

SONDERBEILAGE: IMMOBILIEN

Kette der Stabilität hat sich in der Krise bewährt

Vorzüge aus Hypothekendarlehen, Immobilienwirtschaft und Volkswirtschaft sind offensichtlich geworden – Festzins sorgt für Kalkulationssicherheit

Börsen-Zeitung, 3.10.2009

Die Welt erfährt es seit über zwei Jahren geradezu schmerzhaft: Preise für Immobilien und ihre Finanzierung haben einen bedeutenden Einfluss auf Volkswirtschaften. Der Zusammenbruch des Subprime-Segments des US-amerikanischen Markts für Wohnimmobilien war die Initialzündung für eine globale Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise. Doch gibt es auch auf unserem Kontinent Länder, in denen ein starker Rückgang der Immobilienpreise diese Krise verschlimmert.

Anders als in diesen Ländern bleiben die Werte von Immobilien in Deutschland weitgehend stabil. Jedenfalls tragen sie nicht zur Verschärfung der Krise bei. Die Gründe dafür sind vor allem im spezifisch deutschen System der Immobilienfinanzierung zu suchen. Die bedeutendsten Finanzierer gewerblicher Immobilien sind die deutschen Pfandbriefbanken. Ihr Namenspatron, der (Hypotheken-)Pfandbrief, blickt in diesem Jahr auf eine Tradition von 240 Jahren Sicherheit für Investoren und Emittenten zurück. Und es gibt einen Zusammenhang zwischen Gesamtwirtschaft, Immobilienwirtschaft und dem Hypothekendarlehen, gewissermaßen eine Kette der Stabili-

tät. Zwar können weder der Pfandbrief noch die Immobilienwirtschaft konjunkturelle Schwankungen verhindern. Das deutsche Modell kann die Ausschläge jedoch spürbar abmildern.

Bedeutung oft unterschätzt

Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilie wird häufig unterschätzt. Dabei zählen nach der jüngst vorgelegten Studie „Wirtschaftsfaktor Immobilien“ des IW Köln, der Universität Mannheim und des ZEW rund 700 000 Unternehmen mit 3,8 Millionen Erwerbstätigen zum Immobiliensektor. Neben der Baubranche sind dies Unternehmen, die Immobilien planen, finanzieren und bewirtschaften. Hinzu kommen Dienstleister, die in Sachen Immobilie beraten, diese

verwalten oder reinigen. Jedes fünfte Unternehmen, jeder zehnte Erwerbstätige und etwa jeder zwölfte Euro Umsatz hat in Deutschland mit Immobilien zu tun.

Auf der Finanzierungsseite werden mehr als die Hälfte aller Darlehen in Deutschland mit Immobilien besichert. Das Darlehensvolumen für private Immobilienfinanzierungen und für Unternehmen der Immobilienwirtschaft beläuft sich auf 1,3 Bill. Euro. Der Wert des gesamten deutschen Immobilienvermögens macht knapp 9 Bill. Euro aus. Zum Vergleich: Der Bundeshaushalt für das Jahr 2009 beläuft sich auf 288 Mrd. oder knapp 0,3 Bill. Euro.

Produktvielfalt typisch

Wie werden Immobilien in Deutschland finanziert? Der deutsche Markt zeichnet sich durch Produktvielfalt aus. Diese ist im Privatkundensegment wegen des starken Wettbewerbs besonders groß. Kunden haben die Wahl, ob sie das Darlehen für ihr Eigenheim zu einem variablen Zins aufnehmen oder zu einem Festzins. Beim Festzins können sie die Länge der Zinsfestschreibung und Art und Umfang möglicher Sondertilgungen bestimmen. Außerdem gibt es Mischformen, etwa variabel verzinsten Darlehen mit einer Ober- und/oder Untergrenze (Caps und Floors).

