

Berichte

Amerikanische Wohnungsfinanzierung — Versuch einer vergleichenden Studie —

Wie man weiß, haben Vergleiche eines gemeinsam: Sie hinken. Internationale Vergleiche hinken noch mehr als andere. Dennoch hat der Zweig der Nationalökonomie, der sich mit dem Vergleich verschiedener Wirtschaftssysteme befaßt, zum Verständnis nationaler Unterschiede in der Wirtschaftsorganisation erheblich beigetragen. Die Kenntnis verschiedener Finanzierungssysteme ist viel weniger entwickelt; so wenig, daß man mit ziemlich rudimentären Beschreibungen beginnen muß, bevor mehr systematische und umfassende Vergleiche möglich sind. Der Bedarf für eine vergleichende internationale Finanzierungslehre ist beträchtlich. Erstens ist dieses Gebiet trotz internationaler Kongresse und zahlreicher informeller Beziehungen zwischen Fachleuten in vielen Ländern voll von Mißverständnissen und falschen Analogien. Zweitens ist es für Vertreter unentwickelter Länder, die „Modelle“ für ein wirksames Finanzierungssystem suchen, außerordentlich schwierig, vergleichendes Material für die schon entwickelten Länder zu finden. Drittens bleibt der Vergleich nationaler Wirtschaftssysteme ohne Berücksichtigung der Finanzsysteme unvollständig.

Dieser Artikel ist als ein bescheidener Baustein zur vergleichenden Finanzierungslehre gedacht. Obwohl er sich nur mit der Wohnungsfinanzierung befaßt, kann das Thema der hinkenden Vergleiche sofort illustriert werden: Eine internationale Konferenz bringt den Geschäftsführer einer deutschen Hypothekenbank mit einem Amerikaner zusammen, der sich als „mortgage banker“ (Hypothekenbankier) vorstellt. Es klingt, als ob die beiden viel gemeinsam haben; das ist jedoch ein trügerischer Eindruck. Der Deutsche investiert langfristig in Hypotheken und nimmt die Mittel dafür durch die Begebung langfristiger Pfandbriefe auf. Der Amerikaner gewährt Hypotheken, die er schleunigst an Kreditinstitute oder Versicherungsgesellschaften verkauft und finanziert die Transaktionen mit kurzfristigem Bankkredit. Er leitet eine „mortgage company“. Der Deutsche mag sich über zu viel staatliche Aufsicht seiner

Bank beklagen. Die mortgage company des Amerikaners untersteht keiner Staatsaufsicht. Ein anderes Beispiel ist die Sparkasse: Oberflächlich betrachtet scheint die deutsche Sparkasse große Ähnlichkeit mit der amerikanischen mutual savings bank zu haben. Aber die deutsche Sparkasse ist im allgemeinen ein kommunales Institut, und dies können wenige Amerikaner voll verstehen. Die amerikanische savings bank ist ein Privatunternehmen, obwohl es die „mutual“-Form hat, d. h. es gehört rechtlich den Sparern und hat kein Aktienkapital. Außerdem darf das amerikanische Institut (mit wenigen Ausnahmen) keine Sichteinlagen annehmen oder sich mit dem Scheckverkehr befassen und keine kurzfristigen Konsumenten- oder Geschäftskredite geben. Das Girosystem ist in den Vereinigten Staaten unbekannt, obwohl es in moderner automatisierter Form in der Zukunft eine große Rolle spielen mag. Ein letztes Beispiel: Die savings and loan association wird oft mit der deutschen Bausparkasse gleichgestellt. Aber das ist wiederum trügerisch. Die amerikanischen Institute dürfen nur in erststelligen Hypotheken investieren, die deutschen Bausparkassen grundsätzlich nur in mehrstelligen. Die Bausparkassen sind nach dem Kollektivprinzip des Vorsparens organisiert. Die savings and loan associations haben dieses Prinzip seit ihrer Entstehung im 19. Jahrhundert längst aufgegeben. Wie andere Kreditinstitute, haben sie zwei verschiedene Kundenkreise, Sparer und Schuldner, die sich nur in Einzelfällen überschneiden.

Diese und andere Unterschiede sind so fundamental, daß man sie nicht einfach als semantische Probleme abtun kann. Wenn man nicht die Institute genau definiert, kann man mehr Verwirrung als Klarheit schaffen. Aus diesem Grunde werden wir die englischen Bezeichnungen benutzen und, wenn nötig, die Funktionen der Institute oder den Geschäftsverkehr beschreiben.

Allgemeine Züge der Wohnungsfinanzierung

Zur Einleitung ist es nützlich, einige allgemeine Charakteristiken der amerikanischen Wohnungsfinanzierung hervorzuheben. Wie der Titel sagt, befassen wir uns absichtlich nicht nur mit der Wohnungsbaufinanzierung. Mehr als in europäischen Ländern dienen Hypothekendarlehen in den USA nicht nur zur langfristigen Finanzierung von Neubauten, sondern auch des Umsatzes alter Eigenheime oder Mietwohnhäuser. Der lebhafte Kauf und Verkauf von Grundstücken hängt mit der großen geographischen und sozialen Mobilität der Amerikaner und mit den schnellen Änderungen des Charakters der einzelnen Stadtteile zusammen.

Man hat mit einiger Übertreibung gesagt, daß Amerikaner ihre Eigenheime wie Fahrräder kaufen und verkaufen. Diese Mobilität ist besonders wichtig, da 60 Prozent der städtischen Familien in Eigenheimen wohnen. Im Durchschnitt bleiben die Eigentümer nur weniger als zehn Jahre im selben Haus. Wenn ihr Einkommen steigt oder fällt, die Familie sich vergrößert oder verkleinert, oder der Stadtteil sich verschlechtert, ziehen sie im allgemeinen um. Der Eigentümer, der sein Haus verkauft, hat seine Hypothek schon zum Teil getilgt. Der Käufer braucht eine größere Hypothek, weil die Preise seit dem Zweiten Weltkrieg im allgemeinen kontinuierlich steigen. Nur in wenigen Fällen wird der Käufer die alte Hypothek übernehmen. Der Umsatz von Mietwohnhäusern scheint gleichfalls größer zu sein als in Deutschland und wird gewöhnlich ebenfalls mit steigenden Hypothekensummen finanziert.

Man schätzt, daß selbst in Jahren guter Baukonjunktur für drei bereits vorhandene Eigenheime nur ein neues Eigenheim verkauft wird. Statistische Berichte der Savings and Loan Associations, der Hypothekenspezialisten für Eigenheime, zeigen, daß 40 bis 50 Prozent ihrer jährlichen Darlehen zum Kauf „alter“ Häuser gewährt werden, 20 bis 35 Prozent für neue Häuser und der Rest für verschiedene andere Zwecke, einschließlich Hypotheken auf sonstige Grundstücke und zur Umfinanzierung¹. Ein offizielles Dokument schätzt, daß im allgemeinen nur 40 bis 50 Prozent der jährlich gewährten Wohnungshypotheken dem Neubau dienen². Im Gegensatz zu vielen europäischen Ländern gibt es jedoch in Amerika, dem Land der unbegrenzten Zahlenfriedhöfe über so viele andere Dinge, keine allgemeinen Statistiken über die Neubaufinanzierung. In der Praxis werden kurzfristige Baukredite häufig von denselben Instituten gewährt, die nach Fertigstellung die langfristige Hypothek geben. In anderen Fällen sind die Transaktionen getrennt; z. B. kann eine Geschäftsbank den Bau finanzieren und eine Versicherungsgesellschaft die Hypothekenfinanzierung übernehmen. In diesen Fällen hängt der Baukredit im allgemeinen davon ab, daß der Bauherr eine feste Hypothekenzusage hat. Spezialinstitute für Baukredite gibt es nicht.

Jedenfalls bedeutet der lebhafte Umsatz von bestehenden Grundstücken (bei steigenden Grundstückspreisen und der Tendenz der Käufer, ein möglichst hohes Darlehen zu erhalten), daß der Realkredit beträchtliche

¹ Fact Book 1970 of the United States Savings and Loan League (Chicago), S. 87.

² Second Annual Report on National Housing Goals, Message from the President of the United States, April 2, 1970 (Congressional document), S. 31.

Summen zur Umsatzfinanzierung wie auch zur Neubaufinanzierung bereitstellen muß.

Die Beleihungsgrenzen für erste Hypotheken sind in Amerika viel höher als in den meisten europäischen Ländern. Eine erste Hypothek über 65 Prozent des geschätzten Wertes gilt als niedrig. Manche Kreditinstitute, wie z. B. die Savings and Loan Associations, dürfen bis zu 90 Prozent des Wertes beleihen, besonders bei Eigenheimen. Die gesetzlichen Grenzen schwanken für verschiedene Kategorien von Kreditinstituten und auch von einem US-Staat zum anderen, da viele Institute der Gesetzgebung der Einzelstaaten und nicht der Bundesregierung unterstehen. Die Beleihungsgrenzen waren in früheren Jahrzehnten niedriger, mit dem Resultat, daß viele nachstellige Hypotheken aufgenommen wurden. Die Reform des Hypothekenmarktes während der Depression der dreißiger Jahre hat jedoch u. a. höhere Beleihungsgrenzen für erste Hypotheken eingeschlossen. In der Tat ist es für amerikanische Beobachter schwer zu verstehen, weshalb die Grenzen in Deutschland und anderen europäischen Ländern so niedrig sind. Das Risiko eines allgemeinen Preissturzes für bebaute Grundstücke wird als minimal angesehen; und das Risiko eines Preisrückgangs und der Zwangsversteigerung einzelner Objekte sollte im Prinzip von den Reserven der Bank gedeckt sein. Einige Fälle von unvorsichtiger Beleihung oder einer Überbewertung von Grundstücken haben zu Schwierigkeiten und Sanierungen von Kreditinstituten geführt. Untersuchungen haben im übrigen bewiesen, daß das Risiko in der Tat größer ist, je höher die Beleihungsgrenze liegt. Im großen und ganzen wird deshalb für Hypotheken mit einem hohen Beleihungsanteil ein höherer Zinssatz verlangt. Trotzdem werden relativ hohe erste Hypotheken allgemein als eine bessere Lösung betrachtet als die Kumulation von mehreren Darlehen, die für den Schuldner noch teurer und daher auch für den Darlehnsgeber noch riskanter sind.

