

Leon Neschle 41 (18. Woche 2008)

Das Sublime der Subprime: Erschütterter Glaube an bodenständige Werte

A sentimentalist is a man who sees an absurd value in everything and doesn't know the market price of a single thing. (Oscar Wilde)

Die „Subprime-Krise“ ist längst in Deutschland angekommen. Sie richtet erhebliche Schäden im Bankensystem und der Gesamtwirtschaft an. Neben den bekannten milliardenschäden bei der IKB und den Landesbanken in Bayern, NRW etc. „verdrücken“ zahlreiche Banken „kleinere“ Verluste im dreistelligen Millionenbereich, um nicht im Fokus der Presse zu stehen. Darunter sind ambitionierte Sparkassen, die neben ihren Landesbanken selbst ein wenig am internationalen Geschäft schnuppern wollten und sich dabei eine blutige Nase holten. Der Schaden geht dabei weit in den zweistelligen Milliardenbereich. Er macht das Lamentieren um die zwei Milliarden bei der jetzigen Rentenerhöhung geradezu lächerlich.

Wie konnte es dazu kommen? Zwei Fragen sollen hier angesprochen werden:

1. Wie entstand die Subprime-Krise in den USA?
2. Wie wurde die Subprime-Krise nach Deutschland exportiert?

A. Die Geburt einer Krise – Sublime Erklärung des Subprimen

Um das Entstehen der Subprime-Krise zu erklären, muss man ein Szenario von Ursachen aufrollen, die beim Entstehen und beim Export dieser Krise in fataler Weise zusammengewirkt. Dabei ließ die günstige Ausgangslage für den Immobilienkauf in den USA alles andere vermuten als diese Krise.

1. Das Zinsniveau in den USA ist in der Ausgangslage niedrig. Das stärkt die aktiven und optimistischen Kräfte der Wirtschaft. Das sind die Kräfte mit den positiven Erwartungen, die bereit sind, sich für ihre Zukunftsprojekte zu verschulden. (Wer

Angst hat, spart dagegen und hortet, um vorzusorgen. Er wird durch hohe Zinsen in vermehrter Vorsorge bestärkt.)

2. Bei dem niedrigen Zinsniveau gibt es dann steigende Immobilienpreise, weil das Zinsniveau die Nachfrage nach Immobilien erhöht. Die Preiserhöhungen stärken den Optimismus der „Häuslebauer und -käufer“ noch. Da der US-Amerikaner häufiger als der Deutsche seine Immobilie verkauft, hat die Preisentwicklung der Immobilien dort zudem eine höhere Bedeutung für das Kaufverhalten.
3. Vor dem Hintergrund dieser beiden Faktoren (niedriger Zins, steigende Immobilienpreise) fällt es den amerikanischen Banken leicht, mit aggressivem Marketing weitere Immobilienkredite zu verkaufen, zum Teil jenseits der in Deutschland üblichen Verschuldungsgrenzen (60 bzw. 85 Prozent). Man hofft auf weiter steigende Immobilienpreise. Die amerikanischen Banken haben dabei tatkräftige Helfer: die Immobilienmakler. Die bieten ihren Hauskauf-Interessenten gleich das „Rundum Sorglos-Paket“ an: Zusammen mit dem Hauskauf wird auch die Finanzierung geregelt. Da das eine nicht ohne das andere möglich ist, schauen die Makler in ihrem Preisoptimismus bei manchen Käufern nicht so genau hin. Wenn sie erst ihr Immobiliengeschäft gemacht haben, ist die Sache für sie erledigt und an Banken und Schuldner übergeben.
4. In den USA ist es anders als in Deutschland üblich, auch Immobilieninvestitionen ohne längerfristige Zinsfestschreibung (5, 10, 15 Jahre) zu finanzieren. Damit kann sich der Zinssatz für die Finanzierung der Immobilie für den Schuldner kurzfristig verändern.

