

Insight

Probleme bei US-Gewerbeimmobilien

Eine Beschreibung der Risiken dieser Anlage finden Sie im Produktinformationsblatt (gesetzliche Pflichtinformation).

Autoren: **Bernd Weidensteiner, Dr. Christoph Balz, Michael Cloth**

- Steigende Leerstandsdaten und Preisverfall bei US-Gewerbeimmobilien
- Gestiegene Zinsen erschweren die Finanzierungen
- Es drohen steigende Kreditausfälle
- Aktien: Finanztitel belastet

Anleger sorgen sich um Gewerbeimmobilien...

In den USA sorgen sich die Anleger um den Markt für Gewerbeimmobilien (Commercial Real Estate, CRE). Anfang Februar hatte eine regionale Bank erhebliche Abschreibungen auf ihre Gewerbeimmobilienkredite angekündigt. Die Aktien von regionalen Banken kamen danach unter Druck, der entsprechende Aktienindex verlor etwa 10% (Chart 1). Die Kurse einiger europäischer Banken fielen ebenfalls deutlich.

Chart 1 - Aktien von US-Regionalbanken sind unter Druck
KBW-Aktienindex für US-Regionalbanken, Tagesdaten



Quelle: Bloomberg, Commerzbank Research

... und das schon länger

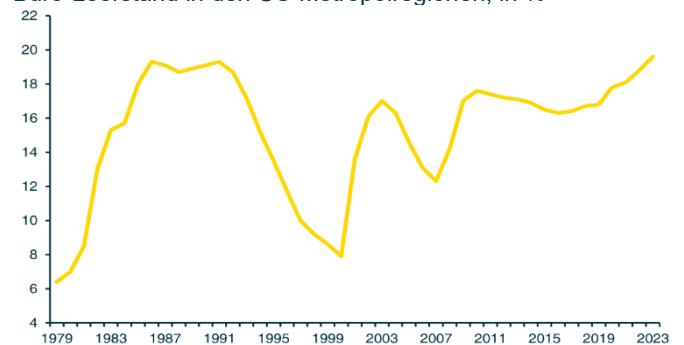
Bereits letztes Jahr war der Gesundheitszustand des Gewerbeimmobiliensektors ein wichtiges Thema. Diese Sorgen schlagen sich auch im Finanzstabilitätsbericht der Fed nieder. 72% der von der New York Fed befragten Kontakte im

Finanzmarkt sahen bei der letzten Umfrage im Herbst 2023 CRE als eines der fünf wichtigsten Risiken für das US-Finanzsystem an. Im Frühjahr 2023, kurz nach den damaligen Bankenturbulenzen, waren es 52%. Zuvor war CRE gar nicht unter den Top-Risiken genannt.

Warum sind Gewerbeimmobilien unter Druck?

Viele Bereiche der Gewerbeimmobilien, beispielsweise Einzelhandel und Mehrfamilienhäuser, haben mit steigenden Refinanzierungskosten, höheren Unterhaltskosten und mit teilweise fallenden Mieten zu kämpfen. Im Fokus steht vor allem der Markt für Büroimmobilien. Die Leerstandsquote bei Büros ist 2023 auf 19,6% gestiegen, der höchste Wert seit Beginn der Datenerfassung 1979 (Chart 2). Hoffnungen, dass das Ende der Covid-Beschränkungen wieder zu einer stärkeren Belegung der Büros führen würden, haben sich bisher nicht bestätigt. Weiterhin arbeiten viele Büroangestellte von zu Hause aus. Viele Unternehmen verlängern daher ihre Mietverträge nicht oder ziehen in kleinere Büros um.

Chart 2 - Leerstand auf langjährigem Hoch
Büro-Leerstand in den US-Metropolregionen, in %

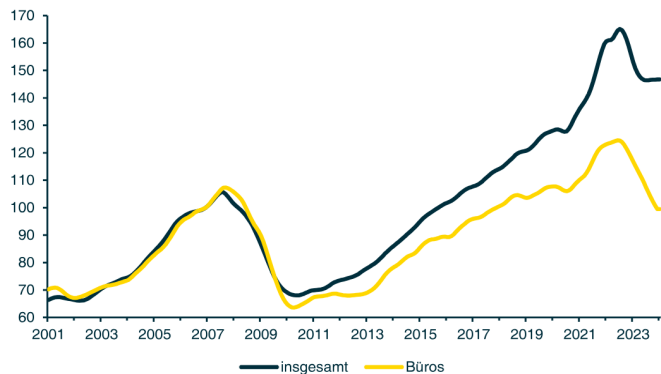


Quelle: Moody's, Wall Street Journal, Commerzbank-Research

Die Preise für Gewerbeimmobilien, insbesondere für Büro- raum, sind daher unter Druck gekommen. Bei Büros könnte die Preiskorrektur Ausmaße annehmen wie in der Immobilien- krise von 2007-10 (Chart 3).