Der Markt für nachstellige Hypotheken ist in Amerika unorganisiert und hängt meist von individuellen Geldgebern ab, da die Kreditinstitute solche Darlehen nicht geben dürfen. Städtische oder ähnliche Bürgschaften für nachstellige Hypotheken für den sozialen Wohnungsbau sind in Amerika unbekannt, obwohl, wie wir sehen werden, die staatliche Versicherung erster Hypotheken mit hohen Beleihungsgrenzen eine wichtige Rolle spielt. Statistisches Material über die aktuellen Beleihungsgrenzen für erste Hypotheken, die nicht von der Bundesregierung versichert sind, gibt es für Eigenheime. Zwischen 1965 und 1970 schwankten die Hypotheken für neue Eigenheime im Jahresdurchschnitt zwischen 72 und 74 Prozent des Kaufpreises; sie gingen selbst in den Monaten der größten Kredit-

schwierigkeiten nur auf 69 Prozent zurück. Für Darlehen auf alte Eigenheime war der Prozentsatz der Beleihung nur geringfügig niedriger. Savings and Loan Associations, die die höchsten gesetzlichen Beleihungsgrenzen haben, weisen Jahresdurchschnitte von 75 und 77 Prozent für neue und 74 bis 75 Prozent für alte Eigenheime aus³. Die Laufzeit der Hypotheken betrug im Durchschnitt 25 Jahre für neue und 22 bis 23 Jahre für alte Eigenheime.

Der amerikanische Wohnungshypothekenmarkt besteht aus zwei verschiedenen Sektoren: regierungs-versicherte und andere Hypotheken, die „konventionelle Hypotheken“ genannt werden. Im Jahre 1934, als eine der bahnbrechenden Reformen des „New Deal“, wurde die Federal Housing Administration (FHA) gegründet. Die Hauptfunktion der FHA ist es, erststellige Wohnungshypotheken zu versichern und auf diese Weise das Risiko des Darlehnsgebers zu verringern (die Versicherung deckt einen großen Teil des Verlustes im Falle der Zwangsversteigerung, aber nicht den gesamten Verlust). Ursprünglich hatte sie das Ziel, den Wohnungsbau und dadurch die Wirtschaft anzukurbeln. Die Hypotheken mußten wirtschaftlich tragbar sein. Die FHA soll, wie eine Versicherungsgesellschaft, ohne Subventionen auskommen. Die Darlehnsnehmer zahlen eine Versicherungsprämie ($\frac{1}{2}$ Prozent des durch Tilgung abnehmenden Hypothekenbetrags), aus der die FHA ihre Verwaltungskosten bestreitet und Rücklagen für Verluste bildet. In den letzten 15 Jahren sind die Funktionen der FHA in Richtung des sozialen Wohnungsbaus erweitert worden, mit zahlreichen Programmen, in denen die Bundesregierung einen größeren Teil des Risikos übernimmt und das Prinzip der wirtschaftlichen Tragbarkeit modifiziert worden ist: so z. B. bei Wohnungen im Zuge einer Stadterneuerung, für alte Leute, in alten Stadtteilen, usw. Seit einigen Jahren verwaltet die FHA auch gewisse Subventionen, die wir später im Zusammenhang mit der Finanzierung des sozialen Wohnungsbaus besprechen werden.

Am Ende des Zweiten Weltkriegs wurde ein ähnliches System der Darlehnssicherung für Kriegsveteranen eingeführt. In der Vergangenheit hatte Amerika für seine Kriegsveteranen mit Hospitälern und mit Bargeldzuschüssen gesorgt. Diesmal wurde die Gewährung von Zuschüssen

³ Monatsberichte des Federal Home Loan Bank. „Interest Rates and other Characteristics of Conventional First Mortgage Loans Originated by Major Types of Lender on Single-Family Homes.“ Diese Zahlen werden auch in dem monatlichen Journal of the Federal Home Loan Bank Board (Washington, D. C.) berichtet.

aufgegeben. Statt dessen konnten Veteranen auf Staatskosten studieren und Eigenheim-Hypotheken aufnehmen, die von der Regierung garantiert werden, während die Mittel hierfür von den Kreditinstituten aufgebracht werden. Diese Wohnungsdarlehen werden VA Hypotheken genannt, da sie von der Veterans Administration verwaltet werden, oder auch — weil der amerikanische Soldat gemeinhin als G.I. bezeichnet wird — G.I.-Hypotheken. Der Veteran braucht keine Versicherungsprämie zu zahlen, d. h. die Verwaltungskosten und Verluste werden direkt von der Regierung getragen⁴.

Um die Übersicht zu erleichtern, werden wir für diese beiden Programme den Sammelbegriff „regierungs-versicherte Hypotheken“ benutzen. Beide haben höhere Beleihungsgrenzen als die konventionellen Darlehen; für VA Hypotheken kann das Darlehen sogar bis zu 100 Prozent des Wertes gehen. Die regierungs-versicherten Hypotheken haben außerdem eine längere Laufzeit und müssen voll getilgt werden. Die Konkurrenz dieser Hypotheken hat dazu beigetragen, die Laufzeit aller Wohnungshypotheken zu verlängern und die Gesamttilgung allgemein einzuführen.

Die höhere Beleihung zeigt sich darin, daß im Jahre 1969 der Durchschnitt für FHA-versicherte Hypotheken 92 Prozent des Wertes der Eigenheime betrug. Die durchschnittliche Laufzeit betrug fast 30 Jahre für neue, und ungefähr 29 Jahre für alte Eigenheime. Wie aus diesen Zahlen (und anderen Statistiken) ersichtlich ist, sind die regierungs-versicherten Hypotheken hauptsächlich für den kleinen Mittelstand gedacht. Daß diese Darlehen sowohl auf alte als auch auf neue Eigenheime aufgenommen werden können, beweist wieder die Bedeutung des Grundstücksumsatzes. In der Tat hängt der Neubau von Eigenheimen zum großen Teil davon ab, daß Besitzer alter Eigenheime sie verkaufen und vom Erlös neue kaufen können, die moderner oder größer sind oder in besseren Gegenden liegen.

Die quantitative Bedeutung des regierungs-versicherten Sektors hat sich beträchtlich verändert. In der Mitte der fünfziger Jahre entfielen etwa 40 bis 50 Prozent des jährlichen Nettozuwachses der Wohnungshypothekensumme auf versicherte Darlehen. Zehn Jahre später waren es nur noch ungefähr 20 Prozent. In den letzten Jahren ist der Anteil

⁴ Die technischen Unterschiede zwischen der FHA Versicherung und der VA Garantie brauchen uns hier nicht zu beschäftigen. Es gibt auch direkte Staatsfinanzierung von G. I.-Hypotheken für gewisse Fälle; aber dieses Programm ist viel kleiner als das Garantie-Programm.

wieder auf über 35 Prozent gestiegen. In der Finanzierung des Neubaus ist eine ähnliche Entwicklung zu beobachten. Versicherte Hypotheken spielen eine größere Rolle beim Bau von Eigenheimen als von Mietwohnungen, obwohl die letzteren im gesamten Wohnungsbau an Bedeutung gewonnen haben. Die Änderungen des Anteils der versicherten Hypotheken hängen z. T. mit dem Maximalzinssatz für solche Hypotheken zusammen. Die erlaubten Maximalzinsen sind häufig den marktgerechten Zinsen zu spät angepaßt worden; diese Schwierigkeit ist jedoch in den letzten Jahren zum großen Teil behoben worden.

Schließlich wird in Amerika mehr Wert auf einen funktionsfähigen Sekundärmarkt für Hypotheken gelegt als in Europa. Das ist besonders seit der Einführung der regierungs-versicherten Hypotheken der Fall. Da diese Hypotheken ein minimales Risiko tragen und ihre Qualität wegen der Versicherung ziemlich standardisiert ist, gibt es einen recht aktiven Sekundärmarkt, auf dem Hypotheken gekauft und verkauft werden — nicht so schnell und reibungslos wie Wertpapiere, aber doch so häufig, daß z. B. über Preise oder Erträge (yields) für FHA Hypotheken getrennt für den Primär- und Sekundärmarkt berichtet wird. Die Bundesregierung hat besondere Institute geschaffen, die den Marktverkehr fördern und den Markt in Zeiten allgemeiner Kreditknappheit stützen. Diese „übergeordneten“ Institute haben in den vergangenen Jahren auch in Amerika eine Verbindung zwischen dem Wertpapiermarkt und dem Hypothekenmarkt hergestellt, die in Deutschland schon lange in der Form des Pfandbriefs vorhanden ist. Die *übergeordneten* Institute verschaffen sich nämlich die Mittel zum Hypothekenkauf durch Emission von Schuldverschreibungen. Diese Entwicklung wird später noch eingehender erörtert werden.

