

Ein Vergleich der 2007/2008 US Subprime-Finanzkrise mit der Finanzkrise durch die Vermögens- und Immobilienblase Japans 1987–90

Verlauf, Ursachen und Auswirkungen

Daniel WILLAM
Commerzbank AG, Frankfurt

1. Einleitung

Die folgende Arbeit soll einen Vergleich zwischen der derzeitigen *Subprime*-Krise in den USA und der Finanzkrise in Japan herausarbeiten. Hierbei stehen insbesondere der Verlauf und die Hintergründe der Blase im Blickpunkt, die in beiden Fällen die Ursache für die anschließende Finanzkrise gewesen sind. Als *Subprime-Bubble* lassen sich in den USA die Jahre 2001–2006 kennzeichnen; im Falle Japans gelten die Jahre 1987–1990 als der Zeitraum der *Bubble*.

Die Arbeit wird zunächst die Gemeinsamkeiten der beiden Krisen erörtern (Kapitel 2), dann auf die Unterschiede eingehen (Kapitel 3) und zum Schluss die wichtigsten Erkenntnisse zusammenfassen (Kapitel 4).

2. Ähnlichkeiten zwischen beiden Krisen

Die Krisen in Japan und den USA ähneln sich in drei Bereichen: a) Dem Verlauf der Blase vor der Krise, b) den Marktbedingungen während der Blase und c) den finanziellen Auswirkungen der Krise.

2.a Verlauf der Blase vor der Krise

Die Finanzkrisen in Japan und den USA sind beide die unmittelbare Folge des Platzens der vorhergehenden Blase. Diese Blasen haben drei gemeinsame Merkmale: stark steigende Immobilien- und Aktienpreise sowie überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum.

In beiden Ländern waren die Immobilienpreise in den zehn Jahren vor dem Platzen der Bubble enorm angestiegen: So haben sie sich in Japan zwischen 1981 und 1991 fast verdoppelt (Anstieg um 92 %), in den USA haben sie sich zwischen 1996 und 2006 sogar fast verdreifacht (Anstieg um 190 %).¹ Die Werte sind nach dem Platzen der Blase wieder gefallen; in Japan haben sie sich bis heute nicht erholt und liegen noch unter dem Niveau von 1980.

Eine ähnliche Entwicklung ist bei den Vermögenswerten zu erkennen: Die Aktienpreise sind in den USA zwischen 2001 und 2005 um fast 70 % gestiegen, die Aktienpreise in Japan zwischen 1985 und 1989 haben sich gar fast verdreifacht (Anstieg um 194 %).² Auch hier sind die Werte mit dem Platzen der Bubble wieder gesunken; das Rekordniveau in Japan von über 38.900 Punkten hat der Index bis heute nicht mehr erreichen können, Mitte 2008 liegt er unter dem Niveau von 1986.

Zuletzt ist in den USA und in Japan die Zeit der Blase durch ein überdurchschnittliches Wachstum gekennzeichnet gewesen: Zwischen 1986 und 1990 war die japanische Wirtschaft jährlich um Werte zwischen 3 und 7 % und damit über dem Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre von 2,2 % gewachsen; anschließend konnte die japanische Wirtschaft diese Werte bis heute nicht mehr wiederholen. In den USA ist die Wirtschaft zwischen 2002 und 2007 jährlich um Werte zwischen 3 und 5 % gewachsen, auch das lag über dem Durchschnitt der letzten zwanzig Jahre von 2,9 %.

2.b Ähnliche Marktbedingungen

In den USA und in Japan ist die Blase in einem sehr ähnlichen Marktumfeld entstanden. Die Jahre vor Platzen der Blase bis zur Krise lassen sich in vier Phasen einteilen und analog dem Verlauf der Leitzinsen der Zentralbank darstellen.

¹ Urban Land Price Index (Japan), S&P/Case-Shiller Home Price Index (USA).

² Nikkei 225 (Japan), Dow Jones Industrial Average (USA).