Chart 3 - Preiskorrektur vor allem bei Büros

Preisindex Gewerbeimmobilien (RCA Commercial Property Price Index), Index Dezember 2006 = 100

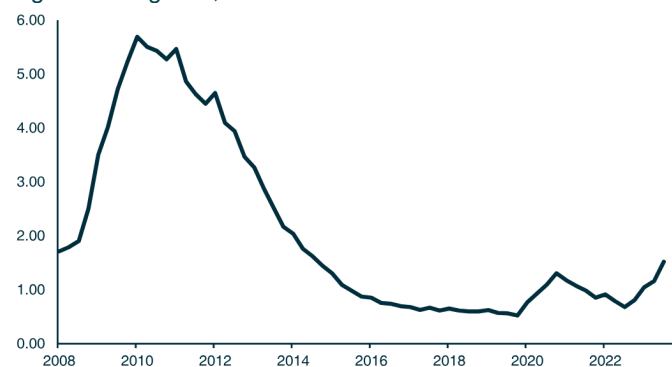


Quelle: Real Capital Analysis, Bloomberg, Commerzbank-Research

Der steigende Leerstand untergräbt die Rentabilität von Büros, der Preisverfall verringert gleichzeitig den Wert der Sicherheiten für die zur Finanzierung dieser Büroflächen ausgereichten Kredite. In dieser Gemengelage steigen die Ausfallraten der CRE-Kredite. Im 3. Quartal 2023 waren über 1,5% der ausgereichten Gewerbeimmobilienkredite im Zahlungsverzug, eine Verdoppelung gegenüber dem Vorjahr. Die Ausfallraten haben damit den höchsten Stand in knapp zehn Jahren erreicht, auch wenn sie noch weit unter den Ausfallquoten der Jahre nach 2008 liegen (Chart 4).

Chart 4 - Ausfälle bei CRE-Krediten steigen

Anteil der CRE-Kredite, bei denen Zahlungen mindestens 30 Tage überfällig sind, in %



Quelle: FDIC, Commerzbank Research

Welche Banken sind betroffen?

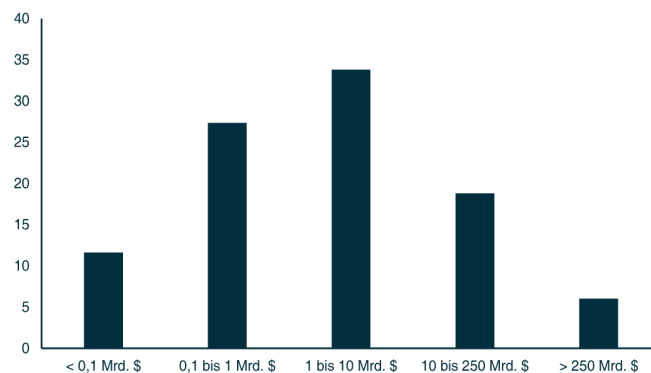
Insgesamt stehen Gewerbeimmobilienkredite (in Form von Krediten, Asset Backed Securites etc.) in Höhe von knapp 3,7 Billionen Dollar aus. Dies entspricht 13% des BIP; diese Quote hat sich in den letzten zehn Jahren kaum verändert.

Banken halten davon gut 2,2 Billionen Dollar, was 8,7% ihrer Aktiva entspricht. Allerdings gibt es hier erhebliche Unterschiede zwischen den Banken. Im Markt für Gewerbeimmobilienkredite sind vor allem kleinere und mittlere Regionalbanken

aktiv. Gemäß Daten der US-Einlagesicherung FDIC hatten CRE-Kredite bei Banken mit Aktiva zwischen 1 und 10 Mrd. Dollar einen Anteil von durchschnittlich knapp 35% an der Bilanzsumme (Chart 5). Untersuchungen der Fed haben ergeben, dass im CRE-Bereich stark engagierte Banken tendenziell niedrigere Kapitalquoten, weniger Rückstellungen für Kreditausfälle und eine niedrigere Rentabilität haben, was ihre Anfälligkeit erhöht.