Dieser Verzicht auf Zinsfestschreibung ist zwar auf lange Sicht eine durchaus sinnvolle Finanzierungsweise, weil sie den „Versicherungsbetrag“ erspart, den eine Zinsfestschreibung immer enthält. Doch er erhöht kurzfristig das Risiko. Falls sich die Zinsen spontan erhöhen, schlägt das unmittelbar auf *alle* Schuldner durch. In Deutschland wären dagegen nur die betroffen, deren Kredit gerade zur Neuverhandlung ansteht, also je nach Zinsbindung 20 Prozent, 10 Prozent oder knapp 7 Prozent je nach Zinsbindung. Das zudem verteilt über das ganze Jahr. Steht also am 1. Januar eine Zinserhöhung an, dann trägt derjenige, dessen Zinsbindung Ende Juni abläuft, noch ein halbes Jahr den niedrigeren Zins, während die Zinserhöhung in den USA spontan auf alle durchschlägt.

Die Zinserhöhung gibt es dann durch die Entscheidung der US-Notenbank und sie fällt zusammen mit der Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage in den USA. Allen, die gerne in Deutschland nach Staatseingriffen oder Eingriffen der Zentralbank rufen, sei noch einmal gesagt: Auslöser (wenn auch nicht alleinige Ursache) der Subprime-Krise sind die Zinserhöhungen der US-Notenbank zur „Unzeit“.

Als die ersten Immobilienbesitzer darum in Zahlungsschwierigkeiten geraten, weil sie die erhöhten Zinsen bei sinkendem Einkommen nicht mehr zahlen können, müssen sie ihre Häuser verkaufen. Dies erhöht den Druck auf andere Immobilienbesitzer. Die müssen nun ihrerseits fürchten, dass weiter sinkende Immobilienpreise dazu führen, dass ihre Verschuldung am Ende höher ist als ihr Verkaufserlös. (Zur Erinnerung: Amerikaner verkaufen ihre Immobilien deutlich öfter als Deutsche.)

Manche amerikanische Hausbesitzer verkaufen daher ihre Immobilien vorzeitig, ehe es zu weiteren Preissenkungen kömmt. Damit aber sorgen sie indirekt für etwas, dem sie aus dem Wege gehen wollen: Dramatisch fallende Immobilienpreise. Aus den Erlösen beim Verkauf können nun aber weder die Besitzer noch die Banken als Eigentümer die Restschuldsumme herausholen. Die Immobilienblase ist geplatzt.

[Solche Spekulationsblasen bei Immobilien gibt es nach Ansicht von Neschle derzeit auch in England und in den Niederlanden. Ähnliches gilt für Frankreich und Spanien. Neschle konnte seit Jahren beobachten, wie die englischen und niederländischen Immobilienpreise den deutschen davonliefen. Die englischen Preise gehen langsam auf Sinkflug, der sich jedoch bis zum Platzen der Blase noch beschleunigen wird, wenn sich die Finanzlemminge davon anstecken lassen.

Niederländer kaufen sich mittlerweile vor allem im grenznahen Raum in deutsche Immobilien ein, während es bis zum Anbruch des neuen Jahrtausends eher umgekehrt war. Da wanderten Deutsche zum Immobilienkauf in die Niederlande. Clevere Deutsche verkaufen derzeit ihr Anwesen in den Niederlanden, um sich vergleichsweise billiger – meist auch mit besserer Bausubstanz – wieder in Deutschland einzudecken, falls sie nicht das fiskalische Verhalten in Deutschland davon abschreckt.]

Wäre es allein beim Platzen der amerikanischen Immobilienblase geblieben, wären auch fast allein US-amerikanische Banken von der Subprime-Krise erfasst worden. Die Krise hätte die amerikanische Wirtschaft freilich noch viel stärker erschüttert als heute. Die deutsche Wirtschaft wäre dagegen von *direkten* Wirkungen verschont

geblieben. Die *indirekten* Wirkungen eines amerikanischen Kollapses wären dann aber deutlich größer gewesen. Eine niedergehende US-Wirtschaft hätte etwa für eine drastische Senkung der Exporte in Deutschland gesorgt.

Daher gibt es Stimmen, die trotz der hohen Belastungen für das deutsche Bankensystem in der jetzigen Situation, in der deutsche Banken und der deutsche Steuerzahler die Schäden der amerikanischen Wirtschaft lindern, die Abwendung einer möglicherweise viel größeren weltweiten Krise sehen.