- Phase I, ca. sechs bis vier Jahre vor Platzen der Blase (USA 2000–2002, Japan 1985–1986):

In dieser Phase findet eine Abkühlung der Wirtschaft vom letzten Aufschwung statt. In den USA ist dies die Folge der New Economy, in Japan unter anderem die Folge einer nominalen Aufwertung des Yen im Rahmen des Plaza-Abkommens.³ Der Leitzins wird von einem hohen Stand sukzessive auf einen historischen Tiefstand gesenkt: in den USA von 6,5 auf 1,75 %, in Japan von 5 auf 2,5 %.

- Phase II, ca. 4 bis 2 Jahre vor Platzen der Blase (USA 2002–2004, Japan 1986–1988):

In dieser Phase des Niedrigzinsumfelds wird nach alternativen, hochverzinslichen Geldanlagen gesucht. Die Kreditvergabe der Banken weitet sich aus, durch Spekulationen entsteht die Blase. Die Leitzinsen verbleiben auf niedrigem Niveau: In den USA werden sie zeitweise auf unter 1 % gesenkt, in Japan verharren sie bei 2,5 %.

- Phase III, 2 Jahre vor Platzen der Blasen bis zum Platzen selbst (USA 2004–2006, Japan 1988–1990):

In dieser Phase bläht sich die Blase auf und es findet eine Überhitzung der Wirtschaft statt. Die Spekulationen und die Kreditvergabe der Banken weiten sich auf immer breitere Felder aus. Um der Entwicklung entgegenzutreten erhöht die Zentralbank sukzessive die Leitzinsen: In den USA auf 5,25 %, in Japan auf 6 %.

- Phase IV, Platzen der Blase und Beginn der Finanzkrise (USA seit 2006, Japan nach 1990)

Durch das Platzen der Blase entsteht die Finanzkrise. Die Banken schränken die Kreditvergabe ein, die Krise weitet sich auf die Realwirtschaft aus. Um die Wirtschaft anzukurbeln, werden die Leitzinsen wieder gesenkt.

2.c Finanzielle Auswirkungen der Finanzkrise

Neben den ähnlichen Charakteristika der vorhergehenden Blase haben die Finanzkrisen in Japan und den USA auch eine ähnliche Größen-

³ Siehe z. B. Kuroda, H., “The ‘Nixon Shock’ and the ‘Plaza Agreement’: Lessons from Two Seemingly Failed Cases of Japan’s Exchange Rate Policy,” *China & World Economy*, 2004, 12 (1): S. 3–10.

ordnung. Der Internationale Währungsfonds schätzt die direkten Kosten der Subprime-Krise auf ca. 950 Mrd. Dollar.⁴ Im Vergleich dazu benennt er die Kosten der Finanzkrise Japans während der 1990er Jahre auf ca. 750 Mrd. Dollar. Die Kosten der Krisen haben also die Dimensionen eines Bruttoinlandprodukts (BIP) einer größeren Volkswirtschaft wie Holland, Mexiko oder Australien.

Allerdings ist Japan im Vergleich zur eigenen Wirtschaftsleistung härter getroffen worden als die USA: die Kosten entsprechen hier ca. 15 % des BIPs während die Kosten in den USA nur ca. 7 % des BIPs ausmachen.

3. Unterschiede

Neben den Gemeinsamkeiten zwischen den beiden Krisen gibt es aber auch Unterschiede. Diese sind a) in der verschiedenen Gruppe der betroffenen Kreditnehmer und b) in den bilanziellen und regionalen Auswirkungen der Krise zu sehen.

3.a Betroffene Kreditnehmer

Wie bereits beschrieben ist die Blase in Japan wie auch in den USA durch eine massive Ausweitung der Kredite entstanden. Während in Japan diese Kredite vor allem an Unternehmen vergeben worden waren, waren es in den USA besonders die privaten Haushalte, die sich in erhöhtem Maße verschuldet hatten.

Zum Verständnis der Situation in Japan ist die Entwicklung des Finanzsystems Ende der 1970er und Anfang der 1980er Jahre zu betrachten. In Japan hat nach dem Zweiten Weltkrieg ein kreditbasiertes Finanzsystem dominiert, das heißt, dass Unternehmen ihr Kapital weniger durch die Emission von Wertpapieren als primär durch die Kreditaufnahme bei Banken bezogen haben. Seit Ende der 1970er Jahre sind in Japan jedoch die Kapitalmärkte gestärkt worden.⁵

⁴ International Monetary Fund, *Global Stability Report—Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, 2008, S. 13.