Die Darlehnsgeber im Hypothekenmarkt

Tab. 1 zeigt die Hauptdarlehnsgeber im Wohnungshypothekenmarkt und bietet die Gelegenheit, die verschiedenen Institute näher zu beschreiben. Die Zahlen wurden für drei 5-Jahresperioden zusammengefaßt, um die Marktstruktur hervorzuheben, da die jährlichen Beträge natürlich stärker schwanken.

Dem deutschen Leser wird sofort auffallen, daß die Hypothekenbank als solche nicht in der Tabelle erscheint. In der Tat gibt es keine Hypothekenbanken im europäischen Stil. Die langfristige Wohnungsfinanzierung wird hauptsächlich von vier anderen Institutsgruppen getragen, die sich die Mittel hierfür aus zwei Quellen beschaffen: aus Spareinlagen und

Versicherungsreserven. Der Rentenmarkt ist als Quelle der Hypothekenfinanzierung erst vor kurzem auf Umwegen erschlossen worden.

Die wichtigsten Darlehnsgeber sind die *Savings and Loan Associations*, die, wie schon erwähnt, nicht direkt mit Bausparkassen verglichen werden können. Da diese Institute hauptsächlich Hypotheken auf Eigenheime erwerben, ist ihre Bedeutung in diesem Bereich noch größer. Die Savings and Loan Associations sind die einzigen amerikanischen Kreditinstitute, die sich auf das Hypothekengeschäft spezialisiert haben. Von den Gesamtaktiva sind gewöhnlich 80 bis 90 Prozent in Hypotheken angelegt. Alle anderen Institute haben gemischte Aktiva („mixed-portfolio lenders“). Bis zum Jahre 1933 waren alle Associations von einem Einzelstaat zugelassen und beaufsichtigt. Seither gibt es sowohl „Federal“ Associations als auch „State“ Associations⁵. Die Mehrzahl sind „mutual“ Organisationen; sie haben also kein Aktienkapital und gehören formell den Spareinlegern. In gewissen Staaten, besonders Kalifornien, gibt es auch Associations in der Form von großen Aktiengesellschaften, deren Aktien an der Börse gehandelt werden. Die Spareinlagen waren bis zum Jahre 1965 fast alle kurzfristig, d. h. praktisch jederzeit einlösbar⁶. Die Savings and Loan Association war das Prototyp eines Instituts, das kurzfristig borgt, um langfristige Anlagen zu machen. Das hatte so lange keine negativen Konsequenzen wie die Institute einen höheren Sparzins boten als die Geschäftsbanken und Wertpapiererträge nicht beträchtlich höher waren als Sparzinsen. Das änderte sich in der zweiten Hälfte der 60er Jahre. Seit 1965 haben deshalb die Savings and Loan Associations höhere Zinsen für längerfristige größere Spareinlagen geboten. Zur Zeit gehören fast 40 Prozent der gesamten Einlagen zu dieser Kategorie. Das Nettoergebnis dieser „neuen“ Methode, die von europäischen Sparinstituten schon lange angewandt wird, war bisher nicht sehr eindrucksvoll: viele Sparer haben ihre Konten von regulären Einlagen in Spezialeinlagen mit höherem Zins umgewandelt. Ohne Einführung der Spezialkonten wären jedoch die Gesamteinlagen noch weniger gestiegen oder in vielen Fällen noch stärker gesunken.

⁵ Die Namen amerikanischer Kreditinstitute können den Ausländer irreführen. „National City Bank“ bedeutet nicht, daß das eine nationalisierte Bank ist, sondern nur, daß eine Behörde der Bundesregierung die Bank zugelassen hat und reguliert. „Federal Savings and Loan Association“ hat dieselbe Bedeutung.

⁶ Der Sparvertrag sieht vor, daß die Association Sparer auf eine Warte-
liste setzen kann; aus Konkurrenzgründen ist dies jedoch ohne praktische Bedeutung, außer in Sanierungsfällen.

Tabelle 1
**Nettozuwachs von Wohnungshypothesen für verschiedene Kategorien
 von Darlehnsgebern (Beträge in Milliarden Dollar)**

Kategorie	1955 - 1959		1960 - 1965		1966 - 1969	
	Betrag	Prozent	Betrag	Prozent	Betrag	Prozent
Savings and Loan Associations	25,7	42,5	43,0	52,9	35,6	40,7
Mutual Savings Banks	9,3	15,4	14,0	17,2	12,0	13,7
Commercial Banks	6,1	10,1	8,4	10,3	15,9	18,2
Life Insurance Companies	8,6	14,2	8,5	10,4	6,3	7,2
Zusammen	49,7	82,2	73,9	91,8	69,8	79,8
Private und Andere ^{a)}	6,5	10,8	7,5	9,2	5,1	5,8
Regierungsinstitute	4,2	7,0	— 0,1	—	12,6	14,4
Insgesamt	60,4	100,0	81,3	100,0	87,5	100,0

^{a)} Schließt nicht nur private Geldgeber ein, sondern auch Pensionfonds, mortgage companies, Vermögensverwalter, usw.

Quelle: Federal Reserve Board, basierend auf Berichten von verschiedenen Registrarsämtern. Da die Zahlen abgerundet sind, stimmen sie manchmal nicht genau mit den veröffentlichten Statistiken überein.

Die *Mutual Savings Banks* spielen in der Wohnungsfinanzierung keine so große Rolle wie die deutschen Sparkassen. Ihr Anteil betrug nach Tab. 1 nur 14 bis 17 Prozent der Gesamtsumme. Die Erklärung liegt darin, daß diese Institute im gesamten Spar- und Kreditwesen nicht so bedeutend sind wie die deutschen Sparkassen. Sie existieren nur in 18 von den 50 Staaten (und in Puerto Rico), und sind am stärksten an der Ostküste der Vereinigten Staaten vertreten. Ihre Gesamtaktiva betrugen Ende 1970 weniger als 80 Milliarden Dollar gegenüber 175 Milliarden der Savings and Loan Associations. Obwohl sie langfristige Anlagen verschiedener Art machen können, haben die Savings Banks seit dem Zweiten Weltkrieg einen großen Teil ihrer Mittel in Hypotheken investiert. Zur Zeit sind über 70 Prozent ihrer Gesamtaktiva in Hypotheken angelegt; davon ungefähr 65 Prozent allein in Wohnungshypotheken. Im Spareinlagengeschäft haben sie in den letzten Jahren ähnliche Schwierigkeiten gehabt wie die Savings and Loan Associations.

Daß auch *Commercial Banks* (Geschäftsbanken) an der langfristigen Wohnungsfinanzierung beteiligt sind, mag den Beobachter in Deutschland und bestimmt in England überraschen. Schon seit 50 bis 60 Jahren ist es den Banken innerhalb gewisser Grenzen erlaubt, Hypothekendarlehen zu geben; diese Grenzen sind mit der Zeit mehr und mehr ausgeweitet worden. Die „reine Banktheorie“ ist in Amerika nie völlig akzeptiert worden. Langfristige Anlagen wurden zudem auch dadurch gefördert, daß die Spardepositen beträchtlich zunahmen. Die Banken haben sich besonders seit Anfang der 60er Jahre bemüht, Sparkonten an sich zu ziehen. Sie waren die ersten, die für längerfristige Einlagen größerer Konten höhere Zinsen einführten. In den letzten Jahren waren die Spardepositen (savings and time deposits) ungefähr eben so hoch wie die Sichteinlagen (demand deposits). Obwohl viele Banken dazu neigen, erst andere Kunden zu befriedigen, bevor sie Grundstücke beleihen, und manche Großbanken in New York oder kleine Institute in landwirtschaftlichen Gebieten keine Hypothekendarlehen geben, werden die Geschäftsbanken insgesamt heute als eine permanente Quelle der Wohnungsfinanzierung betrachtet. Hypotheken bilden jedoch nur einen relativ kleinen Teil ihrer Gesamtaktiva: Zur Zeit sind es ungefähr 13 Prozent bei Hypotheken im allgemeinen und 8 Prozent bei Wohnungshypotheken.

Die Bedeutung der *Life Insurance Companies* in der Wohnungsfinanzierung ist zurückgegangen, zum Teil, weil diese Institute gewinnbringendere Anlagen gefunden haben, zum Teil aber auch, weil sie ein „balanciertes“ Investitions-Portfeuille vorziehen. Außerdem sind die Gesamt-

mittel der Lebensversicherungsgesellschaften seit Jahren relativ langsam gewachsen. Ungefähr 37 Prozent ihrer Gesamtaktiva sind in Hypotheken angelegt; dieser Prozentsatz, der Wohnungs- und andere Darlehen einschließt, hat sich in den letzten 7 oder 8 Jahren nicht viel geändert. Die Versicherungsgesellschaften, die hauptsächlich größere Objekte finanzieren, haben in den vergangenen Jahren eine interessante Variante eingeführt: Sie verlangen außer den üblichen Zins- und Tilgungszahlungen einen Gewinnanteil, oft „equity kicker“ genannt. Obwohl das vielleicht nur ein vorübergehendes Symptom der Kreditknappheit darstellt, ist es bezeichnend, daß sich ein langfristiger Darlehnsgläubiger auf diese Weise als Gewinnbeteiligter einschaltet und wohl auch gegen die Inflation zu schützen versucht.

