KFW-RESEARCH

Akzente

US-GEWERBEIMMOBILIENMARKT: AKTUELLE SITUATION UND PERSPEKTIVEN

Nr. 25, Juni 2010

KfW BANKENGRUPPE

Herausgeber
KfW Bankengruppe
Palmengartenstraße 5-9
60325 Frankfurt am Main
Telefon 069 7431-0
Telefax 069 7431-2944
www.kfw.de

Redaktion
KfW Bankengruppe
Abteilung Volkswirtschaft
research@kfw.de

Dr. Tobias Rehbock
Telefon 069 7431-2686

Steven Henninger

ISSN 1869-2583
Copyright Titelbild: KfW Bildarchiv /Angelika Kohlmeier
Frankfurt am Main, Juni 2010

US-GEWERBEIMMOBILIEN-MARKT: AKTUELLE SITUATION UND PERSPEKTIVEN

Überblick

Nach den Problemen am US-Wohnimmobilienmarkt (siehe dazu Akzente Nr. 19) steht in jüngerer Zeit verstärkt der Gewerbeimmobilienmarkt in den USA im Fokus. Es bestehen Befürchtungen, dass die sich verschärfenden Probleme in diesem Bereich zu ähnlichen Belastungen in den Bilanzen der Banken führen wie die Krise am Häusermarkt und damit zu einer erheblichen Gefahr für die Fortsetzung des Aufschwungs in den USA werden könnten.

Der gesamte Kreditmarkt in den USA weist derzeit ein Volumen von etwa 52,4 Bio. USD auf. Hieran hat der Hypothekenmarkt einen Anteil von 27 %. Davon wiederum entfällt rund ein Viertel auf den gewerblichen Hypothekenmarkt (ca. 3,5 Bio. USD). Damit stellen gewerbliche Immobilienkredite (inkl. CMBS) etwa 6,5 % des gesamten US-Kreditvolumens. Zum Vergleich: Das Subprime-Segment hatte zu Beginn der Finanzkrise im Herbst 2007 ein Gewicht von rund 4 %.

Der Markt für gewerbliche Immobilienfinanzierungen hat ein Volumen von ca. 3,5 Bio. USD. Dies entspricht etwa 6,5 % des gesamten US-Kreditmarkts.

Auf der Investorenseite liegen die Risiken von gewerblichen Immobilenfinanzierungen (nachfolgend: CRE-Kredite) hauptsächlich bei Banken (ca. 45 %) sowie Inhabern von CMBS-Papieren (ca. 20 %).[1] Zusammen stellen diese beiden Investorengruppen hiermit etwa zwei Drittel aller CRE-Kredite. Der Rest entfällt auf Lebensversicherungsgesellschaften, Sparkassen, die so genannten Agencies (wie Fannie Mae oder Freddie Mac) und Sonstige.

Das Volumen ausstehender CRE-Kredite bei den Banken befindet sich, in absoluten Zahlen gemessen, zum Großteil in den Bilanzen der US-Großbanken. In Relation zur Bilanzsumme sowie zum Tier-1-Kapital ist das Volumen ausstehender CRE-Kredite bei kleinen und mittelgroßen Banken jedoch deutlich höher. Durch die Konzentration von CRE-Kreditrisiken vor allem bei kleineren lokalen und regionalen Instituten sind diese Banken von Problemen

[1] Auch im CMBS-Markt können Banken engagiert sein, sodass sie nicht nur als direkter Kreditgeber auftreten, sondern auch als Investor von verbrieften CRE-Krediten.

CRE-Kredite und damit deren Risiken konzentrieren sich bei kleineren und mittleren Banken.