⁵ Die Gründe hierfür sind unter anderem die steigende Staatsverschuldung aufgrund der Ölkrise in den 1970er Jahren, die für die Emission und den Handel von Staatsschuldpapieren eine Finanzmarktinfrastuktur benötigt hat, sowie die internationale Öffnung der Märkte zu der Zeit.

Somit trat besonders für die großen Unternehmen, dem klassischen Klientel der japanischen Banken, der Kapitalmarkt als Alternative zur Finanzierung auf. Da durch den gestiegenen Wettbewerb die Margen auf den einzelnen Kredit gesunken sind, mussten die Banken zur Kompensation die Kreditvergabe ausweiten. Sie suchten sich neue Kundschaft, die sie in kleineren und mittleren Unternehmen gefunden haben.

Des Weiteren ist besonders bei Unternehmen im Bausektor die Kreditvergabe ausgeweitet worden. Hintergrund ist hier, dass seit Kriegsende die Immobilienpreise stets gestiegen sind und somit die Investitionen in diesem Bereich besonders lukrativ wirkten.⁶ Schließlich galt bei diesen Unternehmen die Immobilie als Sicherheit für den Kredit im Falle eines Ausfalls. Sowohl Kreditgeber als auch Kreditnehmer sind hier von stets weiter steigenden Immobilienpreisen ausgegangen.

Insgesamt hat sich in Japan zu dieser Zeit innerhalb von fünf Jahren die Kreditvergabe an Unternehmen im Bausektor sowie an kleinere und mittlere Unternehmen verdoppelt.⁷

In den USA hingegen wandten sich die Banken verstärkt an private Haushalte. Im Gegensatz zu den gewöhnlichen Krediten an kreditwürdige Haushalte (*Prime Credit*), stieg seit 2001 die Kreditvergabe an kreditunwürdige Haushalte (*Subprime Credit*). Hintergrund waren hier zwei Aspekte. Zum einen sind in den USA seit Kriegsende analog zu Japan die Immobilienpreise stets gestiegen und es herrschte die Erwartung, dass diese weiter steigen würden. Die Immobilie selbst wurde als Sicherheit für den Kredit genommen und sollte im Falle eines Ausfalls den Betrag decken. Zum anderen wurden die Kredite von den Banken an eine derart breite Masse vergeben, dass der einzelne Ausfall durch die anderen Kredite kompensiert wurde. Zu der genaueren Methodik zur Streuung der Kredite wird im nächsten Kapitel eingegangen. Der verbesserte Zugang zu Kapital für sonst kreditunwürdige Haushalte hat somit die Nachfrage nach Wohneigentum gestärkt: Auf dem Höhepunkt der Blase 2005 hat die Anzahl der verkauften Häuser das Doppelte der Anzahl betragen, die im Durchschnitt zwischen 1990 und 1995 verkauft worden waren.⁸

⁶ Als Hintergrund sind hier stetiges Wirtschaftswachstum, Urbanisierung, Bevölkerungswachstum sowie Anlagen in stille Reserven aus Steuerzwecken zu nennen.

⁷ Okina, K. et al. (2001).

⁸ U.S. Census Bureau (<http://www.census.gov/const/C25Ann/soldstories.pdf>).