Die Sammelkategorie *Private und Andere* bedarf einer Erklärung, da sie einige Darlehnsgeber einschließt, die zum Verständnis der Struktur der amerikanischen Wohnungsfinanzierung wichtig sind. Hierzu gehört die *Mortgage Company*, die bereits am Anfang dieses Artikels erwähnt wurde: Obwohl die Mortgage Company hauptsächlich Hypotheken gewährt, um sie an Kapitalsammelstellen zu verkaufen, hat sie jederzeit einen gewissen Bestand, da sie die Hypotheken, besonders auf Eigenheime, sammelt, bis sie einen ganzen Block anbieten kann. Die meisten Gesellschaften dieser Art haben Verträge mit Lebensversicherungsgesellschaften und anderen Instituten, für die sie zwei Funktionen ausüben: Sie sagen Hypotheken zu, die dann an ihre Vertragspartner übertragen werden, und sie verwalten diese Hypotheken im Auftrage ihrer Partner. Durch dieses Arrangement braucht z. B. eine Versicherungsgesellschaft keine Abteilungen oder Zweigstellen für das Beleihungsgeschäft aufrechtzuerhalten und kann sich eine detaillierte Buchführung ersparen. Manche Hypothekengesellschaften sagen auch Hypotheken auf eigenes Risiko zu und verkaufen sie zum bestmöglichen Preis. Ihr Gewinn kommt aus den Verkaufskommissionen, Verwaltungskommissionen und aus dem mehr risikanten Geschäft „auf eigene Faust“. Diese Firmen können also nicht einfach als Hypothekensmakler angesehen werden. Einige sind Großunternehmen mit einem Eigenkapital von vielen Millionen und Gesamtaktiva von mehr als 100 Millionen Dollar; außerdem können sie Hypotheken im Gesamtbetrag von einer Milliarde Dollar für andere Institute verwalten. Ihr Hauptgeschäft liegt in regierungs-versicherten Hypotheken.

Die Gruppe „Private und Andere“ schließt auch die *Pensionsfonds* ein, die seit dem Zweiten Weltkrieg außerordentlich schnell gewachsen sind und daher am Kapitalmarkt eine zunehmende Rolle spielen. Die Gesamt-

aktiva betragen z. Z. 150 Milliarden Dollar⁷. Die langjährigen Bemühungen, die Fonds auch an der Wohnungsfinanzierung zu interessieren, sind nicht sehr erfolgreich gewesen. Nur wenig mehr als 5 Prozent der Gesamtaktiva sind in Hypotheken angelegt. Die Leiter der Fonds sind meist Wertpapierfachleute; für sie ist es sehr viel einfacher, für 10 Millionen Dollar Wertpapiere zu kaufen als den gleichen Betrag in neuen Hypotheken anzulegen, selbst wenn die Mortgage Companies alle Kleinarbeit übernehmen.

Der private Kapitalgeber ist im Hypothekenmarkt unbedeutend. Wie in anderen Ländern ist auch die amerikanische Wohnungsfinanzierung stark „institutionalisiert“. Privatpersonen sind jedoch oft Geldgeber für nachstellende Hypotheken. Es sind häufig Verkäufer von Grundstücken, die eine zweite Hypothek als Teil der Verkaufstransaktion behalten, wenn der Käufer nicht genügend Mittel aus Eigenkapital und einer ersten Hypothek aufbringen kann (und wenn der Verkäufer keinen besseren Käufer findet). Diese Hypotheken werden „purchase money mortgages“ genannt.

Unter den „anderen“ Darlehnsgebern sind schließlich die *real estate investment trusts* vertreten, die in Deutschland als Immobilienfondsgesellschaft bekannt sind. Diese Gesellschaften sind erst seit 1968 - 1969 bedeutsamer geworden. In den Jahren 1969 und 1970 haben sie Anteile und Schuldverschreibungen von je einer Milliarde Dollar emittiert. Die Erlöse können in Baukrediten, langfristigen Hypotheken und direkt in Grundstücken angelegt werden. Da wegen der Kreditknappheit Baukredite zeitweilig sehr rentabel waren, haben sich viele Gesellschaften bisher auf diese Anlage konzentriert. Ihre zukünftige Entwicklung ist schwer abzuschätzen. Viele Fonds sind relativ klein. Einige größere Fonds, die von Großbanken und Versicherungsgesellschaften gegründet wurden, haben wohl bessere Erfolgsaussichten. Auf lange Sicht werden die Fonds vielleicht im direkten Grundstücksbesitz eine größere Rolle spielen als im langfristigen Hypothekengeschäft.

Die letzte Gruppe in Tab. 1 sind *Regierungsinstitute*, die besonders in den Jahren 1966 und 1969, als die Kreditknappheit außerordentlich große Dimensionen annahm, in erheblichem Umfang zur Wohnungsfinanzierung beitrugen. Diese „übergeordneten“ Institute, die weiter oben bereits erwähnt wurden, sind so wichtig geworden und so komplex, daß sie im nächsten Abschnitt gesondert erörtert werden.

⁷ Das schließt die Fonds für Privatangestellte und die Fonds für Angestellte von öffentlichen Behörden ein, mit Ausnahme der Bundesregierung und einiger Spezialfonds, die nur in Staatspapieren investieren.

Die übergeordneten Institute

Der deutsche Leser ist mit *übergeordneten* oder *zweistufigen* Kreditinstituten, wie den Girozentralen und Zentralkassen, völlig vertraut. Auch die gemischte Struktur der amerikanischen Institute dieser Art ist für den deutschen Beobachter nicht Neues. Obwohl der Begriff „öffentlich-rechtlich“ als solcher in den Vereinigten Staaten nicht existiert, kommen die Institute den öffentlich-rechtlichen Anstalten sehr nahe. Ihr Kapital mag vom Privatsektor aufgebracht werden und sie mögen mehr oder minder „marktkonform“ funktionieren; sie dienen jedoch öffentlichen Zwecken und die Bundesregierung hat einen gewissen Einfluß auf ihre Geschäftspolitik. Die Zeit, in der man einfach von einem privaten und einem öffentlichen Wirtschaftssektor sprechen konnte, ist auch in Amerika vorüber. Zwischen den beiden steht jetzt ein gemischter Sektor, dessen Konturen weniger scharf sind.

Die Wohnungsfinanzierung ist eines der Gebiete, in denen die gemischte Unternehmungsform schnell an Bedeutung gewonnen hat. Die *übergeordneten* Institute sind „Federally Sponsored Credit Agencies“, d. h., Kreditanstalten die von der Bundesregierung ins Leben gerufen und gefördert werden. Das bedeutet unter anderem, daß sie im Wertpapiermarkt „Federal agency status“ haben, d. h., sie werden als Regierungsanstalten angesehen, obwohl ihre Schuldverschreibungen nicht formell von der Bundesregierung garantiert sind. Dieser Status gibt ihnen einen Zinsvorteil von 0,25 bis 0,50 Prozent gegenüber hochklassigen privaten Emittenten von Wertpapieren mit ähnlicher Laufzeit. Andererseits müssen ihre Emissionen vom Bundesfinanzministerium genehmigt werden, um sie mit der Bundesfinanzierung (Federal debt management) zu koordinieren⁸. Die Anstalten haben unter dem Gesetz auch die Möglichkeit, im Notfall Regierungskredite zu erhalten⁹. Jedenfalls ist es klar, daß die Bundesregierung diese Institute nicht fallen lassen kann.

Das älteste zweistufige übergeordnete Kreditinstitut dieser Art ist das *Federal Home Loan Bank System*, das im Jahre 1932 gegründet wurde. Sein Hauptzweck ist es, kurzfristige und langfristige Darlehen an Savings and Loan Associations zu gewähren. Hierzu gehören Saisonkredite

⁸ Der allgemeine Wertpapiermarkt ist in Amerika nicht staatlich oder halbstaatlich reglementiert, wie in Schweden oder, informell, in Deutschland.

⁹ Davon ist bisher kein Gebrauch gemacht worden. Aber unter schwierigen Verhältnissen am Rentenmarkt haben die Anstalten Schuldverschreibungen bei verschiedenen Versicherungs- und anderen Spezialfonds der Bundesregierung platziert, die außerhalb des Bundesbudgets stehen.

(da die Sparsaison und die Hypothekengeschäftssaison nicht übereinstimmen), Kredite zur Überbrückung von unerwarteten Abhebungen von Spardepositen, und Kredite für Associations, deren örtliche Spareinlagen die örtliche Hypothekennachfrage nicht befriedigen können. Das Federal Home Loan Bank System besteht aus 12 regionalen Banken, die dem Federal Home Loan Bank Board in Washington und den Mitgliedsinstituten unterstehen¹⁰. Das Eigenkapital der Banken wurde ursprünglich von der Bundesregierung aufgebracht, ist aber seit vielen Jahren von den Mitgliedern des Systems übernommen worden, die einen Mindestbetrag an Bankaktien im Verhältnis zu ihrem Hypothekenbestand kaufen und weitere Aktien je nach ihrem Kreditbedarf erwerben müssen. Die Banken finanzieren ihre Kredite hauptsächlich durch Schuldverschreibungen. Sie haben eine weitere Finanzierungsquelle in kurzfristigen Einlagen derjenigen Mitglieder, die zeitweilig mehr Mittel zur Verfügung haben als sie gebrauchen. Die vereinfachte Bilanz der 12 Banken in Tab. 2 macht ihre Struktur klar.

Tabelle 2

Konsolidierte Bilanz der 12 Federal Home Loan Banks, September 1970
(Beträge in Millionen Dollar)

<i>Aktiva</i>		<i>Passiva</i>	
Kassenbestand und Guthaben	109	Mitgliedereinlagen	1 340
Regierungs-Schuldverschreibungen	2 400	Schuldverschreibungen	10 089
Kredite an Mitglieder	10 524	Andere Passiva	197
Andere Aktiva	460	Kapital:	
		Aktien ^{a)}	1 599
		Rücklagen ^{b)}	268
	<u>13 493</u>		<u>13 493</u>

a) Sämtlich im Besitz von Mitgliedsinstituten. Die Aktien sind nicht übertragbar. Die Dividenden sind bescheiden.

b) Einbehaltene Gewinne einschließlich gesetzlicher Rücklagen.

¹⁰ Der Board hat noch andere Funktionen, die für unsere Zwecke nicht relevant sind. Er ist die Aufsichtsbehörde für Federal Savings and Loan Association. Er leitet die Federal Savings and Loan Insurance Corporation, die die Spareinlagen in Savings and Loan Associations versichert, und hat deshalb auch eine gewisse Aufsicht über alle versicherten Institute dieser Art, einschließlich „state“ associations. — Obwohl andere Institute Mitglieder des Systems sein können, ist dies praktisch eine Anstalt für Savings and Loan Associations.

Das zweite übergeordnete Institut ist die *Federal National Mortgage Association* (FNMA), dessen Vorläufer auf das Jahr 1935 zurückgehen. Als die FHA Versicherung von Hypotheken eingeführt wurde, war man darauf bedacht, einen organisierten Sekundärmarkt zu schaffen, auf dem die Darlehnsgeber die Hypotheken verkaufen können. In der Depression bestand natürlich eine allgemeine Liquiditäts-Präferenz; man erwartete, daß die primären Kreditinstitute eher wieder Hypothekendarlehen gewähren würden, wenn sie sie wieder abstoßen könnten. Daher wurde die FNMA mit Staatsmitteln für den Ankauf und Verkauf von FHA-versicherten Hypotheken gegründet. Später wurde ihr Arbeitsbereich auch auf VA-garantierte Hypotheken ausgedehnt. Das Institut ist mehrmals reorganisiert worden, u. a., um es vom Bundesbudget und der direkten Regierungsfinanzierung unabhängiger zu machen. Die Hypothekenverkäufer mußten FNMA-Aktien im Verhältnis zu der jeweiligen Verkaufssumme erwerben, mit dem Erlös wurde das Regierungskapital zurückgezahlt. An Stelle der früheren Darlehen der Bundesregierung hat die FNMA eigenen Schuldverschreibungen emittiert. In der letzten Reorganisation, im Jahre 1968, ist das Institut völlig privatisiert worden; die Aktien werden jetzt an der Börse gehandelt. Gleichzeitig hat die FNMA aber die Privilegien, die zuvor als „Federal agency status“ beschrieben wurden, behalten; im Aufsichtsrat sind — gesetzlich vorgeschrieben — sowohl Regierungsbehörden als auch Privatfachleute vertreten; außerdem soll sich die Gesellschaft nach wie vor im öffentlichen Interesse betätigen.

Man könnte in einem solchen Fall eine philosophische Abhandlung über die Konsistenz privater und öffentlicher Zielsetzungen schreiben, besonders im Falle der Vereinigten Staaten, wo die gemischte Unternehmensform verhältnismäßig neu ist. Das müssen wir uns hier versagen. Statt dessen zeigen wir die Struktur der FNMA wieder in einer vereinfachten Bilanz (Tab. 3). Die Bilanz ähnelt der einer deutschen Hypothekenbank; nur die Laufzeiten der Schuldverschreibungen unterscheiden sich sehr stark voneinander. In der Tat hat sich die FNMA in den vergangenen 5 Jahren zum größten Teil kurzfristig refinanziert. Die durchschnittliche (gewogene) Laufzeit ging von 5 Jahren und 5 Monaten im Jahre 1964 auf 1 Jahr und 3 Monate im Jahre 1969 zurück. Da die Zinsen in der Zwischenzeit stark stiegen, hat das Institut alle Folgen einer kurzfristigen Verschuldung für langfristige Anlagen getragen. Der Zinsertrag des Hypothekenbestandes war zeitweilig geringer als die Zinskosten für die Schuldverschreibungen; die FNMA konnte deshalb nur aus anderen Erträgen, wie z. B. aus Provisionen für Hypotheken-

zusagen, einen kleinen Nettogewinn erzielen. Selbst die Spanne zwischen den Zinsen für *neue* Hypotheken und den Zinsen für *neue* Schuldverschreibungen wurde stark verringert. Diese Entwicklung wurde um so kritischer, als die FNMA in den Jahren 1966 - 1969 ihren Hypothekenbestand außerordentlich vergrößerte, um den Markt für versicherte Hypotheken zu stützen. Erst seit Mitte 1970 hat sich mit den fallenden Zinssätzen für Wertpapiere die Lage gebessert. Jetzt hat die FNMA wieder begonnen, längerfristige Schuldverschreibungen zu emittieren.

Tabelle 3

Vereinfachte Bilanz der Federal National Mortgage Association,
September 1970 (Beträge in Millionen Dollar)

<i>Aktiva</i>		<i>Passiva</i>	
Kassenbestand	25	Schatzanweisungen ^{a)}	3 345
Regierungs-Schuldverschreibungen	269	Schuldverschreibungen — 1 Jahr oder kürzer	4 260
Hypotheken	14 370	Schuldverschreibungen — länger als 1 Jahr	5 342
Baukredite	288	Sonderschuldverschreibungen	850
Andere Aktiva	237	Andere Passiva	1 067
		Kapital:	
		Aktien	275
		Rücklagen	50
Summe:	15 189	Summe:	15 189

a) „Discount notes“, alle kürzer als ein Jahr.

Natürlich wurde diese Finanzierungsmethode von vielen Fachleuten gerügt. Interessanterweise geschah das zur gleichen Zeit, als in Deutschland die Pfandbrief-Finanzierung der Hypothekenbanken ebenfalls kritisiert wurde, aber aus dem entgegengesetzten Grund: die Laufzeit sei im allgemeinen zu lang. In Amerika werden die Fristen und die Tilgung von Hypothekenschuldverschreibungen in der Zukunft wohl den voraussichtlichen Rückzahlungen der Hypothekendarlehen besser angepaßt werden. Die Rückzahlungen erfolgen im allgemeinen bedeutend schneller als die vertraglich vereinbarten Hypothekentilgungen.

Bis zum Jahre 1966 spielten das Federal Loan Bank System und die Federal National Mortgage Association eine verhältnismäßig bescheidene Rolle; sie haben dem Wohnungshypothekenmarkt lediglich von Zeit zu Zeit Spitzenausgleichssummen geliefert. Unter den schwierigen Kreditverhältnissen der Jahre 1966 und 1969 - 1970 erhielten sie jedoch eine strategische Bedeutung: Die Hypothekenankäufe der FNMA stiegen im Jahre 1966 auf 2,230 Millionen Dollar und repräsentierten 77 Prozent der Gesamtzunahme der versicherten Hypotheken. Im Jahre 1969 betrugen die Ankäufe 4,383 Millionen Dollar oder 59 Prozent der Gesamtzunahme. Die Kreditauszahlungen der Federal Home Loan Banks stiegen im selben Jahr auf 4,030 Millionen Dollar und waren damit etwas höher als der Zuwachs der Spareinlagen bei den Savings and Loan Associations. Seitdem haben die Spareinlagen wieder zugenommen und die primären Kreditinstitute haben ihr Hypothekengeschäft erweitern können. Die übergeordneten Anstalten haben deshalb ihre Marktstützung verringert.

Diese kritischen Jahre haben jedoch zur Gründung neuer zweistufiger Institute oder zur Erweiterung der Funktionen der vorhandenen Institute geführt — eine Bestätigung der Theorie, daß einschneidende Änderungen im Finanzierungssystem fast nur unter dem Druck von Krisen durchgeführt werden. Im Jahre 1970 wurde unter der Notgesetzgebung die Federal Home Loan Mortgage Corporation gegründet, um sowohl konventionelle als auch versicherte Hypotheken zu kaufen und verkaufen. Diese Gesellschaft untersteht dem Federal Home Loan Bank Board; das Kapital von 100 Millionen Dollar wurde von den 12 regionalen Banken aufgebracht. Die Hauptmittel werden aber aus der Begebung von Schuldverschreibungen kommen. Gleichzeitig wurde die FNMA autorisiert, auch konventionelle Hypotheken zu kaufen und zu verkaufen; ihr Arbeitsbereich wurde also vergrößert. Außerdem begann im Jahre 1970 eine weitere Regierungsanstalt, die Government National Mortgage Association (GNMA) Hypotheken-Schuldverschreibungen von verschiedenen Emittenten zu garantieren: Käufer dieser Schuldverschreibungen erhalten Zins- und Tilgungszahlungen selbst dann, wenn die Hypothekenschuldner in Rückstand kommen. Die Garantie gilt jedoch nur für regierungsversicherte Hypotheken. In fast 2 Jahren hat die GNMA Schuldverschreibungen von 3,9 Milliarden Dollar garantiert.