Der vdp führt seit 1984 regelmäßig Erhebungen unter seinen Mitgliedsinstituten durch. Dabei zeigt sich: Die deutschen Eigenheimfinanzierer haben trotz der Vielfalt der ihnen angebotenen Möglichkeiten ein Lieblingsprodukt. Es ist das Darlehen mit einer Zinsfestschreibung von zehn Jahren oder mehr. Nach den jüngsten Zahlen aus dem ersten Halbjahr 2009 entschieden sich 87% der 723 repräsentativ ausgewählten Kunden für diese Variante. Andere Untersuchungen über alle Bankengruppen weisen geringere Werte aus, aber die Dominanz der langjährigen Zinsfestschreibung ist klar erkennbar.

Schuldendienst steht fest

Der langjährige Festzinskredit prägt auch den gewerblichen Markt. Allerdings ist die Vorliebe je nach Branche unterschiedlich stark und insgesamt nicht ganz so kennzeichnend. So sind im Maschinenbau oder im Handel deutlich kürzere Zinsbindungen zu finden als in der Immobilienwirtschaft. Eine lange Zinsbindung gibt privaten wie gewerblichen Investoren Kalkulationssicherheit. Während der Zinsfestschreibungsphase steht ihr Schuldendienst fest. Das hat einen bedeutenden Vorteil: Ein sich ungünstig entwickelndes Zinsumfeld kann für sich genommen nicht zur Überschuldung beitragen. Das ist auch für die Volkswirtschaft gut, denn steigende Zinsen gehen oft mit dem Ende einer Wachstumsphase einher. In Ländern ohne Festzinskultur wirken Immobilienzyklen oft trendverstärkend auf die Gesamtwirtschaft und umgekehrt. Phasen kräftiger Zuwächse der Gesamtwirtschaft und der Häuserpreise wechseln sich mit ebenso heftigen Einbrüchen ab. Dies ist derzeit in einigen europäischen Ländern anschaulich zu beobachten.

Die Situation in Deutschland ist im Vergleich dazu deutlich anders. Das Ausfallrisiko der privaten Haushalte weist hierzulande keinen engen Zusammenhang zum Zinszyklus auf. Außerdem ist die Übertragungsgeschwindigkeit von Marktzensänderungen auf Kreditkonditionen sehr langsam. Nur gerade abgeschlossene oder prolongierte Finanzierungen sind davon betroffen. Und die Zinsfestschreibungsphasen der Darlehen sind teilweise so lang, dass ihre Laufzeit die Länge eines Kreditzyklus übersteigen kann. Insgesamt schwankt die Durchschnittszinsbindung sämtlicher Immobiliendarlehen in Deutschland damit weit weniger stark als in anderen Ländern. Der geringe Einfluss der Zinsen auf die deutschen Immobilienpreise sorgt nachweislich für ein hohes Maß an Stabilität.

Wie refinanzieren deutsche Banken langfristige Festzinsdarlehen? Der Hypothekendarlehen ist die buchstäblich tragende Säule bei der

Refinanzierung von Immobiliendarlehen in Deutschland. Er hat seinen Emittenten, den deutschen Pfandbriefbanken, zur Marktführerschaft bei gewerblichen Immobiliendarlehen verholfen. Auch bei der Eigenheimfinanzierung ist der Marktanteil der Pfandbriefbanken bedeutend.

Beleihungswert relevant

Pfandbriefbanken können allerdings nicht ihr gesamtes Immobiliendarlehensportfolio mit Hypothekendarlehen refinanzieren. Dafür sorgen die strengen Vorschriften des Pfandbriefgesetzes. Zu ihnen gehört insbesondere der Beleihungswert. Er ist vielleicht der zentrale Begriff der deutschen Immobilienfinanzierung. Der Beleihungswert ist der vorsichtig zu ermittelnde Wert der Immobilie. Er soll unabhängig von Wertschwankungen bei einem Verkauf der Immobilie voraussichtlich erzielt werden können.