Chart 5 - Kleinere Banken sind stark engagiert bei Gewerbeimmobilien

Anteil der Kredite für Gewerbeimmobilien an den Aktiva der Banken in %, nach Bankgröße (gemessen anhand der Bilanzsumme). Stand: Q3.2023



Quelle: FDIC, Commerzbank Research

Wie groß sind die Risiken?

Im Dezember untersuchten Forscher der St. Louis Fed die Auswirkungen eines Rückgangs der Preise für sämtliche US-Gewerbeimmobilien um 40%. Damit wird ein ganz erheblicher Einbruch unterstellt, denn einige Bereiche des Marktes wie Industriegebäude, Lagerhäuser und Hotels halten sich noch ganz gut.

Unter diesen Umständen würden 55% der US-Banken ihren Kapitalpuffer – also das über das regulatorische Minimum hinausgehende Eigenkapital – einbüßen. Allerdings handelt es sich dabei hauptsächlich um kleinere Institute. Gemessen an der Bilanzsumme wäre nur etwa 10% des Bankensektors betroffen. Etwa 2,7% der Banken würden ihr gesamtes Eigenkapital verlieren, wären also insolvent. Auf sie entfallen 2% des Bankensystems nach Bilanzsumme.

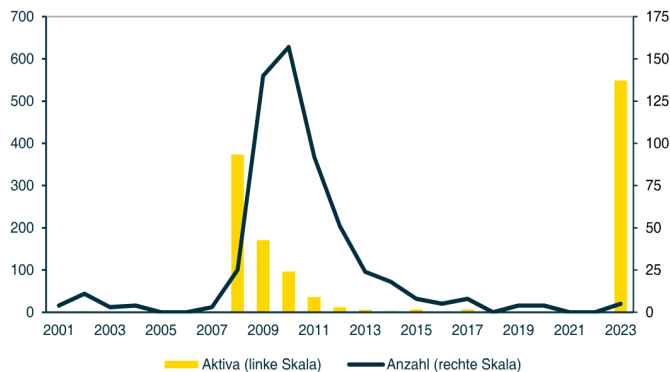
Die Autoren der Studie weisen allerdings darauf hin, dass der unterstellte Preisverfall sich kaum in einem Vakuum vollziehen würde, sondern auch Probleme an anderer Stelle der Wirtschaft zu erwarten wären, was die Auswirkungen vergrößern würde. Ebenso könnten auch Probleme bei relativ unbedeutenden Instituten ein generelles Misstrauen auslösen. Der Einbruch bei den Gewerbeimmobilien würde aber nicht über Nacht passieren, sodass betroffene Institute möglicherweise Zeit hätten, sich anzupassen.

Eine Krise der Gewerbeimmobilien ist somit erst einmal eine Krise bei kleineren regionalen Banken. Probleme kleinerer Institute sind nichts Ungewöhnliches, in den letzten zehn Jahren gerieten durchschnittlich sechs Banken (von insgesamt rund

4600) in Schieflage (Chart 6). Es gibt hier einen erprobten Abwicklungsprozess: Die Einlagesicherung FDIC übernimmt das betreffende Institut, verkauft es oder wickelt es ab und zahlt die Einleger aus.

Chart 6 - Bankenpleiten im 21. Jahrhundert

Anzahl und Aktiva (in Mrd. \$) der fallierten Institute, Jahresdaten



Quelle: FDIC, Commerzbank Research

Anmerkung: 2023 gerieten zwar auch nur fünf Banken in Schieflage, also nicht außergewöhnlich viele. Diese waren aber vergleichsweise groß, ihre Aktiva addierten sich zu fast 550 Mrd. Dollar. Dies war sogar mehr als im Krisenjahr 2008, wobei zu beachten ist, dass Lehman Brothers als Investmentbank nicht bei der FDIC versichert war und daher nicht in der Statistik der Einlagesicherung für 2008 auftaucht.

Bankenturbulenzen von 2023 als Blaupause?

Was ist zu erwarten, wenn sich die Schwierigkeiten bei den betroffenen Regionalbanken verstärken oder sogar ausweiten? Der Transmissionsriemen für eine Bankenkrise läuft gewöhnlich über die Einlagen: Wenn Einleger die Schieflage einer Bank als Indiz für eine größere Krise nehmen, werden sie ihre Einlagen von als gefährdet angesehenen Instituten abziehen. Diese werden dann oft zu sehr großen Banken transferiert, die man als krisensicher einstuft. Besonders die Inhaber umfangreicher Einlagen reagieren sehr rasch, schließlich sind Einlagen nur bis zu einer Obergrenze von 250 Tsd. Dollar pro Einleger pro Bank versichert. Einzelne Banken können rasch einen beträchtlichen Teil der Einlagen verlieren und in Zahlungsschwierigkeiten kommen.

Die Bankenkrise im letzten Frühjahr (s. Anmerkung oben) zeigt diesen Mechanismus geradezu lehrbuchartig. Auslöser der Turbulenzen war, dass durch den Zinsanstieg die von den betroffenen Banken gehaltenen Anleihen massiv an Wert verloren und daher Zweifel aufkamen, ob sie alle Einleger auszahlen konnten. Es setzten rasche Abzüge von Einlagen ein, die Gefahr einer Ansteckung weiterer Institute stieg. Die Fed führte daraufhin das "Bank Term Funding Program" (BTFP) ein, das Banken Kredite gab, wobei die als Sicherheiten für diese Kredite dienenden Anleihen zum Nennwert (also nicht zum teilweise deutlich verringerten Marktwert) genommen wurden. Die Liquiditätszufuhr durch die Fed und das Eingreifen der FDIC brachte die Bankenkrise rasch unter Kontrolle, da die Einleger durch die Maßnahmen der Behörden wieder Vertrauen gefasst hatten.

... aber das Problem könnte dieses Mal schwieriger zu lösen sein

Insgesamt ist es wohl wahrscheinlich, dass die Bewältigung der Probleme insbesondere bei den Büroimmobilien einige Jahre dauert. Die US-Notenbank verfügt zwar über Instrumente, mit denen sie eine systemische Krise vermutlich verhindern könnte; im Falle des Falles würde sie wohl auch das eigentlich im März programmgemäß auslaufende BTFP wiederbeleben. Allerdings sind die im Mittelpunkt der aktuellen Schwierigkeiten stehenden Aktiva der Banken jetzt die Gewerbeimmobilienkredite, bei denen durchaus erhebliche Ausfälle möglich sind. Dies ist ein wichtiger Unterschied zur Krise von 2023. Die Anleihen, deren Kursverluste die damaligen Probleme ausgelöst hatten, waren in der Masse solide Papiere, vor allem US-Staatsanleihen. Diese waren trotz der zwischenzeitlichen Kursverluste nicht von Ausfällen bedroht. Möglicherweise sind daher zur Stabilisierung der Finanzmärkte andere Instrumente nötig.

Positiv ist immerhin, dass die Schwächen bei den Krediten für Gewerbeimmobilien erkannt sind. Erfahrungsgemäß führen eher die verdrängten Risiken zu größeren Turbulenzen.

Aktien: Auswirkungen auf den Bankensektor

Mit der US-Regionalbank New York Community Bank (NYCB), die ihre Reserven für das Kreditportfolio erheblich stärken musste, ist plötzlich wieder das Bewusstsein für besondere Risiken bei Finanzinstituten zurückgekehrt. Der Blick richtet sich aktuell auf Engagements im gewerblichen Immobilienmarkt und hier vorrangig auf Büroimmobilien. Diese Nutzungsart steht nach der Pandemie aufgrund eines veränderten Bedarfs (geringe Nachfrage, hohe Leerstände) besonders im Stress, was sich bereits in spürbarem Preisdruck bemerkbar machte. Der Fokus der Anleger richtet sich derzeit insgesamt verstärkt auf die Kreditrisiken der Institute, aber auch – als Lehre der vergangenen Krisen – auf die Liquidität.

USA: Insbesondere wenn das Engagement in diesem spezifischen Segment des Immobilienmarktes deutlich ist, bekommen Banken die Auswirkungen zu spüren. US-Regionalbanken sind dabei – wie oben beschrieben – relativ stärker als die großen Universalpendants engagiert. Insofern dürfte das (negative) Beispiel NYCB nicht ohne Nachahmer bleiben. Die überregionalen Großbanken in den USA haben – gemessen am Bilanz- bzw. Kreditvolumen – nur in geringerem Maße Exposure zum US-Gewerbeimmobilienmarkt. Für dieses vergleichsweise geringe Engagement wurden bereits in deutlichem Umfang Rückstellungen erhöht. Wegen der breiten Ertragskraft dieser Banken dürfte eine weitere Verschlechterung der Kreditqualität grundsätzlich kein Problem darstellen. Bei den von uns beobachteten Werten ist die relativ stärkste Exposition bei Wells Fargo auszumachen, gefolgt von J.P. Morgan und Bank of America.