All dies klingt, und ist auch kompliziert. Warum zwei Institute für den An- und Verkauf von Hypotheken? Warum müssen Schuldverschreibungen, die durch versicherte Hypotheken gedeckt sind, noch von einer Regierungsanstalt garantiert werden? Die erste Frage kann nur politisch

beantwortet werden. Das Federal Home Loan Bank System und die Federal National Mortgage Association haben zwei verschiedene „Kundenkreise“, die Savings and Loan Associations im einen Fall und hauptsächlich Mortgage Companies und Geschäftsbanken im anderen. Man vertritt dem deutschen Leser kein Geheimnis, wenn man sagt, daß die moderne Wohnungsfinanzierung zum Teil eine politische Frage geworden ist. Die Gesetzgeber finden es leichter, Reformen durchzuführen, wenn mehr oder minder alle Interessenten befriedigt werden. Auch wird eine gewisse Konkurrenz zwischen Regierungsanstalten nicht notwendigerweise als ein Übel angesehen. Bezüglich der zweiten Frage ist zu sagen, daß die Idee von hypothekengedeckten Wertpapieren noch so neu ist, daß es schwierig und zu teuer wäre, Schuldverschreibungen ohne Staatsgarantie unterzubringen. Insgesamt stellt das alles einen Versuch dar, auf der Grundlage der bestehenden Struktur der Wohnungsfinanzierung Mittel aus dem Wertpapiermarkt anzuziehen, oder auf Umwegen das zu erreichen, was die europäischen Systeme mit ihren Hypothekenbanken, Sparkassen, Versicherungsgesellschaften, usw. schon lange getan haben, nämlich sowohl den Rentenmarkt als auch Spareinlagen und Versicherungsreserven als Quellen der Wohnungsfinanzierung zu benutzen.

Wenn man ein Wohnungsförderungssystem *de novo* einführen könnte, würde man sicherlich einfachere und klarere Formen vorziehen. Aber trotz der Kompliziertheit der jüngsten amerikanischen Methoden und trotz der Gefahr, daß mehrstufige Institute die Transaktionskosten erhöhen, ist diese Entwicklung doch zu begrüßen. Auf lange Sicht kann der Rentenmarkt jetzt Mittel zur Verfügung stellen, die sonst nicht dem Wohnungswesen zugute kommen würden. Zum Beispiel werden Pensionsfonds eher durch Hypotheken gedeckte Wertpapiere als unmittelbar Hypotheken erwerben. Das gleiche gilt für die den Geschäftsbanken anvertrauten Vermögensverwaltungen (bank-administered trust funds), mit Aktiva von ca. 120 Milliarden Dollar, von denen jetzt nur 2 Prozent in Hypotheken angelegt sind. Außerdem können die regierungsgestützten übergeordneten Institute in Zeiten der Kreditknappheit, in denen der Wohnungsbau besonders leidet, zusätzliche Mittel aufbringen. Nach unseren Schätzungen betrug der Anteil des Federal Home Loan Bank Systems und der FNMA am Gesamtzuwachs der Wohnungshypotheken 23 Prozent im Jahre 1966 und 41 Prozent im Jahre 1969. Der Rückgang der Neubauten war im letzten Jahre sehr viel milder als im Jahre 1966, z. T. wegen der stärkeren Intervention dieser Institute, obwohl die allgemeinen Kreditverhältnisse viel ungünstiger waren.

Natürlich ist eine solche Marktstützung nicht kostenlos. Die Sparinstitute haben sich beklagt, daß die zur Stützung emittierten hochverzinslichen Wertpapiere Sparer dazu bewog, ihre Guthaben in diese Wertpapiere umzuwandeln; infolgedessen konnten die Sparinstitute noch weniger Hypotheken gewähren. Aber eine solche Umschichtung, für die das neue Wort „disintermediation“ geprägt wurde, hätte auf jeden Fall stattgefunden; wegen der großen Bedeutung des amerikanischen Wertpapiermarktes hatten die Sparer viele Möglichkeiten, an Stelle von 5-prozentigen Spareinlagen 7- oder 8-prozentige hochklassige Schuldverschreibungen zu erwerben¹¹. Nach unseren Schätzungen war die Marktstützung der übergeordneten Wohnungsfinanzierungsinstitute ungefähr zu 80 Prozent wirksam, selbst wenn man die Umschichtung von Sparkonten in Wertpapiere dieser Institute berücksichtigt. Eine weitere Folge der Marktstützung war natürlich die Erhöhung der Wertpapierzinsen für Aktiengesellschaften, Länder, Städte und andere Emittenten, da im Jahre 1969 auf den Nettoabsatz von Schuldverschreibungen der FNMA und des Federal Home Loan Bank Systems 27 Prozent des Nettoabsatzes aller neuen Schuldverschreibungen entfielen. Das bedeutet im Prinzip jedoch nur, daß die Wohnungswirtschaft jetzt auf der gleichen Stufe steht wie andere wichtige Sektoren der Wirtschaft, die für ihre Finanzierung Zugang sowohl zum Wertpapiermarkt als auch zu anderen Kreditquellen haben. Jedenfalls kann man sich von dieser neuen Entwicklung eine Milderung der Schwankungen in der Wohnungsbaukonjunktur versprechen. Die übergeordneten Institute sollten sich unter günstigen Kreditverhältnissen von der Marktstützung zurückziehen, wie sie es seit Mitte 1970 auch getan haben (und z. B. Hypotheken verkaufen), und den Markt erst dann wieder stützen, wenn sich die Kreditverhältnisse wieder ändern. Die kurzfristigen Konjunkturwellen im Wohnungsbau sind zum großen Teil eine Funktion des Hypothekarkredits.

¹¹ Seit dem Herbst 1966 gibt es in Amerika von Regierungssämtern bestimmte Höchstzinssätze für alle Spareinlagen. Vorher waren nur Einlagen in Geschäftsbanken von solchen Sätzen betroffen. Aber selbst in einem unregulierten Sparmarkt hätten die Institute kaum viel höhere Zinsen zahlen können, da die Einnahmen aus ihren langfristigen Hypotheken- oder anderen Anlagen das nicht gestattet hätten. Zur Zeit wird ein Abbau der Zinsregulierung erwogen. — Es ist vielleicht bemerkenswert, daß die allgemeine Sparzinskontrolle in den Vereinigten Staaten eingeführt wurde, als sie in Deutschland gerade abgeschafft wurde. Allerdings sind „Richtsätze“ von Verbänden wegen der Antitrust-Gesetze unmöglich, und auch die Selbstdisziplin der Kreditinstitute ist viel weniger entwickelt.

Strukturell hat die neue Finanzierungsmethode auch den großen Vorteil, daß der Wertpapiermarkt nationale Dimensionen hat. Amerika ist ein großes Land. Wichtige Quellen der Wohnungsfinanzierung, wie z. B. die Savings and Loan Associations, sind ortsabhängig. Daher hat es immer ziemlich hohe örtliche und regionale Zinsunterschiede für Hypotheken mit ähnlichem Risiko gegeben. Diese Unterschiede können eher ausgeglichen werden, wenn Kapital leichter von einem Teil des Landes zum anderen fließen kann.

Finanzierung des sozialen Wohnungsbaus

Wie die allgemeine Wohnungsfinanzierung hat sich auch die Finanzierung des sozialen Wohnungsbaus in den letzten Jahren stark gewandelt. Das erste Programm dieser Art, „public housing“, geht auf das Jahr 1937 zurück. Die Bundesregierung zahlt hierbei den Städten für 40 Jahre Subventionen für neue Projekte; die Subventionen decken den gesamten jährlichen Schuldendienst (Zins und Tilgung). Obwohl die Regierung auch Bauzwischenkredite zur Verfügung stellt, wird das langfristige Kapital von den Städten selbst aufgebracht. Einer der Gründe dafür ist die in der Verfassung verankerte Anomalie, daß Schuldverschreibungen der Städte und Einzelstaaten steuerfrei sind und daher einen niedrigeren Zins tragen als die Schuldverschreibungen der Bundesregierung. Wegen des Subventionsvertrags sind die Kommunalanleihen für öffentliche Wohnungsprojekte natürlich außerordentlich sicher. Die Miete deckt nur die laufenden Unterhaltskosten, die Ansammlung von Reserven für Reparaturen und gewisse Zahlungen anstelle der Grundsteuer (die in Amerika verhältnismäßig hoch ist). Die Miete darf nicht mehr als 20 - 25 Prozent des Einkommens der Mieter betragen, mit Sondervorschriften für kinderreiche Familien und andere soziale Gruppen.

Dieses Programm hat jedoch nie größere Dimensionen angenommen. Seit dem Jahre 1937 sind insgesamt 850 000 Wohnungen gebaut worden, davon in den Jahren 1960 bis 1969 345 000; im gleichen Jahrzehnt sind dagegen fast 14 Millionen Wohnungen im Privatbau errichtet worden¹². „Public housing“ ist seit langer Zeit umstritten und hat auch seine ursprünglichen Befürworter in vieler Hinsicht enttäuscht. Das Programm wurde jedoch selbst von „konservativen“ Regierungen, wie die der Prä-

¹² „Wohnungen“ schließt Eigenheime wie auch Mietwohnungen ein. Eigenheime und Mietwohnungen, die mit regierungsversicherten Hypotheken finanziert sind, werden im Privatbau errichtet, da die Bauherren private Interessenten sind und keine Barsubventionen in Betracht kommen.

sidenten *Eisenhower* und *Nixon*, nicht aufgegeben; es ist in verhältnismäßig kleinem Maßstab weitergeführt und dabei auch reorganisiert worden. Gleichzeitig wurden neue Programme eingeführt, die das Gesamtvolumen des sozialen Wohnungsbaus bereits beträchtlich erhöht haben und in der Zukunft wohl eine noch größere Rolle spielen werden. Ohne in Einzelheiten einzugehen, haben diese Programme folgendes gemeinsam: Die Bauherren sind gemeinnützige oder private, gewinnbeschränkte Gesellschaften; die Hypotheken (bis auf fast 100 Prozent des Wertes) werden von der FHA versichert. Die Mittel hierfür kommen jedoch von den Kreditinstituten, der FNMA oder der schon erwähnten GNMA; die Bundesregierung zahlt den Bauherren lediglich Subventionen für minderbemittelte Familien.

Nach einigen experimentellen Subventionsformen, die inzwischen wieder aufgegeben wurden, gibt es jetzt hauptsächlich zwei: Subventionen für Familien in Miethäusern und für Eigenheime. Die Subventionen sind so bemessen, daß die Regierung den Unterschied zwischen dem Hypothekenmarktzins und dem Zins bezahlt, der es den Familien ermöglicht, nicht mehr als 25 Prozent ihres Einkommens für Miete oder nicht mehr als 20 Prozent für den Hypothekenschuldendienst auszugeben; die subventionierten Familien müssen jedoch mindestens die Tilgung und 1 Prozent Zins selbst bezahlen. Für den ausländischen Beobachter ist dabei wohl das erstaunlichste, daß es in Amerika, dem Land der Eigenheime, nun auch subventionierte „Eigentümer“ ihrer Wohnhäuser gibt. Das ist zum Teil ideologisch und zum Teil praktisch bedingt. Das Eigenheim ist in Amerika immer als Ideal betrachtet worden (und ist auch bei der Einkommensteuer begünstigt, da Hypothekenzinsen und Grundstücksteuern vom Einkommen abgezogen werden können). Folglich will man es auch armen Familien ermöglichen, am Ideal teilzuhaben. Praktisch hat das subventionierte Eigenheim den Vorteil, daß es der Eigentümer selbst unterhält, während bei den hohen amerikanischen Löhnen die Unterhaltung von Mietwohnungen sehr kostspielig ist¹³. Allerdings kommen diese neuen Programme mehr dem kleinen Mittelstand („moderate income families“) als wirklich armen Familien zugute. Grundsätzlich könnte das aber so geändert werden, daß die Bundesregierung einen Teil der Hypothekentilgung oder die gesamten Zinsen übernimmt und dadurch noch weniger Bemittelte einbezieht.

¹³ Im zuvor besprochenen „öffentlichen“ Wohnungsprogramm sind die laufenden Kosten so stark gestiegen, daß die Bundesregierung ihre Subventionen in vielen Fällen erhöht hat, um zu diesen Kosten beizutragen, obwohl dies in den Subventionsverträgen nicht vorgesehen war.

Der soziale Wohnungsbau hat unter den neuen Programmen rasch zugenommen, von weniger als 46 000 Wohnungen im Jahre 1967 auf fast 100 000 im Jahre 1969 und ungefähr 276 000 im Jahre 1970. Die Zukunft des sozialen Wohnungsbaus wird aber auf lange Sicht von dem Resultat der z. Z. breit erörterten Vorschläge für ein von der Bundesregierung finanziertes Mindesteinkommen abhängen. Manche Nationalökonominnen sind der Auffassung, daß Wohnungsbausubventionen abgeschafft werden sollten, wenn der Hauptgrund schlechter Wohnverhältnisse — die Armut — durch ein garantiertes Mindesteinkommen behoben ist. Andere, unter ihnen der Verfasser dieses Artikels, sind entgegengesetzter Ansicht. Erstens müßte das garantierte Einkommen viel höher sein als gegenwärtig vorgesehen, wenn Wohnungssubventionen unnötig werden sollen. Zweitens würde ein größeres Mindesteinkommen auf kurze Sicht dazu führen, die Nachfrage nach guten Wohnungen zu erhöhen, ohne daß das Angebot entsprechend steigen kann. Der jährliche Neubau erhöht die Gesamtzahl der bestehenden Wohnungen höchstens um 4 Prozent, die Zahl der Wohnungen zu mäßigen Preisen oder Mieten sogar noch weniger. Preise für alte Eigenheime oder Mieten für alte Wohnungen würden stark ansteigen, d. h. der Teil des Mindesteinkommens, den die Einkommensbezieher für bessere Wohnungen zu verwenden suchen, würde zu einer Wohnpreis-inflation führen. Wohnungssubventionen bleiben notwendig, um das *Angebot* billigerer Wohnungen zu erhöhen. Das mag sich auf lange Sicht ändern.

Möglicherweise wird schließlich eine Kombination von Mindesteinkommen und Wohnungssubventionen ins Leben gerufen werden: ein garantiertes Einkommen und Wohnungssubventionen (housing assistance payments), die direkt an gewisse Familien ausgezahlt werden. Die Familien würden eine freie Wahl der Wohnung haben, so lange sie einer Mindestqualität entspricht. Auf diese Weise würde man allmählich von „Projekten“ für Minderbemittelte abkommen und die Gefahr verringern, daß Subventionen anderen als den beabsichtigten Nutznießern, wie z. B. Bauherren und Grundstücksverkäufern, zugute kommen.

Zusammenfassung

Die amerikanische Wohnungsfinanzierung hat sich innerhalb einer Generation stark gewandelt. Unter den besonders bemerkenswerten Änderungen ist die Regierungsversicherung von Wohnungshypotheken, die allgemeine Tendenz zu hohen langfristigen ersten Hypotheken, und die

Gründung übergeordneter, gemischtwirtschaftlicher Institute, die dem Wohnungssektor Zugang zum Wertpapiermarkt eröffnet haben. Die Finanzierung des sozialen Wohnungsbaus ist gleichfalls im Wandel. Obwohl der Begriff der „sozialen Marktwirtschaft“ in Amerika nicht bekannt ist, hat sich das System der Wohnungsfinanzierung, wie fast in allen anderen fortschrittlichen Staaten, zweifellos in dieser Richtung entwickelt. In einem Land, das ideologisch noch an den freien Wettbewerb gekettet zu sein scheint, ist das eine revolutionäre Wandlung. Die umfassende Sozialversicherung und die Pläne für ein garantiertes Mindesteinkommen sind weitere Beispiele einer Realität, die schon lange nicht mehr der traditionellen Ideologie entspricht.

Wie effizient ist die amerikanische Wohnungsfinanzierung? Darauf gibt es keine befriedigende Antwort. Man kann annehmen, daß ein logischer Zusammenhang zwischen den Finanzierungsmöglichkeiten und dem Wohnniveau besteht. Trotz der berüchtigten Slums ist das amerikanische Niveau im allgemeinen hoch und hat sich seit dem Weltkrieg beträchtlich verbessert¹⁴. Ungefähr 80 Prozent der Eigenheime und Mietwohnungen sind von akzeptabler oder besserer Qualität, und die Wohndichte (Personen je Wohnung oder je Zimmer) ist im Vergleich mit anderen Ländern außergewöhnlich gering. Daß sich 60 Prozent der Familien Eigenheime leisten können (meist auf Abzahlung) zeigt ebenfalls ein hohes Niveau an, denn Eigenheime sind im allgemeinen größer und besser ausgestattet als Mietwohnungen. Aber wie weit das hohe Niveau den Finanzierungsmethoden oder anderen Umständen, wie z. B. dem hohen Durchschnittseinkommen, zuzuschreiben ist, kann man nicht sagen. Außerdem gibt es noch andere Maßstäbe, die über die Wohnungsqualität hinausgehen. Zum Beispiel ist der Vorteil des Eigenheimbesitzes in vielen Fällen auf Kosten immer längerer Entfernungen zwischen Wohnung und Arbeitsstelle erkaufte worden.

Internationale Vergleiche sind noch viel schwieriger. Man könnte annehmen, daß sich die Effizienz der Wohnungsfinanzierung in der Spanne zwischen dem Hypothekenzins und dem Zins für „risikolose“ Anlagen ähnlicher Laufzeit, wie z. B. staatliche Schuldverschreibungen, ausdrückt. Je niedriger die Spanne, desto wirksamer ist der Hypothekenmarkt organisiert. Aber der durchschnittliche Hypothekenzins in verschiedenen Län-

¹⁴ Die Wohnungsnot ist besonders unter der Minoritätsbevölkerung, wie Neger und Einwanderer aus Puerto Rico und Mexiko, verbreitet, z. T. aus Armut und z. T. wegen Diskriminierung.

dern hängt u. a. von der Mischung von Groß- und Kleinobjekten (Eigenheimen), vom Anteil erst- und nachstelliger Darlehen und von Beleihungsgrenzen ab — Faktoren, die entweder die Transaktionskosten oder das Risiko beeinflussen. Auch ist das Risiko aus anderen Gründen nicht überall dasselbe. Wie am Anfang erwähnt wurde, ist das Risiko in Amerika schon dadurch größer als in Europa, daß sich Stadtteile, und damit Grundstückswerte, viel schneller ändern können. Außerdem ist die Spanne zwischen Hypothekenzinsen und Zinsen für staatliche, langfristige Schuldverschreibungen nach amerikanischer Erfahrung sehr unstabil; sie hängt von den allgemeinen Kreditverhältnissen ab. Und schließlich müßten noch viele statistische Vorarbeiten für verlässliche Berichte über Hypothekenzinsen geleistet werden. Aus ähnlichen Gründen kann auch die Spanne zwischen Hypothekenzinsen und den Zinsen, die Kreditinstitute für ihre Mittel bezahlen, für internationale Vergleiche irreführend sein. Doch könnte man vielleicht mit verhältnismäßig kleinen experimentellen Studien bestimmter Institute, deren Funktionen sich wirklich stark ähneln, beginnen.