Außerhalb Deutschlands wird bei der Immobilienfinanzierung oft auf den Marktwert abgestellt. Das führt bei wachsenden Märkten zu steigenden Darlehensvolumina, die gestiegene Nachfrage treibt die Marktwerte weiter nach oben, was wiederum ein erhöhtes Darlehensvolumen bedeutet. Allerdings kann sich diese Spirale auch nach unten drehen, das erleben wir gerade. Der Beleihungswert richtet sich dagegen nicht nach einem Stichtag. Er soll während der gesamten Laufzeit des Darlehens erzielt werden können. Meist liegt er deutlich unter dem aktuellen Marktwert. Ein Abschlag von 10 bis 20 % ist durchaus die Regel. Von diesem Beleihungswert wiederum können nur 60 % durch Hypothekendarlehen refinanziert werden.

Für den Rest der Investitionssumme braucht die Bank andere Refinanzierungsquellen. Allerdings wird das Darlehen für die Bank umso riskanter, je weiter sich der Darlehensauslauf vom Beleihungswert nach oben entfernt. Für den Kunden wird es, gerade in diesen Tagen, umso teurer. Deshalb holen die Pfandbriefbanken den Darlehensnehmer gerne mit ins Boot. Bei selbst genutzten Wohnimmobilien ist ein Eigenkapitaleinsatz von 20 bis 30 % die Regel. Auch bei gewerblichen Immobilienfinanzierungen nehmen seit Ausbruch der Krise die Eigenkapitalquoten wieder deutlich zu.

Anders als in den USA und vielen anderen Ländern hat Eigenkapital bei Immobilienfinanzierungen in Deutschland schon immer eine größere Rolle gespielt. Es erfüllt mehrere wichtige Funktionen. Es sorgt für eine Angleichung von Bank- und Kundeninteresse. Und es ist Risikopuffer sowohl mit Blick auf Schwankungen auf dem Immobilienmarkt als auch bei Schwierigkeiten auf Kundenseite.

Pfandbrief beweist sich

Der Hypothekendarlehenpfandbrief gestattet den Pfandbriefbanken schon in „normalen“ Zeiten, langfristige Immobiliendarlehen fristenkongruent zu refinanzieren. In dieser Krise hat er einmal mehr bewiesen, was wirklich in ihm steckt. In den Jahren 2002 bis 2007 war sein Absatz langsam, aber stetig gesunken. Immer öfter wurden Immobilienfinanzierungen durch Verbriefungsprodukte wie MBS oder CDO refinanziert. Der Markt für Verbriefungen war aber seit dem Ausbruch der Krise über viele Monate praktisch tot und scheint sich erst langsam wieder zu beleben.

Dagegen war die Emission von Hypothekendarlehenpfandbriefen auch in der Krise zu jeder Zeit möglich. Diese verschafften also auch dann noch Zugang zum Kapitalmarkt, als andere Refinanzierungsinstrumente nicht mehr zur Verfügung standen. Kein Wunder also, dass die Zahl der deutschen Banken mit Pfandbrieflizenz in den vergangenen Monaten gewachsen ist. Insgesamt war im ersten Halbjahr 2009 das Volumen der emittierten Hypothekendarlehenpfandbriefe um 11 % höher als im Vorjahreszeitraum. Und dies obwohl zugleich die Nachfrage nach Immobiliendarlehen konjunkturbedingt deutlich zurückging.

Die Vorzüge dieser Stabilitätskette aus Hypothekendarlehenpfandbrief, Immobilienwirtschaft und Volkswirtschaft sind durch die derzeitige Finanzmarktkrise offensichtlich geworden. Pfandbriefbanken können selbst in Krisenzeiten Hypothekendarlehenpfandbriefe emittieren. Das ermöglicht ihnen die Finanzierung von Immobilien über Darlehen, die sich durch langjährigen Festzins und namhaften Eigenkapitalanteil auszeichnen. Der Festzins schützt die Investoren vor möglichen Stürmen auf dem Kapitalmarkt, das Eigenkapital ist ein effizienter Risikopuffer. Im Ergebnis fallen die Zyklen am deutschen Immobilienmarkt moderat aus. Der Immobilien-

markt wirkt dadurch stabilisierend und nicht verschärfend auf den Konjunkturzyklus. Davon profitiert die gesamte deutsche Volkswirtschaft.

.....
Henning Rasche, Präsident des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken