

Die europäischen Immobilienmärkte in der Finanzkrise

Vor gut zwei Jahren brach die US-Subprime Krise aus, die durch gestörtes Zahlungsverhalten infolge leichtfertiger Kreditvergabe und steigender Zinsen im Eigenheimfinanzierungsgeschäft mit zweitklassigen US-amerikanischen Kreditnehmern ausgelöst wurde. Die Probleme wuchsen rasch zu einer umfassenden Immobilienkrise an, die sich in zunehmenden Zwangsversteigerungen, einem Überangebot an Wohnimmobilien mit gleichzeitig fallenden Preisen – der damals völlig überbewerteten – Immobilien und Kreditausfällen/Forderungsabschreibungen bei den Banken manifestierte. Da die Hypothekendarlehen von den Banken zu ihrer Refinanzierung überwiegend verbrieft und am Kapitalmarkt verkauft wurden, gelangten sie auch in die Bücher nationaler und internationaler Investoren (andere Banken, Fonds, Versicherungen uam.), die diese Forderungspapiere wieder neu mischten („Derivate“) und weiter veräußerten oder an außerbilanzielle Zweckgesellschaften (SIVs) - eigenkapitalschonend aber häufig mit Liquiditätsgarantien - auslagerten. Der Wertverfall dieser verbrieften Forderungen bzw. deren Derivate führte zunächst zu zögerlicher bis schließlich ausbleibender Refinanzierung am Kapitalmarkt. Notverkäufe der Papiere mit sinkenden Preisen und die Einforderung der Liquiditätsgarantien waren die Folge. Dies führte zu massiven Wertverlusten/Abschreibungen bei den Investoren sowie einem beträchtlichen Liquiditätsengpass auf den Refinanzierungsmärkten und mündete – mangels Transparenz dieses weltweiten Marktes – in einer allgemeinen Vertrauenskrise zwischen den Banken (Finanzkrise!).

Diese Problemlage trifft nun in Europa auf einige Immobilienmärkte, deren Preise in der Vergangenheit ähnlich oder sogar stärker stiegen als in den USA und die als gefährlich überbewertet gelten (Immobilienblase!). Niedrige Kreditzinsen und der Wunsch nach einem Eigenheim, Spekulationsobjekt (Zweitwohnungen) u./o. ein beträchtlicher Nachholbedarf (v.a. Mitteleuropa) waren die Markttreiber für einen Bauboom, der zu beträchtlich überhöhten Preisen führte. Zum Unterschied von den USA ist in Europa ein (Primär-) Subprime-Markt aber weitgehend unbekannt, nur mit wenigen Ausnahmen wurden Finanzierungen von 100% und mehr vergeben. Trotzdem steigen auch in Europa die Ausfallraten bei Hypothekendarlehen zweistellig, was die Banken zu einer vorsichtigeren Kreditvergabe (Prüfung, Konditionen, Sicherheiten) zwingt. Mit Folgen: erhalten die Kunden keine Hypothekendarlehen zu für sie vertretbaren Bedingungen, können sie das Angebot des Immobilienmarktes nicht abnehmen (zunehmende Leerstände) oder müssen verkaufen (zunehmender Preisverfall).

Da die (Hypotheken-) Banken wg. des o.a. Szenarios ausgereichte Darlehen nicht mehr hinreichend verbrieft bzw. an die Kapitalmärkte weitergeben können und deshalb ihre Liquidität nur sehr selektiv verwenden, d.h. Darlehen nur mehr restriktiv u./o. mit erhöhten Risikoaufschlägen vergeben/verlängern, gerieten die Preise für Wohnimmobilien in einigen europäischen Ländern – allen voran Spanien und Großbritannien, aber auch in Irland und den baltischen Staaten – zuletzt mächtig unter Druck.

Spanien

Im Hinblick auf den spanischen Immobilienmarkt werden von europäischen und internationalen Organisationen (EU-Kommission, OECD, BIZ) schon seit knapp fünf Jahren wiederkehrende Warnungen vor der Gefahr einer Immobilienkrise bzw. dem Platzen einer Immobilienblase wg. beträchtlich überbewerteter Hauspreise - mit weitreichenden Folgen für die nationale und europäische Konjunktur - ausgesprochen. In einem beispiellosen Bauboom wurden hier jährlich mehr neue Wohnungen (inkl. Ferienwohnungen) gebaut als in Deutschland, Frankreich und Italien zusammen. Die Bauindustrie avancierte mit über 16% des BIP zu einem der wichtigsten Sektoren des Landes. Und die Preise kletterten zweistellig. Diese – v.a. kreditgetragene – Entwicklung korrespondiert mit einer steigenden Verschuldung der spanischen Haushalte, die sich angesichts niedriger (Einstiegs-) Zinsen, die deutlich unter den Mietbelastungen lagen, und der Aussicht auf erheblich gestiegene Verkaufspreise, beträchtlich – und häufig rein spekulativ – verschuldeten (vgl. bar den US-Haushalten). Vor diesem Hintergrund wurden von Privatanlegern häufig freie Mittel eher in – scheinbar sichere und lukrative – Immobilien investiert als in – unsichere – Aktien oder auf das

niedrig verzinste Sparkonto gelegt, was die Sparquote - und damit die Refinanzierungsbasis der Banken - entsprechend sinken ließ.

Im Zusammenhang mit der nach Europa übergeschwappten Finanzkrise (Refinanzierungsengpass!) und steigenden Zinsen trübt sich die Lage des Immobiliensektors aktuell dramatisch ein. Restriktivere Kreditvergabe (Prüfung, Konditionen, Sicherheiten) und gestiegene Zinsbelastung für die Haushalte (auch Hypothekenkredite werden in Spanien zumeist an den variablen - und zuletzt gestiegenen - Interbankensatz Euribor gekoppelt) führten zu um ein Drittel gesunkene Nachfrage am Markt für Eigenheime, zunehmenden Zahlungsrückständen (1%, rasch steigend), Zwangsversteigerungen und Ausfällen, sinkenden Preisen (20% bis 2011) und steigenden Leerständen (z.Zt. 15%).

Besonders und unmittelbar betroffen von dieser Entwicklung ist der Bausektor: halbierte Neubauprojekte und gestiegener Rückstau nicht verkaufter Wohnungen wg. eingebrochener Nachfrage führten bereits zur Insolvenz des größten spanischen Immobilienunternehmens und zahlreicher Immo-Makler sowie Zulieferer – eine Entwicklung, die sich baw. fortsetzen dürfte (und zu weiteren halbfertigen Bauruinen führt, deren investierte Baukosten verloren gehen).

Die – negativen – Auswirkungen auf die bislang prosperierende spanische Konjunktur und den Arbeitsmarkt sind in ihrem Ausmaß noch nicht exakt abzuschätzen, dürften aber signifikant sein – eine Rezession wird nicht mehr ausgeschlossen.

Zur Abfederung dieser Krise will die Regierung bis 2010 60 Mrd.€ bereit stellen, von denen 10 Mrd.€ zur Verbesserung der finanziellen Lage von besonders betroffenen Familien designiert sind.

Diese Finanzspritze wird nicht zuletzt den Banken zugute kommen, die teilweise erheblich in der Immo-Finanzierung engagiert sind. Während kleinere Banken v.a die Eigenheimfinanzierung für Endverbraucher durchführen, finanzieren die spanischen Großbanken vornehmlich bedeutende Bauunternehmen, Bauträger, Projektentwickler u.ä. Zur Refinanzierung der Hypothekenkredite wurden - vgl. bar mit Deutschland, Luxemburg, Frankreich - ieL. (börsennotierte) Pfandbriefe (Cedulas Hipotecarias) ausgegeben die ähnlich strengen Sicherheits-/Unterlegungsvorschriften unterliegen. Sie wurden in ganz Europa platziert und dienten partiell als Basis für weitere (teilweise mehrstufige) Verbriefungen. Auf Grund ihrer (Sicherheiten-) Struktur weisen sie bislang keine signifikanten Einbußen auf. Allerdings wird es auch für spanische Banken – vor dem Hintergrund der internationalen Finanzkrise und steigender Ausfälle im Land – immer schwerer, ihre verbrieften (Eigenheim-) Hypothekenforderungen am Kapitalmarkt unterzubringen, was zu restriktiverer Kreditvergabe (Mai 2008: -36% im Vorjahres-vgl.) mit entsprechend negativen Folgen für den Immobilienmarkt führt. Die bisher robusten Großbanken sind - als Folge der engen Verknüpfung der Finanzmärkte (Globalisierung!) - auch in internationalen Verbriefungspapieren (RMBS) bzw. deren Derivate (CDOs) engagiert und werden nunmehr ebenfalls von deren Wertverlust und dem Liquiditätsengpass für solche Papiere heimgesucht (Abschreibungen!).