B. Kommt ein Vogel geflogen ... von der Mutter einen Brief

Wie kam die Krise nach Deutschland? Hier kommt man auf das Zauberwort „Verbriefung“. Das hört sich im angelsächsischen Wort „Securization“ noch solider und heimeliger an. Die Sache geht etwa so: Man gründet eine „Zweckgesellschaft“, ein „Special Purpose Vehicle (SPV)“. Da hinein packt man als Vermögensgegenstände eine Vielzahl von Immobilienforderungen kreuz und quer über die USA und/oder verschiedene Branchen und Nutzungsformen (privat, Büro, Läden, Praxen).

In diesem Forderungspool oder Portfolio findet ein Risikoausgleich statt. Nun verkauft man scheinbarweise die Rechte daran, indem man sie „verbrieft“. Der Käufer des „Briefes“ erwirbt damit einen Anspruch auf den Forderungspool. Dieser Anspruch wird auch „(Asset Backed) Security“ genannt.

Eine spezielle Form dieser Asset Backed Securities wird CDO (Collateralized Debt Obligations) genannt. Für den Forderungspool werden dabei Ansprüche verschiedener Güteklassen herausgegeben. Die Senior Notes (meist AAA geratet) mit der geringsten Verzinsung haften auch nachrangig. Die Junior Notes (meist zwischen AA und BB geratet) werden im Haftungsfall zuvor herangezogen, haben dafür aber eine höhere Verzinsung. Die Equity Notes stellen schließlich eine Eigenkapitalbeteiligung dar, zwar mit den höchsten Gewinnchancen, aber auch mit der absolut vorrangigen Inanspruchnahme im Haftungsfall.

Vor allem der Käufer von Senior Notes erwartet natürlich, dass er seinen Anspruch an den Forderungspool auch einlösen kann. Deutsche Käufer stützten sich dabei auf vier Umstände:

1. Auf den Glauben an die Seriosität der (amerikanischen) Banken. In dieser „Nice Society“ kann und darf es keine unseriösen Anbieter geben. Selbst wenn man nicht denjenigen folgt, die davon ausgehen, dass die deutschen Banken als Käufer von CDOs in einigen Fällen bewusst über den Leisten gezogen wurden, lässt sich zumindest bezweifeln, ob die Methoden beim Verkauf der Hauskredite in den USA noch „seriös“ waren. Hier tragen die Banken auch Verantwortung für das Verhalten stürmischer und windiger Immobilienmakler, die vielfach als ihre Absatzmittler auftraten.
2. Das urdeutsche Vertrauen in die Wertstabilität aller Immobilien. Extreme Immobilienpreisbewegungen gibt es hierzulande nur auf Spekulationsinseln (positiv z.B. Berlin-Ost, negativ z.B. Bremerhaven), aber nicht bundesweit. Deutsche Verhältnisse lassen sich aber nicht auf die USA übertragen. Es ist daher ein Zeichen mangelnden Kulturverständnisses, das zu tun.
3. Das fehlende Bewusstsein über die mangelnde Zinsbindung der Schuldner in den USA und deren unmittelbare Folgen. Dadurch schlagen – anders als in Deutschland – Zinsänderungen bei Immobilienkrediten in den USA ohne Verzögerung durch. Auch hier fehlt bei deutschen Bankern vielfach das Bewusstsein über diese kulturelle Verschiedenheit.
4. Das vorzügliche Rating der amerikanischen Agenturen, das eine hohe Sicherheit der Geldanlage versprach. Viele riskante Forderungen gleichen sich gepoolt im Risiko aus, so dass im Durchschnitt eine stabile Einnahmenerwartung entsteht (Die Amerikaner sprechen hier irreführend von „fixed income“, so als gäbe es da keine Risiken). Hoch und tief eintauchende Schiffe, ergeben im Durchschnitt eine stabile Eintauchtiefe. Wenn, ja wenn nicht jemand von außen die große Welle macht, die einige Schiffe versenkt. Und das war in diesem Fall die US-Notenbank.

Warum aber kaufen Banken in Deutschland diese Papiere? Wegen der noch nicht angelaufenen Konjunktur sahen viele Banken in Deutschland hierzulande nicht genügend Anlagemöglichkeiten. Der Dollar schien zudem damals noch stabil und die Zinsversprechen der Securities waren bei dem erwartet geringen Risiko verlockend.