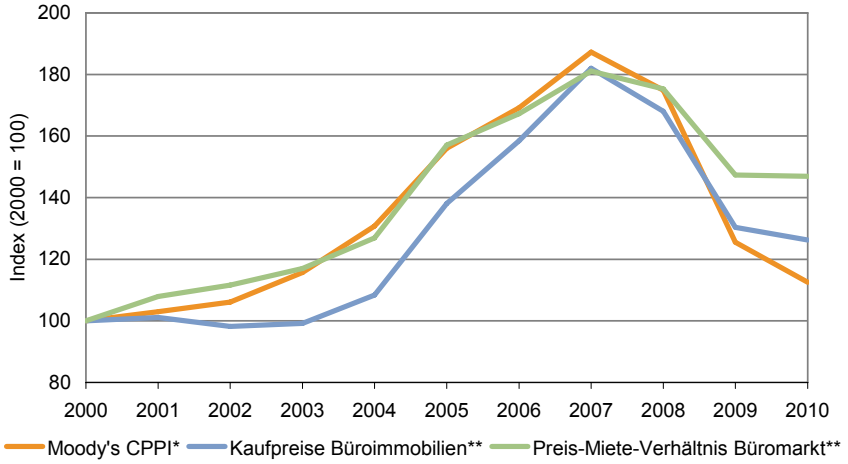
am gewerblichen Immobilienmarkt – insbesondere bei einer Verschlimmerung der Situation dort – besonders stark betroffen. Dadurch entstehen Finanzierungsrisiken für kleinere und mittlere Unternehmen, deren Kreditversorgung zum Großteil durch kleine und mittelgroße Banken erfolgt (55 % der KMU-Finanzierungen entfallen auf Nicht-Großbanken).

Aktuelle Lage

Ähnlich dem privaten Wohnimmobilienmarkt verzeichnete der Markt für Gewerbeimmobilien im Vorfeld der Finanzkrise einen starken Anstieg der Preise. Seit dem Höchststand im Oktober 2007 hat der gewerbliche Immobilienmarkt jedoch – ausgelöst durch den Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 – massive Preisrückgänge erlitten. Gemessen am Moody's Commercial Property Price Index (CPPI), der den Immobilienwert anhand der Veräußerungserlöse derselben Immobilie zu verschiedenen Zeitpunkten beurteilt, war der Wert der Immobilien im Vergleich zum Spitzenwert aus dem Jahr 2007 bis Oktober 2009 um ca. 45 % gesunken. Seit Oktober 2009 haben sich die Preise zwar wieder leicht erholt, liegen aber immer noch ca. 20 % unter ihrem zehnjährigen Durchschnitt. Damit sind die Preisübertreibungen im Durchschnitt sogar etwas überkompensiert worden.

Die Preisübertreibungen am US-Gewerbeimmobilienmarkt sind weitestgehend beseitigt.

Allerdings darf nicht übersehen werden, dass die Preisentwicklung nach Gewerbeimmobilienart (Büros, Hotels, Einzelhandel, Logistik, Mehrfamilienhäuser mit Mietwohnungen etc.) sowie nach Metropolregion differiert. So sind beispielsweise die Preisrückgänge am Büroimmobilienmarkt bisher weniger stark ausgefallen: Der Preisrückgang vom Hochpunkt des Jahres 2007 bis zum Herbst 2009 betrug hier etwa 35 %. Analoges zeigt sich in diesem Segment auch im Preis-Miete-Verhältnis. Die Büromieten waren in den Jahren 2004 bis 2007 ebenfalls angestiegen, aber im Verhältnis zu den Kaufpreisen war der Anstieg deutlich unterproportional – eine Korrektur des Preis-Miete-Verhältnisses war somit überfällig. 2009 lag es aber noch ca. 6 % über dem Zehn-Jahres-Mittel.



* Wert für 2010: nur 1. Quartal; ** Wert für 2010: Feri-Prognose

Quelle: Bloomberg, Feri, eigene Berechnungen

Grafik 1: Entwicklung von Bewertungsindizes am Gewerbeimmobilienmarkt

Der drastische Preisverfall wurde sowohl durch Entwicklungen auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite beeinflusst. Angebotsseitig übte der Überschuss an Gewerbeimmobilien, die durch zahlreiche Bauprojekte während der Immobilien-Hochphase entstanden waren, Druck auf die Preise aus. Damit verbunden sind aktuell hohe Leerstandsquoten und dadurch wiederum geringe Mieteinnahmen. 2009 bewegten sich die Leerstandsquoten bei klassischen Gewerbeimmobilien zwischen 12 und 16 %, lediglich bei Mehrfamilienhäusern liegt die Quote mit ca. 8 % niedriger. Damit ist der Leerstand um – je nach Segment – 30 bis 40 % höher als 2007. Dem hohen Angebot stand (und steht) eine massiv gesunkene Nachfrage gegenüber. Letzteres äußert sich in den seit Ende 2007 stark rückläufigen Transaktionsvolumina, die im 1. und 2. Quartal 2009 beinahe den Nullpunkt erreichten. Über das Gesamtjahr 2009 hinweg lag der Dollarwert der Transaktionen 60 % unter jenem von 2008.

Hohe Leerstände und geringe Transaktionsvolumina charakterisieren derzeit den Gewerbeimmobilienmarkt.

Die derzeitige Lage am Gewerbeimmobilienmarkt ähnelt bis zu diesem Punkt im Charakter dem Wohnimmobilienmarkt: Eine deutliche Preiskorrektur hat bereits stattgefunden, der Angebotsüberhang ist dennoch weiterhin sehr hoch. Damit ist auch das Aktivitätsniveau – hier insbesondere gemessen an den Transaktionsvolumina – noch sehr niedrig. Dieser Befund schwankt je nach betrachtetem Segment des Gewerbeimmobilienmarktes, er bleibt aber qualitativ im Kern gleich. Der Unterschied zum Wohnimmobi-

lienmarkt besteht vor allem darin, dass die Qualität der Kreditnehmer (Investoren) im Schnitt höher sein dürfte, weil es kein ausgeprägtes Junk-Segment (wie Subprime) gibt. Daneben ist der Anteil der Verbriefungen (CMBS) mit ca. 20 % deutlich geringer als im Wohnimmobilienmarkt (ca. 60 %). Dies begrenzt die Gefahr, die von unübersichtlichen Mehrfachverbriefungen ausgeht, die natürlich auch im CMBS-Markt anzutreffen sind.

Über die betrachteten Gesichtspunkte hinaus stellt sich für den US-Gewerbeimmobilienmarkt jedoch noch ein weiteres virulentes Problem – jenes der Anschlussfinanzierung von laufenden Krediten.

Refinanzierung

Für zumindest ein Fünftel des ausstehenden Volumens für CRE-Kredite werden bis 2013 Anschlussfinanzierungen fällig.

Dem Gewerbeimmobilienmarkt steht in den kommenden Jahren eine erhebliche Welle von Anschlussfinanzierungen bevor. Die Höhe des Refinanzierungsbedarfs ist nicht eindeutig belegt und variiert, je nachdem, welche Quelle man zurate zieht. Mindestens jedoch muss bis zum Jahr 2013 von einem Refinanzierungsvolumen von etwa 600 Mrd. USD ausgegangen werden. Das ist fast ein Fünftel des derzeit ausstehenden Volumens an gewerblichen Hypothekenfinanzierungen. Der *Real Estate Round Table* rechnet sogar mit etwa einem Drittel des ausstehenden Volumens (1,2 Bio. USD).

Vor dem Hintergrund der Marktlage mit abwärts gerichteten Preisen und hohen Leerständen ist dies ein enormes Problem, weil Anschlussfinanzierungen angesichts der vorsichtigen Kreditvergabe der Banken knapp sind. Die Kreditvergabe der Banken wird neben der ohnehin höheren Risikosensitivität auch dadurch erschwert, dass der Verbriefungsmarkt de facto nicht mehr existiert. Gemäß einer vierteljährlichen Umfrage der *National Association of Realtors* ist das Problem der Refinanzierung die mit Abstand größte Herausforderung, vor der Immobilieninvestoren gegenwärtig stehen.[2]

[2] Setzt man den gesamten aktuellen „Herausforderungsmix“ für Immobilieninvestoren mit 100 % an, dann nimmt die Refinanzierung knapp 50 % ein, danach folgt mit knapp 20 % die konjunkturelle Lage (ohne regionale Besonderheiten).

Selbst dann, wenn Banken grundsätzlich zur Finanzierung bereit sind, entsteht aber ein Eigenkapitalproblem bei den Investoren: Die drastisch gesunkenen Preise haben den Beleihungsauslauf zum Teil auf über 100 % steigen lassen. Wird für ein (angesichts der schwachen Marktentwicklung) kaum amortisiertes Darlehen angenommen, dass bei einer Refinanzierung vonseiten der Bank eine Beleihungsgrenze angestrebt wird, die noch unter der beim initialen Abschluss üblichen liegt, dann können zusätzliche Eigenkapitalanforderungen von etwa 30 bis 40 % der Anschlusskreditsumme entstehen, die – das Gesamtinvestment betrachtet – noch zu jenem Eigenkapitaleinsatz hinzukommen, der bei der ursprünglichen Finanzierung bereits geleistet wurde.

Die Immobilieninvestoren stehen vor einem Eigenkapitalproblem.

Im Endeffekt erscheint es wahrscheinlich, dass sich viele Immobilieninvestments nicht mehr werden refinanzieren lassen, zumindest nicht zum dafür vorgesehenen Zeitpunkt. Damit würde eine Spirale aus negativen Kreditereignissen, Anstiegen der ohnehin schon hohen Kreditausfallraten, Zwangsvollstreckungen und weiterem Druck auf die Preise drohen, die zu weiterem Abschreibungsbedarf bei den Banken führen würde. Ein Ausweg könnte darin bestehen, dass die Banken die Laufzeiten bald auslaufender Verträge verlängern. Das eröffnet die Chance, notwendige Anschlussfinanzierungen auf einen Zeitpunkt zu verschieben, zu dem sich die Marktlage verbessert hat.

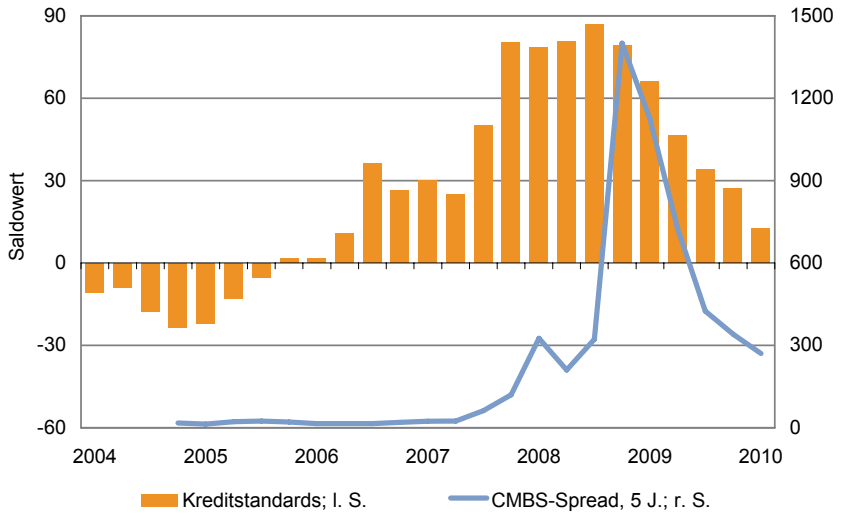
Ausblick

Das während des Immobilienbooms geschaffene Überangebot wird laut Aussage des *Congressional Oversight Panels (COP)* auch im Jahr 2010 den Markt weiter belasten. Der Leerstand wird weiter ansteigen (Mehrfamilienhäuser ausgenommen) und damit werden auch die Preise weiter moderat fallen. Erfahrungsgemäß baut sich die Leerstandsquote trotz unterstellter positiver Konjunkturentwicklung nur in äußerst mäßigem Tempo ab. Dies belegt etwa die Entwicklung der Leerstandsquote von Büroimmobilien seit Platzen der Dotcom-Blase, die bis auf 17 % stieg und trotz boomender Konjunktur bis 2007 nur um 3 Prozentpunkte reduziert werden konnte. Insofern muss davon ausgegangen werden, dass die Talsohle am Gewerbeimmobilienmarkt momentan noch nicht erreicht ist.

Der hohe Leerstand baut sich nur langsam ab, die Preise fallen 2010 weiter. Im Jahresverlauf 2011 sollte die Wende am Markt geschafft sein.

Für 2011 wird eine nur leicht verbesserte Situation auf dem Gewerbeimmobilienmarkt gegenüber 2010 erwartet. Diese erwartete Verbesserung betrifft vor allem die Immobilienpreise und das Transaktionsgeschehen. Hintergrund dessen ist das konjunkturelle Umfeld – ein wesentlicher Treiber für den Gewerbeimmobilienmarkt. Seit dem 3. Quartal 2009 hat die US-Wirtschaft die Rezession überwunden und sich seitdem relativ dynamisch entwickelt. Auch wenn für die zweite Jahreshälfte mit einem verringerten Tempo der Erholung gerechnet werden muss und es weiter einige Fragilitäten gibt (z. B. am Arbeitsmarkt), so wird die US-Ökonomie auf das Gesamtjahr 2010 betrachtet um 3 % wachsen.

Schwer einzuschätzen sind die tatsächlichen Folgen, die sich aus dem kommenden Bedarf an Anschlussrefinanzierungen ergeben. Wie oben erläutert, ist hier das Potenzial für weitere Kreditausfälle und Abschreibungen sehr hoch. Wir gehen davon aus, dass die sich verbessernde gesamtwirtschaftliche Situation, verbunden mit dem Interesse der Banken, möglichst geringe Kreditausfälle zu verbuchen und die Situation nicht zu verschärfen, dazu führt, dass Kreditlaufzeiten verstärkt gestreckt werden. Selbst dies stellt aber aus Sicht der Banken bereits eine Belastung dar, weil die derzeit nicht marktgerechte Konditionierung dieser Kredite nicht korrigiert, sondern verlängert wird. Ganz ohne Belastungen für Banken und Investoren wird die Anschlussrefinanzierungswelle somit nicht zu überstehen sein.

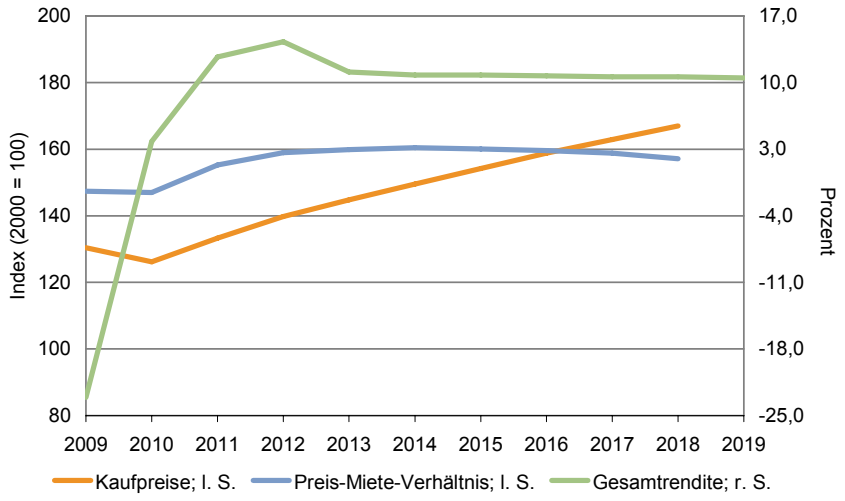


Quelle: Federal Reserve, Bloomberg

Grafik 2: Finanzierungsumfeld für gewerbliche Immobilienfinanzierungen

Allerdings gibt es bezüglich des Finanzierungsumfelds auch einige zarte Zeichen der Entspannung. So zeigt sich aktuell, dass die Risikoaversion der Banken nicht weiter zunimmt. Gemäß dem *Senior Loan Officer Opinion Survey* der Fed haben die Banken im 1. Quartal 2010 ihre Kreditstandards für gewerbliche Immobilienkredite kaum noch verschärft – gleichwohl dürften die Standards damit noch immer auf einem sehr hohen, d. h. restriktiven Niveau liegen. Auch die Risikospreads für CRE-Kredite (in Grafik 2 gemessen an den Spreads für fünfjährige AAA-CMBS) haben sich im Verlauf des vergangenen Jahres bis jetzt im Trend eingeengt. Am aktuellen Rand stockt dieser Prozess allerdings etwas.

Während der untere Wendepunkt der Krise am Gewerbeimmobilienmarkt somit Ende 2010 oder Anfang 2011 erreicht sein wird und im Lauf des Jahres 2011 eine Verbesserung eintreten sollte, ist aber nicht vor 2013 mit Anzeichen einer wirklichen Gesundung des Marktes zu rechnen. Wie bereits erwähnt, wird es längere Zeit in Anspruch nehmen, bis sich die hohen Leerstände abbauen. Gemäß einer *Feri*-Prognose ist frühestens ab 2013 davon auszugehen, dass sich – bezogen auf den Büroimmobilienmarkt – Preise, Mieten und Marktrenditen auf ein gesundes Niveau entwickelt bzw. dort eingependelt haben.



Quelle: Feri, eigene Berechnungen

Grafik 3: Perspektiven für den Büroimmobilienmarkt