Großbritannien

Nach 15 Jahren anhaltenden Wirtschaftsaufschwungs mit - v.a. kreditgetragendem - Bauboom und einem überproportionalen Immobilienpreisanstieg gibt es nun erste Anzeichen von Konjunkturabkühlung (v.a. wg. rückläufiger Konsumausgaben) und - regional unterschiedliche - Preisrückgänge am Wohnimmobilienmarkt, steigende Ausfallraten und Zwangsversteigerungen. Für die nächsten Jahre werden Preisrückgänge von 10% p.a. und mehr prognostiziert, was einerseits die erheblich überbewerteten Immobilien (insb. in Ballungsgebieten) – deren Preise sich in den letzten zehn Jahren verdreifachten – peu a peu auf ein angemesseneres Maß zurück führen, andererseits die Kaufkraft und Zahlungsfähigkeit der privaten Haushalte - die bislang eng mit den Immobilienpreisen korrespondierte - weiter verringern wird. Die britischen Haushalte weisen die höchste Verschuldungsrate in Europa auf (niedrige Sparquote/Ausgabepräferenz), was ein zusätzliches Risikopotential darstellt.

Anmerkung: In UK gab es bereits 1991/2 eine Immobilienkrise (Platzen der spekulativen Blase).

Zu diesem regionalen Risiko-Szenario kam die internationale Finanzkrise hinzu - zu den inländischen Kreditausfällen der multinationale Liquiditätsengpass – was vor allem die kapitalmarktabhängigen (Forderungsverbriefungen!) britischen Hypothekenbanken empfindlich traf. Der Verbriefungsmarkt

v.a. für Kredite an britische ‚Non-conforming lenders‘ (‚Self certificated mortgages‘, ‚Buy-to-let mortgages‘ u.a. ‚specialized mortgages‘) trockenete weitgehend aus, d.h. es gab keine hinreichende Refinanzierungs- und Weiterverkaufsmöglichkeit und kaum Neukredite/ Anschlussfinanzierungen – mit entsprechenden Folgen für die besonders betroffenen Banken.

Das erste ‚Opfer‘ der angeführten Konstellation war die Hypothekenbank Northern Rock, die erheblich von Verbriefungen für die Refinanzierung abhängig war, die der Markt nicht mehr aufnahm/refinanzierte, was zu einem Reputationsschwund und einem Run auf die Einlagen führte. Nur eine Verstaatlichung konnte die Bank vor der endgültigen Insolvenz retten. Die Hypothekenbanken Bradford & Bingley und Alliance & Leicester mussten – nach Auslaufen befristeter Refinanzierungszusagen – Kapitalerhöhungen durchführen und angesichts unzureichendem Interesse der Altaktionäre Finanzinvestoren suchen bzw. einen neuen Eigentümer ins Haus holen, um angesichts zunehmender Ausfälle und mangelnder Refinanzierung (keine Prolongationen!) überlebensfähig zu bleiben. Die britischen Großbanken mussten infolge ihrer erheblichen Engagements in - v.a. internationale - strukturierte Verbriefungspapiere (inkl. ihrer SIVs) nach Notverkäufen bzw. mangels Refinanzierungsmöglichkeit und wg. fair value Bewertung (mark-to-model – kein Markt!) Wertberichtigungen und Abschreibungen in Milliardenhöhe vornehmen und ihr Eigenkapital ebenfalls aufstocken.

Die britischen Bausparkassen (Building Societies) sind bislang wg. ihres - den deutschen Bausparkassen vergleichbaren - Geschäftsprinzips (Bausparverträge korrespondieren mit Bauspardarlehen) wenig betroffen.

Vor dem Hintergrund der internationalen Finanzkrise und des ausgelaufenen Immobilienbooms sowie zunehmender Ausfälle haben die britischen Banken ihre Kreditvergabebedingungen (Prüfung, Konditionen, Sicherheiten) generell und im Hypothekengeschäft besonders verschärft – was mfr. zu deutlich verringerter Kreditvergabe (‚credit crunch‘) führen dürfte.

Die sich abzeichnende Immobilienkrise mit fallenden Hauspreisen und rückläufigen Hypothekenkrediten hat auch die - vormals boomende - Bauwirtschaft Großbritanniens bereits beträchtlich getroffen und bei erheblich reduzierter Neubautätigkeit, Bestellungen und Reservierungen große wie kleine Eigenheimbaugesellschaften in Mitleidenschaft gezogen bzw. bereits in die Insolvenz getrieben. Auch der Verbrauchervertrauensindex zeigt deutlich nach unten und lässt die Konsumausgaben sinken, was wiederum die Konjunktur gefährdet. Vor diesem Hintergrund hat sich die Bank of England bereit erklärt, zusätzlich zu den - als erste Reaktion auf die internationale Finanzkrise - durchgeführten Leitzinssenkungen, den Hypothekenfinanzierungsinstituten zusätzliche Liquidität zu erleichterten Bedingungen zur Verfügung zu stellen. Das soll v.a. Neufinanzierungen ermöglichen und damit eine Entlastung des Bausektors bringen bzw. Anschlussfinanzierungen gewährleisten und den Preisverfall wg. Notverkäufen zu stoppen und nicht zuletzt ein Übergreifen auf die Realwirtschaft (v.a. Konsum) verhindern.

Irland

Irland weist - nach einer Immobilienpreissteigerung von 250% in den letzten zehn Jahren – aktuell teilweise deutlich sinkende Preise auf (Gefahr des Platzens der Immo-Blase!). Das Land ist gegenwärtig von einem Einbruch der Bauwirtschaft betroffen, die rd. 10% des BIP erwirtschaftet, was bereits zu erhöhter Arbeitslosigkeit und einem Konjunkturreinbruch bei dieser bislang prosperierenden Volkswirtschaft (‚Keltischer Tiger‘) führt.

Mittel-/Osteuropa

Vor allem die baltischen Staaten weisen nach zweistelligen Preissteigerungsraten in den letzten Jahren bereits deutlich sinkende Immobilienpreise auf (Gefahr des Platzens der Immo-Blase!), während in anderen zentraleuropäischen Ländern Preise und Mieten partiell noch einen Aufwärtstrend zeigen. Allerdings wird auch hier – vor dem Hintergrund vorsichtigerer/restriktiverer Kreditvergabe – im Laufe der nächsten Perioden verbreitet mit einer Verlangsamung der Immobiliennachfrage, verbunden mit Preisrückgängen gerechnet. In den Nicht-Euro Ländern sind Hypothekenkredite partiell einem Währungsrisiko ausgesetzt, da sie häufig in niedrig verzinslichen Hartwährungen vergeben wurden (Euro, USD, SFR), deren Wechselkurse sich in letzter Zeit teilweise signifikant verschoben.

Schweiz

Während die Immobilienpreise in der Schweiz - ähnlich wie in Deutschland und Japan – nur unterhalb der Inflationsrate zulegten, wurden die schweizer Großbanken wg. ihrer beträchtlichen internationalen Engagements in strukturierten Verbriefungspapieren und bei Monolinern von der internationalen Finanzkrise hart betroffen.

USA

Anhaltende Insolvenzen mittlerer/kleinerer Immobilienfinanzierer, v.a. im – neben Florida – besonders betroffenen Westen der USA, deren Bücher/Bestände – mit Unterstützung des Einlagensicherungsfonds – zumeist von Wettbewerbern übernommen wurden.

Massive Hilfspakete der Regierung für finanziell angeschlagene Eigenheimbesitzer (v.a. Umschuldungen) unter Einbeziehung der halbstaatlichen Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddy Mac (Staatsgarantien!) – haben die Märkte (vorerst) etwas beruhigt.

Am Immobilienmarkt sind angeblich bereits erste europäische ‚Schnäppchenjäger‘ unterwegs (niedrige Preise, schwacher USD), aber Verlustrisiko bei weiter sinkenden Preisen (Gefahr ‚ins fallende Messer zu greifen‘) wg. Überangebot und noch relativ hohen Preisen (Preise/Mieten). Anhaltende Verluste aus unterlegten Wertpapieren (insb. bei Investmentbanken), die z.Zt. mit Abschlägen bis zu 80% angeboten/veräußert werden.

Deutschland

Vom deutschen Hypothekenmarkt selbst gehen bislang keine erhöhten Risiken aus. Die Wohn-Immobilienpreise bewegen sich seit Jahren nur minimal – mit leicht sinkender Tendenz (keine Immobilienblase wie in anderen Ländern). Die Inflation beeinträchtigt zwar den Konsum, mindert aber die relative Schuldendienstquote/verfügbares Nominaleinkommen der Haushalte. Vor dem Hintergrund eingetrübter Konjunkturprognosen und selektiver Kreditvergabe der Banken sinken allerdings die Investitionen im gesamten (auch Gewerbe-) Immobiliensektor.

Die Kreditvergabe erfolgte vgl.-weise konservativ und zunehmend restriktiver, die Beleihungsgrenzen liegen idR. unter 80% des Verkehrswertes der zu finanzierenden Immobilie, teilweise sogar bei 60% (großer Sicherheitspuffer!) und die Zinsen werden fast durchgängig lfr. fest geschrieben (solide Kalkulationsbasis!).

Der (deutsche) Pfandbrief - ebenfalls ein Hypotheken-Verbriefungspapier zur Refinanzierung – blieb bislang v.a. infolge der strengen gesetzlichen Deckungs-Vorschriften (Gläubiger-/Vertrauensschutz!) von der Finanzmarktkrise weitgehend verschont.

International tätige deutsche Hypotheken- und Geschäftsbanken haben/hatten zwar kaum direkte Forderungen im US-Subprime Sektor, aber partiell erhebliche Investments in Verbriefungen von US-Hypotheken (Eigenheime/RMBS; Gewerbeimmobilien/CMBS), Konsumforderungen (Kreditkarten, Autos u.a. ABS) und sonstige, direkte und/oder verbrieft Kredite an Monoliner, Private Equity Gesellschaften, Hedge Fonds uam. Diese sind wegen der Finanzmarktkrise kaum oder nur mit erheblichen Abschlägen handelbar und belasten erheblich die Bilanzen der Banken/Investoren (EK, Refinanzierung) sowie deren Ertragsrechnung (Wertminderungen/ Wertberichtigungen und Ausfälle, v.a. von risikotragenden Verbriefungstranchen) bei steigendem Euribor (Interbankenzinssatz). Eine hohe Abhängigkeit vom Interbanken/Kapitalmarkt kann angesichts der ausgetrockneten Refinanzierungsquellen (Vertrauenskrise!) in Verbindung mit den gefallen Preisen (WB/Abschreibungsbedarf!) u./o. verbindlichen Liquiditätsgarantien (im Falle deren Ziehung) existenzielle Auswirkungen haben (z.B.: IKB, Landesbanken).

Unternehmen der Realwirtschaft (Industrie, Bau, Gewerbe, Dienstleistung) bekommen die Finanzmarktkrise und die damit verbundene (relative) Kapitalknappheit der Banken in Form verschärfter Kreditvergabestandards (verstärkt durch die Vorgaben von Basel II) und – besonders bei schwacher Bonität – sichtlich verschlechterten Konditionen (erhöhte Sicherheiten/Risikoaufschläge/ Absicherungskosten!) zu spüren, was zu verminderten Investitionen führen wird. Hinzu kommt ein

gestiegener Euribor, die Basis vieler Unternehmenskredite. Die erhöhten Spreads haben auch zu einer spürbaren Nachfragezurückhaltung am Markt für Unternehmensanleihen geführt.

Rückläufige Nachfrage (Konsum), verbunden mit fallenden Preisen von Neu- und Gebrauchsgütern (Immobilien, Autos) und zunehmende Zahlungsverzögerungen bzw. Ausfälle in den von der Finanzkrise besonders betroffenen Ländern (v.a. USA) beeinflussen das Ergebnis und den Vorsorgebedarf von exportorientierten deutschen Industrieunternehmen (z.B. Autobauer) und Leasinggesellschaften (fallende Restwerte).

Kapitalanleger wie Versicherungen, Fonds, Pensionskassen u.a. (Privat-) Investoren werden entweder unmittelbar durch den Wertverfall der Verbriefungspapiere und deren Derivate in Mitleidenschaft gezogen oder indirekt durch fallende Börsenkurse (v.a. von Finanztiteln) im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise.

Fazit

Während beim ‚Verursacher‘ der gegenwärtigen internationalen Finanzkrise, dem US-Subprime Hypothekenmarkt, infolge gefallender Preise und gesunkenem USD-Kurs bereits erste europäische ‚Schnäppchenjäger‘ unterwegs sind - ohne dass eine baldige Bodenbildung am dortigen Immobiliensektor oder eine nahende Erholung des Marktes für hypothekenunterlegte Wertpapiere und deren Derivate absehbar ist - zeigt die Finanzkrise in Europa deutliche Auswirkungen. Länder in denen sich aufgrund überproportionaler Preissteigerungen - hausgemachte - Immobilienblasen gebildet haben, stehen vor der Gefahr deren Platzens mit Auswirkungen auf die gesamte Volkswirtschaft. Hier sind v.a. Spanien und Großbritannien, aber auch eine Reihe weiterer europäischer Länder zu nennen. Anders sieht die Situation in Deutschland aus, wo jahrelange Stagnation am Immobilienmarkt (mit eher sinkender Tendenz) die Bildung einer solchen ‚Blase‘ verhinderte – ohne die Banken und weitere Unternehmen/Investoren des Landes gegen die internationale Finanzkrise zu immunisieren.

Bei vielfältigen Gründen für den - v.a. kreditgetragenen – Immobilienboom in mehreren europäischen Ländern (Nachholbedarf, Anlageobjekt, Spekulation, niedrige Zinsen) mit entsprechenden Auswirkungen auf die Preise, ist doch auf einen gravierenden Unterschied zum US-Immobilienmarkt hinzuweisen: ein (Primär-) Markt für Subprime-Hypothekenkredite existiert in Europa nicht – wengleich auch hier vereinzelt Finanzierungen bis zu 100% und darüber hinaus vergeben wurden. Dieser Unterschied verhinderte (bislang) die ‚Explosion‘ von Ausfällen, wie sie zur US-Subprime Krise führten. Dadurch haben Banken und Unternehmen/Investoren, Aufsichtsbehörden, Zentralbanken sowie die Regierungen etwas mehr Zeit, auf sich abzeichnende Immobilienkrisen einzustellen, überlegt zu reagieren und die Auswirkungen auf die Volkswirtschaft (v.a. Banken, Bauwirtschaft, Immobilienmarkt, Konsum) abzufedern (‚sanfte Landung‘) – ohne diese offensichtlich vollständig verhindern zu können: so sind partiell bereits gravierende Auswirkungen zu konstatieren bei Hypothekenfinanzierern (Ausfälle), Großbanken (Werteverfall/Refi-Engpass für Verbriefungspapiere und deren Derivate; Kurseinbruch), Bauwirtschaft und Zulieferer (Insolvenzen) und nicht zuletzt Kreditnehmer (restriktive Kreditvergabe/Anschlussfinanzierung) sowie die betroffenen Märkte (Immobilien) und die Gesamtkonjunktur (v.a. Konsum).