Darüber hinaus ist der Bestand an Hypotheken, die für eine Refinanzierung in Frage kommen, nach der lebhaften Refinanzierungstätigkeit der vergangenen zwei Jahre beträchtlich geschrumpft. Gegenwärtig weisen lediglich 26% des Umlaufs an 30-jährigen MBS einen Kupon von mehr als 7% auf, verglichen mit 92% Ende 1997 (Grafik 4). Anders als in der Vergangenheit würde eine Refinanzierung demnach nur noch für einen kleinen Kreis von SchuldnerInnen den Vorteil einer wesentlich niedrigeren Zinsbelastung bringen.

Weitere angebotsseitige Veränderungen am Hypothekemarkt, die die Refinanzierungsbereitschaft aufgrund strukturell niedrigerer Kosten weiter erhöhen würden, scheinen wenig wahrscheinlich. Die Transaktionskosten am Primärmarkt für Hypothekendarlehen sind bereits drastisch gesunken. Ob die Voraussetzungen für eine weitere Zunahme der GSE-Schuldtitel gegeben sind, hängt stark von der Verfügbarkeit anderer Schuldtitel mit hoher Anlagequalität ab. Insbesondere scheint das zukünftige Angebot von US-Schatzanleihen deutlich grösser zu sein als bisher angenommen.

Unter diesen Umständen wäre die Refinanzierungstätigkeit weitgehend von der Entwicklung der Preise für Wohneigentum abhängig. Im ersten Quartal 2002 lag der Preisindex für Wohnimmobilien der OFHEO erneut um 6,1% höher als im entsprechenden Vorjahresquartal. Allein das Ausbleiben eines weiteren deutlichen Anstiegs der Preise für Wohneigentum würde die Refinanzierungstätigkeit bremsen und die Bedeutung des Vermögens aus Wohneigentum als Puffer für andere Vermögenseinbussen verringern.

Zusammenfassung

Der Refinanzierungsboom in den USA ist ein Beispiel dafür, wie sich Veränderungen der Finanzierungsstrukturen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung auswirken können. Das Zusammentreffen einer erheblich lebhafteren Refinanzierungstätigkeit seit 1998 mit Innovationen an den Hypothekarmärkten stützt die These, dass angebotsseitige Veränderungen das Refinanzierungsvolumen beeinflusst haben. Ebenso scheint die Liquidisierung von Wohneigentum durch Hypothekarrefinanzierung die Ausgaben der privaten Haushalte belebt zu haben. Zumindest in den USA hatte dies im Jahr 2001 offenbar einen signifikanten antizyklischen Effekt.¹⁴

Aus längerfristiger Sicht könnte der jüngste Refinanzierungsboom auf eine neue Welt hinweisen, in der Wohneigentum zunehmend als Liquiditätsquelle betrachtet und zum Ausgleich von Schwankungen bei Einkommen und Vermögen eingesetzt wird. Dies könnte nicht nur für traditionelle Hypotheken gelten. Zu Vermögens- und Schuldenmanagement im Zusammenhang mit Wohneigentum könnten neben der Hypothekarrefinanzierung auch Wohnimmobilienkredite (oder zweitrangige Hypotheken) bzw. -kreditlinien eingesetzt werden.

¹⁴ Ein Beispiel für einen prozyklischen Effekt sind die Niederlande im Jahr 2000. S. De Nederlandsche Bank (2002).

Solche zusätzlichen Möglichkeiten für die privaten Haushalte, ihren Cashflow und ihre Ausgaben zu steuern, könnten dazu beitragen, Konjunkturschwankungen zu glätten, wie dies 2001 der Fall war. In Zukunft jedoch birgt mehr Spielraum für eine Glättung der Ausgaben über mehrere Perioden das Risiko, dass sich die privaten Haushalte übermässig verschulden, vor allem wenn höhere Preise für Wohneigentum als Garant anhaltender Erträge in der Zukunft angesehen werden. Eine solche Überschuldung könnte dazu führen, dass Investitionen in Wohneigentum nicht mehr als Puffer dienen, sondern zu einer finanziellen Belastung werden, wenn die Preise für Wohneigentum stagnieren bzw. sogar sinken oder wenn die Zinssätze steigen. Vor diesem Hintergrund wären eine tragbare Verschuldung sowie beständige Finanzierungsstrukturen im Zusammenhang mit Wohneigentum die Voraussetzungen für eine auf lange Sicht grössere finanzielle Flexibilität der privaten Haushalte.

Bibliografie

Aoki, K., J. Proudman und G. Vlieghe (2002): „Houses as collateral: has the link between house prices and consumption in the UK changed?“, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 8, Nr. 1, Mai.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2002): *72. Jahresbericht*, Basel.

——— (2001): „The changing shape of fixed income markets: a collection of studies by central bank economists“, *BIS Papers*, Nr. 5, Basel.

Bennett, P., F. Keane und P. Mosser (1999): „Mortgage refinancing and the concentration of mortgage coupons“, *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 5, Nr. 4, März.

Bennett, P., R.W. Peach und S. Peristiani (2001): „Structural changes in the mortgage market and the propensity to refinance“, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, Nr. 4, November.

Brady, P.J., G.B. Canner und D.M. Maki (2000): „The effects of recent mortgage refinancing“, *Federal Reserve Bulletin*, Juli.

Capozza, D.R. und P. Seguin (1996): „Expectations, efficiency, and euphoria in the housing market“, *Regional Science and Urban Economics*, Vol. 26, Ausgabe 3-4, Juni.

De Nederlandsche Bank (2002): *Annual Report 2001*, Amsterdam.

Fannie Mae (1999): *1998 Annual Report*, Washington.

Joint Center for Housing Studies (2002): „The state of the nation's housing 2002“, Cambridge, Massachusetts.

Naranjo, A. und A. Toevs (2002): „The effect of purchases of mortgages and securitization by government sponsored enterprises on mortgage yields and volatility“, *Fannie Mae Papers*, Vol. 1, Ausgabe 3, Mai.