Europa: In Europa haben insbesondere Spezial-Finanzierer wie die Deutsche Pfandbriefbank (kein Votum) oder auch die Aareal Bank (nicht börsennotiert) wegen ihres Geschäftsfokus auf gewerbliche Immobilienfinanzierungen ein besonderes

Exposure bei US-Gewerbeimmobilien. Aber auch breiter aufgestellte Geschäftsbanken haben zum Teil ein nennenswertes Engagement. Bei den von uns beobachteten Universalbanken bewegt sich das gesamte Engagement in dieser Asset-Klasse in einem Bereich von etwa 8% bis max. 12% des Kreditportfolios. Davon wiederum ist nur ein kleiner und oftmals unbedeutender Teil dem US-Markt zuzurechnen (z.B. Deutsche Bank 3,5% des Kreditbuchs, BNP 0,6%). Zur weiteren Risikoabschwächung trägt bei, dass der Anteil der Ausleihungen im kritischen Büroimmobilienbereich noch einmal deutlich geringer ausfällt (Deutsche Bank als vergleichsweise am stärksten exponiertes Institut unserer Coverage mit 1,5% der Kredite bzw. 7 Mrd. Euro Kreditvolumen). Einem Engagement stehen üblicherweise auch entsprechende Sicherheiten gegenüber; im Zuge eines (absehbar) kritischen Verlaufs haben Banken zudem bereits Risikovorsorge bilden müssen.

Die Simulation eines 10%igen Ausfalls beim US-Gewerbeimmobilienexposures bei ausgewählten Banken zeigt, dass auch weitere Rückstellungserfordernisse gut gemeistert werden dürften.

Tabelle: Höherer Rückstellungsbedarf für die großen Institute gut zu verkraften

Europäische Banken: Auswirkung eines 10%igen Verlustes auf das US-Büroimmobilien-Engagement

	in Mrd. Euro				in %-Punkte	
	Exposure	Risikokosten bei 10% Verlust	Reserven	zusätzlich Risikokosten	Auswirkung harte Kernkapitalquote	letzte Kernkapitalquote
Deutsche Bank	7	0,7	0,2	0,5	0,1	13,7
Santander	2	0,2	0	0,2	0,02	12,3
Barclays	0,5	0,1	0	0,1	0,01	13,9
ING	1,3	0,1	0	0,1	0,03	14,7

Insofern ist die Büroimmobilien-Krise vor allem ein Belastungsfaktor für das Stimmungsbild, was die Kapitalkosten des Sektors hochhält. Aber auch Wirkungen auf die Liquidität und Refinanzierung der betroffenen Institute rücken in den Fokus. Hier punkten in der Regel die Europäer (und die großen US-Banken).

Fazit

Der gewerbliche Immobilienmarkt steht nicht nur, aber insbesondere in den USA unter Druck. Hier ist zu erwarten, dass die Bewältigung der Probleme insbesondere bei den Büroimmobilien einige Jahre dauert. In Europa muss die Entwicklung des Segments ebenfalls verfolgt werden, denn auch hier fallen die Preise und verschlechtern sich die Bewertungsrelationen (wenngleich weniger deutlich als in den USA) für die Finanzierer. Insofern sind weitere Rückstellungen von Banken zu erwarten. Dies trifft aber auf kapitalseitig gut ausgestattete Banken, mit – auch durch die Zinswende – verbesserter Profitabilität und einer häufig diversifizierten Finanzierungsstruktur, z.B. auf der Einlagenseite. Es kann daher nicht von einer systemischen Krise gesprochen werden.

Impressum

Herausgeber

Commerzbank Aktiengesellschaft, Kaiserplatz, 60261 Frankfurt am Main. Diese Ausarbeitung oder Teile von ihr dürfen ohne Erlaubnis der Commerzbank weder reproduziert noch weitergegeben werden, ©2024.

Redaktion

Bernd Weidensteiner, Volkswirt
Dr. Christoph Balz, Volkswirt
Michael Cloth, CEFA

Detaillinformationen zu den Chancen und Risiken der genannten Produkte hält Ihr Berater für Sie bereit.

Wichtige Hinweise

Adressat

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der Commerzbank AG in Kontinentaleuropa bestimmt. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Kein Angebot; keine Beratung

Diese Information dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung allein ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung.

Informationsquellen; Aktualisierungsbedingungen

Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Wesentliche Informationsquellen für diese Ausarbeitung sind Informationen, die die Commerzbank AG für zuverlässig erachtet. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung.

Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Prospekt

Den aktuellen veröffentlichten Emissions- oder Verkaufsprospekt erhalten Sie in jeder Commerzbank-Filiale.

Interessenkonflikte im Vertrieb

Die Commerzbank AG erhält für den Vertrieb des genannten Wertpapiers den Ausgabeaufschlag und/oder Vertriebs-/Vertriebsfolgeprovisionen von der Fondsgesellschaft oder Emittentin bzw. erzielt als Emittentin oder Verkäuferin eigene Erträge.

Auswirkung von Inflation

Grundsätzlich beeinflusst die Entwicklung der Inflationsrate Ihren Anlageerfolg. Ein daraus resultierender Kaufkraftverlust betrifft sowohl die erzielten Erträge als auch Ihr investiertes Kapital.

Darstellung von Wertentwicklungen

Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine verlässliche Prognose für die Zukunft. Die Wertentwicklung kann durch Währungsschwankungen beeinflusst werden, wenn die Basiswährung des Wertpapiers/Index von EURO abweicht.

Die folgende Musterrechnung verdeutlicht die Auswirkungen anfallender Transaktionskosten bei unterschiedlichen Szenarien/Kursverläufen:

Absolute prozentuale Entwicklung des Aktienkurses	+10%	0%	-10%
Ergebnis nach Transaktionskosten (hier 1% Kosten bei Kauf und Verkauf unterstellt)	+7,8%	-2%	-11,8%

Bitte beachten Sie, dass diese Kosten in den abgebildeten Charts nicht berücksichtigt sind

Andere Interessen der Commerzbank AG; Hinweis zu möglichen Interessenkonflikten

Als Universalbank kann die Commerzbank AG oder eine andere Gesellschaft der Commerzbank Gruppe mit Emittenten von in der Information genannten Wertpapieren in einer umfassenden Geschäftsverbindung stehen (z.B. Dienstleistungen im Investmentbanking; Kreditgeschäfte). Sie kann hierbei in Besitz von Erkenntnissen gelangen, die in der Information nicht berücksichtigt sind. Ebenso können die Commerzbank AG, eine andere Gesellschaft der Commerzbank Gruppe oder Kunden der Commerzbank AG Geschäfte in oder mit Bezug auf die hier angesprochenen Wertpapiere getätigt haben.

Nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten der Commerzbank AG finden Sie unter www.commerzbank.de/wphg.

Votenverteilung

Eine Übersicht der Votesverteilung für das vergangene Quartal über alle vom Chief Investment Office des Geschäftsfeldes Group Research der Commerzbank AG analysierten Werte, verglichen mit der Votesverteilung für Werte, für die die Commerzbank AG Investment-Banking-Dienstleistungen erbringt, finden Sie unter www.commerzbank.de/wphg.

Votenänderungen

Die Votes der Anlageexperten des Geschäftsfeldes Group Research – Chief Investment Office der Commerzbank AG in den vergangenen 12 Monaten lauteten:

Wells Fargo, WKN – 857949

Votum	Geändert am
Verkauf	12. Juni 2023
Kauf	17. Januar 2022

Bank of America, WKN – 858388

Votum	Geändert am
Verkauf	08. Mai 2023
Kauf	09. März 2021

JPMorgan Chase, WKN – 850628

Votum	Geändert am
Kauf	24. Mai 2022

Deutsche Bank, WKN – 514000

Votum	Geändert am
Kauf	28. April 2021

BNP Paribas, WKN –887771

Votum	Geändert am
Kauf	30. Oktober 2018

Santander, WKN – 858872

Votum	Geändert am
Kauf	13. Februar 2024
Verkauf	26. August 2020

Barclays, WKN – 850403

Votum	Geändert am
Verkauf	08. September 2023
Kauf	17. September 2018

ING Group, WKN – A2ANV3

Votum	Geändert am
Verkauf	12. Februar 2024
Kauf	01. Februar 2024
Starker Kauf	26. Januar 2023

Das Votum bezeichnet die zentrale, auf Markt- und Produktmerkmalen begründete allgemeine Einschätzung der Commerzbank Anlageexperten zum jeweiligen Produkt. Das Votum stellt hingegen keine individuelle Anlageempfehlung dar. Weitere Informationen zu unseren Bewertungsmodellen und unserer Votesystematik finden Sie unter www.commerzbank.de/wphg.

Aufsichtsbehörden

Europäische Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt (Internet: www.bafin.de)

BAK Nr. 100005