3.b Bilanzielle und regionale Auswirkungen

Ein wesentlicher Unterschied zwischen Japan und den USA ist der Umgang mit den Krediten durch die Banken nach der Vergabe selbst. In Japan wurden die Kredite (und dadurch auch die Risiken) nach der Vergabe in den Bankbüchern gehalten. Dagegen haben amerikanische Banken ihre *Subprime*-Kredite nach der Vergabe zu verschiedenen „Paketen“ gebündelt. Die Breite an Krediten hat es erlaubt, die Pakete in verschiedene Risikostufen einzuteilen und somit zu unterschiedlichen Zinssätzen zu vergeben. Die Pakete wurden am Kapitalmarkt verbrieft und dadurch an Investoren weitergereicht. Die eingehenden Zinsen aus den ursprünglichen Krediten selbst sind dann nicht mehr an die Bank geflossen, sondern an den Investor, der das Wertpapier besaß. Im Gegenzug dazu hat die Bank für die Emission der „Pakete“ Zinsen erhalten. Durch komplexe Finanzinstrumente konnten diese Pakete dann durch die Investoren wieder in weitere Pakete gebündelt und weitergereicht werden. Durch diese breite Streuung von Krediten und damit auch der Risiken hat sich letztlich auch die Kreditvergabe an einzelne kreditunwürdige Haushalte vereinfacht.

Dieser unterschiedliche Umgang mit den Krediten zwischen Japan und den USA hat vor allem die regionale Verteilung und Schärfe der Finanzkrisen beeinflusst: Die japanischen Banken hatten nach Platzen der Blase eine hohe Zahl fauler Kredite in den Büchern, die sie zu hohen Abschreibungen und Einschränkungen für weitere Kredite gezwungen haben. Die Finanzkrise war deswegen in ihrer ganzen Schärfe aber primär auf Japan begrenzt. In den USA hingegen sind die Risiken und Kredite auch durch die fortgeschrittene globale Vernetzung der Finanzmärkte in die ganze Welt verteilt worden. Nur etwa 36 % der gesamten Abschreibungen sind in Nordamerika angefallen, 58 % hingegen in Europa. Allein in Deutschland sind 14 % der gesamten Abschreibungen angefallen.⁹

4. Fazit

Die Finanzkrisen in Japan und in den USA sind beide Ergebnisse einer typischen Bubble: Merkmale hierfür sind steigende Immobilien- und Vermögenspreise sowie überdurchschnittliches Wirtschafts-

⁹ Stand: 19. Mai 2008, Bloomberg.

wachstum. Außerdem sind die Blasen in einem sehr ähnlichen Wirtschaftsumfeld entstanden, was besonders durch den fast identischen Verlauf der Leitzinsen erkenntlich ist. Auch die geschätzte Größe der beiden Finanzkrisen ist durchaus vergleichbar. In beiden Fällen waren zuletzt die steigenden Immobilienpreise der Beschleuniger für die verstärkte Kreditvergabe der Banken.

Andererseits gibt es auch wesentliche Unterschiede zwischen diesen beiden Krisen: so waren in Japan im Wesentlichen Unternehmen betroffen, während es jetzt in den USA hauptsächlich die privaten Haushalte traf. Der wichtigste Unterschied liegt jedoch im Umgang der Banken mit den Krediten nach der Vergabe: In Japan haben die faulen Kredite in den Bankbüchern die Finanzkrise zu einem langen, schwerwiegenden, jedoch rein nationalem Problem gemacht. Im Gegensatz dazu haben die Banken in den USA die Risiken und dadurch auch die Auswirkungen der Krise global verstreut. Möglicherweise könnte dieser Aspekt die amerikanische Wirtschaft vor dem japanischen Schicksal bewahren, das über ein Jahrzehnt unter der Finanzkrise gelitten hat.

Literaturliste

- Demyanyk, Y. & O. van Hemert, "Understanding the Subprime Mortgage Crisis," *Supervisory Policy Analysis Working Papers*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2007 (5).
- Kawai, M., "Reform of the Japanese banking system," *International Economics and Economic Policy*, 2005, 2 (4): S. 30–335.
- Kobayashi, K., "Subprime Loan Crisis – Lessons from Japan's Decade of Deception," *RIETI Report*, 2008 (93).
- Okina, K., Shirakawa, M. & S. Shiratsuka, "The Asset Price Bubble and Monetary Policy: Japan's Experience in the Late 1980s and the Lessons," *Monetary and Economic Studies*, 2001, February (Special Edition): S. 395–450.
- Reinhart, C. & K. Rogoff, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different – An International Historical Comparison," *NBER Working Paper* No. 13761, 2008.

Als Einstieg ins Thema Subprime-Krise empfiehlt sich auch der Eintrag bei Wikipedia unter "Subprime Mortgage Crisis".