Wie die Kapitalmarktstudie der OECD ausführt, „the concept of the efficiency of a financial system is very difficult to define objectively“. Nach den Maßstäben dieser Studie kann man jedoch die amerikanische Wohnungsfinanzierung als verhältnismäßig effizient ansehen. „The principal determinant of a market's efficiency seems to be its ‚fluidity‘ — a concept comprising a whole group of characteristics . . . which include active competition between financial intermediaries, a wide range of financial instruments and securities to meet the preferences of savers and users, mobility of funds between sectors, plentiful information, etc¹⁵.“ Die Flüssigkeit des Hypothekenmarktes ist durch die zweistufigen Institute, die Hypotheken kaufen und verkaufen, verstärkt worden. Die Konkurrenz der Kreditinstitute ist im großen und ganzen aktiv, mit Ausnahme von Kleinstädten, in denen der Darlehnsnehmer nur eine beschränkte Anzahl von Darlehnsgebern findet. Der kürzlich errungene Zugang zum Wertpapiermarkt hat eine neue Finanzierungsquelle erschlossen und wird weiter zur Mobilität von Kapitalmitteln beitragen. Historisch stark ortgebunden und allein dadurch nicht optimal, hat sich die amerikanische Wohnungsfinanzierung mit Staatshilfe mehr und mehr zu einem nationalen System entwickelt.

Leo Grebler, Los Angeles

¹⁵ *Ibid.*, S. 11 - 12.

Summary

American Housing Financing Attempt at a Comparative Study

Within a single generation, American financing of housing has undergone a great change. Among the especially remarkable alterations are government insurance of housing mortgages, the general trend towards high, long-term, first mortgages, and the establishment of higher-level, mixed institutions which have given the housing sector access to the securities market. The financing of social housing construction is similarly in a state of flux. Although the term "social market economy" is unknown in America, the housing financing system there, as in nearly all progressive countries, has undoubtedly developed in that direction. In a country that still seems to be fettered ideologically to free competition, this is a revolutionary change. The comprehensive social security insurance and the plans for a guaranteed minimum income are further examples of a reality which has long since ceased to match up with the traditional ideology.

How efficient is American housing financing? There is no satisfactory answer to this question. It can be assumed that there is a logical connection between financing possibilities and the standard of housing. For all the notorious slums, the American standard is generally high and has improved substantially since World War. Roughly 80 per cent of owner-occupied homes and rented housing units are of acceptable or better quality, and the degree of crowding (persons per dwelling or room) is extraordinarily low as compared with other countries. The fact that 60 per cent of all families can afford owner-occupied homes (mostly on the instalment plan) is likewise indicative of a high standard, for owner-occupied homes are generally larger and better equipped than rented housing units. But it is impossible to say to what extent the high standard is attributable to the financing methods or to other circumstances such as, for instance, the high average income. Furthermore, there are other yardsticks which go beyond the quality of dwellings. For example, the benefit of owning one's own home has in many cases been bought at the cost of increasingly longer distances between home and job.

International comparisons are even more difficult. It might be assumed that the efficiency of housing financing is expressed by the difference between the mortgage interest rate and the interest rate for "riskless" investments of similar duration, e. g. government bonds. The narrower that margin, the more effective is the organization of the mortgage market. But the average mortgage interest rate in various countries is dependent among other things on the mix of large and small objects (owner-occupied homes), on the proportion of first-mortgage and lower-priority loans and on loan limits — factors which influence either the costs of the transaction or the risk. For other reasons the risk, too, is not the same everywhere. As mentioned at the beginning, the risk in America is greater than in Europe simply because urban districts, and

hence real estate values, can change much more rapidly. Moreover, the margin between mortgage interest and interest on government long-term bonds is very unstable in American experience; it depends on general credit conditions. Finally, there is still a great deal of preliminary statistical work that ought to be done to obtain reliable reports on mortgage interest rates. For similar reasons the margin between mortgage interest rates and the rates banks pay for their funds may be misleading for international comparisons. But perhaps a start could be made with relatively small experimental studies of certain institutions whose functions are really highly similar.

The capital market study of the OECD states "the concept of the efficiency of a financial system is very difficult to define objectively". According to the standards applied in this study, however, American housing financing may be regarded as relatively efficient. "The principal determinant of a market's efficiency seems to be its 'fluidity' — a concept comprising a whole group of characteristics . . . which include active competition between financial intermediaries, a wide range of financial instruments and securities to meet the preferences of savers and users, mobility of funds between sectors, plentiful information, etc." The fluidity of the mortgage market has been enhanced by the two-level institutions which buy and sell mortgages. On the whole, competition between banks is active, with the exception of small towns in which borrowers find only a limited number of lenders. The recently achieved access to the securities market has opened up a new source of finance and will make a further contribution to the mobility of capital funds. American housing financing was historically very much localized and for that reason alone not optimal, but with government aid it has developed more and more into a national system.

Résumé

Financement du logement aux Etats-Unis: essai d'étude comparée

En une génération, le financement américain du logement a subi de profondes modifications; parmi les plus significatives, l'on citera l'assurance publique des hypothèques immobilières, la tendance générale à des hypothèques élevées 1er rang à long terme et la fondation d'établissements centraux d'économie mixte qui ont permis au secteur du logement d'accéder au marché des valeurs mobilières. Le financement du logement social est également en pleine mutation. Quoique la notion « d'économie sociale de marché » soit inconnue aux Etats-Unis, le système du financement du logement social a pris la même direction que dans la plupart des autres Etats développés. Dans un pays qui semble encore idéologiquement enchaîné à la libre concurrence, c'est une mutation révolutionnaire. Un système d'assurances sociales en évolution et des projets de salaire minimum garanti sont d'autres exemples d'une réalité qui depuis longtemps ne correspond plus à l'idéologie traditionnelle.

Quelle est l'efficiencia du financement américain de la construction de logements? Il n'est à ce propos pas de réponse satisfaisante. L'on admettra qu'il existe un rapport logique entre les possibilités de financement et le niveau de l'habitat. En dépit de quartiers de taudis renommés, le niveau du logement est généralement élevé et s'est fortement amélioré depuis la dernière guerre mondiale. Environ 80 % des maisons et appartements sont de qualité acceptable ou supérieure, et la densité d'occupation (le nombre de personnes par logement ou par pièce) est très réduite, comparée à d'autres pays.

Qua 60 % des ménages puissent s'offrir leur propre maison (en général à crédit) indique également un niveau élevé, car ces maisons sont très généralement plus spacieuses et mieux équipées que les logements locatifs. Mais il est impossible de déceler dans quelle mesure ce niveau élevé procède des méthodes de financement ou d'autres éléments, tels par exemple des revenus moyens élevés. Au surplus, d'autres critères que la qualité du logement entrent en ligne de compte. Par exemple, l'avantage de la propriété d'une maison est dans bien des cas plus décisif que la proximité du lieu de travail.

Il est encore plus difficile d'établir des comparaisons internationales. L'on pourrait admettre que l'efficiencia du financement du logement se traduit par la marge constatée entre le taux du prêt hypothécaire et le taux du placement « sans risque » de même durée, par exemple d'obligations d'Etat. Au plus la marge est étroite, au plus est efficace l'organisation du marché hypothécaire. Mais le taux moyen du prêt hypothécaire dans divers pays dépend notamment de l'importance de l'objet garanti (maison), du partage entre prêts en premier rang et en rang secondaire, et des plafonds d'emprunts, facteurs qui influencent les coûts de l'opération ou le risque. Par ailleurs, le risque n'est pas identique partout pour d'autres motifs. Comme l'auteur l'a dit au début de son article, le risque est déjà plus grand en Amérique qu'en Europe du simple fait que les quartiers urbains, et par conséquent la valeur des terrains, peuvent se modifier plus rapidement. En outre, l'écart entre le taux des prêts hypothécaires et le taux des obligations d'Etat à long terme est très instable si l'on en croit l'expérience américaine; il dépend en effet des conditions générales du crédit. Enfin, il serait indispensable d'effectuer encore de nombreux travaux préparatoires pour disposer de rapports dignes de confiance sur les taux des prêts hypothécaires. Des raisons similaires font penser que la marge entre les taux hypothécaires et ceux que les établissements financiers paient pour les fonds récoltés peut conduire à de fausses conclusions. Mais il devrait être possible de commencer par des études expérimentales relativement modestes d'établissements dont les fonctions sont suffisamment proches.

Une étude des marchés de capitaux de l'OCDE précise exactement que le concept de l'efficiencia d'un système financier est extrêmement difficile à définir objectivement. Sur base des critères de cette étude, l'on peut cependant considérer le système américain de financement du logement comme efficace: La caractéristique principale de l'efficiencia d'un marché semble être sa « fluidité »,

concept englobant un groupe important d'éléments ... Comptant notamment une concurrence active entre intermédiaires financiers, une large gamme d'instruments financiers et de garanties qui rencontre les préférences des épargnants et des utilisateurs, la mobilité des fonds entre les secteurs, une information parfaite, etc. ...

La fluidité du marché hypothécaire a été renforcée par le système des institutions à deux degrés, qui achètent et vendent des hypothèques. La compétition entre établissements financiers est généralement active, sauf dans les petits centres où l'emprunteur n'a guère le choix du bailleur de fonds. L'accès au marché des titres récemment acquis offre de nouvelles sources de financement et contribuera à la mobilité des moyens financiers. Historiquement très local et dès lors loin d'être optimal, le système américain de financement du logement avec aide de l'Etat s'est de plus en plus développé en un régime national.