Der Mittelstand befand sich zur Zeit der Anlage im Tief schlechter Zukunftserwartungen. Die Diskussion über Basel II und die risikoadäquate „Bepreisung“ von Krediten tat ein Übriges. Vor allem viele Mittelstands-Banken waren verunsichert. Sie wollten höhere Risiken vermeiden oder sie nur noch gegen deutlich

erhöhte Zinsen eingehen. Für die weitgehende Kreditverweigerung der Banken gegenüber dem Mittelstand hatte man schon das Wort „Credit Crunch“ geprägt. *Das erklärt paradoxerweise, warum gerade Mittelstandfinanzierer mit internationalen Bezügen in die Subprime-Krise stürzten, allen voran die IKB und die Landesbanken. Man muss sich das einmal vorstellen: Zu Hause vermeidet man alle Risiken und mauert sich ein, geht aber auf eine internationale Abenteuerreise, weil ein bislang gut beleumundeter Reisetester (eine Rating-Agentur) behauptet, es sei dort nicht gefährlich.* – Wie hieß es da in einem uralten Karnevalslied: „Da stehste traurig wie Pik Sieben: Ach, wär'n wir doch zu Haus' geblieben!“ –

Die reizvollen Zinsen der CDOs hätten erfahrene Banker allerdings vorsichtiger machen müssen. Es gibt nichts kostenlos am Kapitalmarkt: „There is no free lunch!“. Im höheren Zinssatz spiegelt sich in der Regel auch ein höheres Risiko. Aber durch das gute Rating und die Tatsache, dass es sich um *Immobilienkredite* handelte, ersparte man sich offenbar genaueres Hinsehen. Auf Immobilienkredite konnte man in Deutschland immer bauen. Aber das eben z.B. mit der vergleichsweise soliden Konstruktion des Pfandbriefs, der (noch) anderen deutschen Einstellung zur Immobilie und der Neigung zur Zinsbindung bei Immobilienkrediten.

Nun aber ist sie da die Krise, die beschönigend „Subprime“ („Untererst“) genannt wird, weil die Forderungen nicht die allerersten Sicherheiten bieten. Die Folgen tragen auch die deutschen Steuerzahler und das deutsche Rentensystem, das ohnehin arg gebeutelt wird. Sie versichern die amerikanischen Banken und die amerikanische Wirtschaft. Der ginge es ohne diese „Versicherung“ deutlich schlechter, aber am Ende – wegen der indirekten Wirkungen – vielleicht sogar uns selbst. 1.000 Milliarden Dollar Gesamtverlust, so lautet mittlerweile die kontinuierlich erhöhte Schätzung, sind eben leichter zu tragen, wenn sie sich weltweit verteilen.

Für Deutschland wird das nicht ohne Folgen bleiben. Auch hierzulande werden Immobilienkredite jetzt schon kritischer gesehen. Der Glaube an einstmal bodenständige Werte ist erschüttert, obwohl sich die deutschen Bedingungen deutlich von denen in den USA unterscheiden. Das Rentensystem, das in Deutschland schon einen großen Teil der „Kosten der Einheit“ trägt, wird indirekt auch durch die Subprime-Krise gebeutelt werden. Aber das soll mal jemand anders dem deutschen Rentner erklären, dass er auch dafür haftet, wenn amerikanische Hauskäufer ihre Raten nicht mehr zahlen können. Neschle kann nur erklären, dass

es so ist, aber letztlich nicht, *warum* es so ist. Denn es gab allzu viele Möglichkeiten den Wahnsinn zu stoppen. Nur eine davon zu nutzen, hätte schon genügt: in den USA und hierzulande.

In den USA geboren,
dort hab'n sie Haus und Hof verloren.

Da ist es immer schon so Sitte,
dass man sie andreht die Kredite.
Auch die für's Kaufen von 'nem Haus,
doch damit ist es nun wohl aus.

Für Deutschland aber ist das Fiese,
dass sie hier hinkam diese Krise.

Fast jede Bank kauft CDO
und manche geht damit K.O.
Doch wär'n die Amis nur betroffen:
Wär' das besser? Das bleibt offen!