



US-Immobilienmarkt: In reifer Phase

AUTOREN
Dr. Stefan Mitropoulos
Patrick Franke

REDAKTION
Patrick Franke

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Der Anstieg der US-Hauspreise hat bereits beachtliche Ausmaße erreicht, eine Trendwende zeichnet sich jedoch bislang nicht ab.
- Am Büroimmobilienmarkt in den USA haben die Mieten in den letzten Jahren nur moderat zugelegt, ganz im Gegensatz zum kräftigen Anstieg der Immobilienwerte.
- Die Kredite für gewerbliche Immobilien laufen im Konjunkturzyklus nach und zeigen bisher keine Ungleichgewichte. Bis zum Ende des Zyklus kann es daher noch dauern.

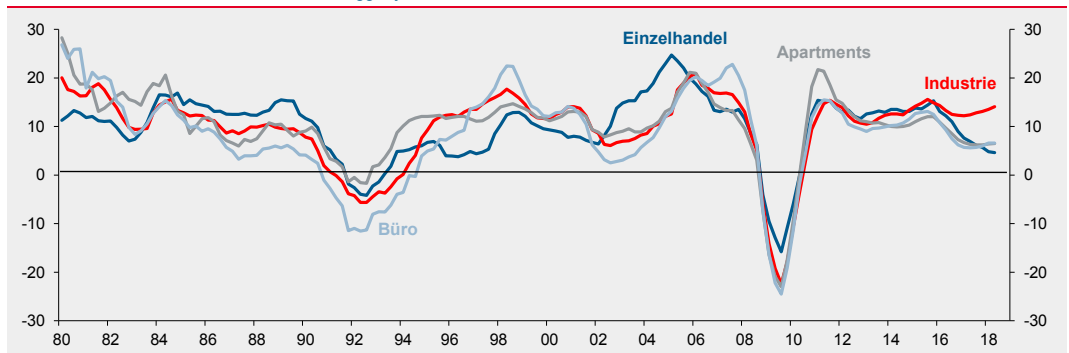
1 Auf einen Blick	1
2 Ausgewählte Immobilienanalysen	2
2.1 US-Wohnungsmarkt: Auf zu alten Höhen?.....	2
2.2 Büromarkt: Ein eher müder Aufschwung.....	3
2.3 US-Kreditmarkt: Nach dem Gipfel geht es abwärts.....	4

1 Auf einen Blick

Dr. Stefan Mitropoulos
Tel.: 0 69/91 32-46 19

Normalisierung, aber noch kein Ende des Aufschwungs

NCREIF Immobilienindex, Gesamtrendite, % gg. Vj.



Quellen: NCREIF, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Der US-Immobilienmarkt befindet sich in einer späten Phase eines langjährigen Aufschwungs. Gemessen an der Gesamtrendite (die sich aus Wertänderungsrendite plus Casflow-Rendite zusammensetzt) gewerblicher Immobilien liegt der Immobilienindex des Verbands NCREIF seit dem Einbruch infolge der Finanzkrise nunmehr acht Jahre im positiven Bereich. Nach mehr als fünf Jahren mit andauernd hohen Gesamtrenditen im zweistelligen Bereich kam es seit etwa Anfang 2016 zu einer Normalisierung. Von den wichtigen Nutzungsarten sind die Wertsteigerungen bei Einzelhandelsimmobilien am deutlichsten zurückgegangen. Nur die u.a. vom zunehmenden Onlinehandel profitierenden Industrieimmobilien weisen eine unverändert hohe Performance aus. Trotz des fortgeschrittenen Zyklus scheint dank der robusten Konjunktur und noch immer niedriger Zinsen ein Ende der Preissteigerungen nicht unmittelbar bevorzustehen. Im 2. Quartal 2018 lag die Gesamtrendite über alle Nutzungsarten mit 7,2 % gg. Vj. etwa auf dem Niveau der Vorquartale.

2 Ausgewählte Immobilienanalysen

2.1 US-Wohnungsmarkt: Auf zu alten Höhen?

Dr. Stefan Mitropoulos
Tel.: 0 69/91 32-46 19

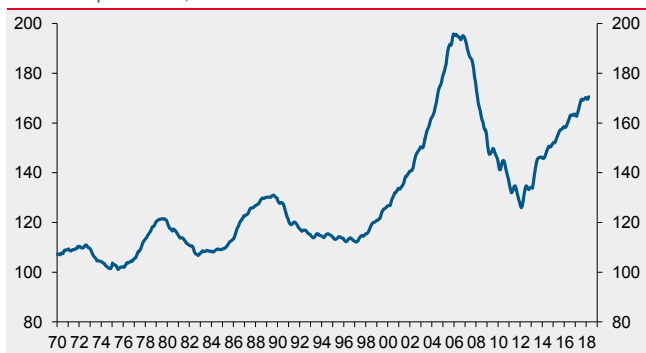
Der aktuelle Aufschwung am US-Wohnungsmarkt ist beachtlich. Sowohl das Ausmaß als auch die Dauer des Preisanstiegs bleiben allerdings noch deutlich hinter dem letzten Boom zurück. Derzeit spricht wenig für eine baldige Trendwende.

US-Eigenheimpreise
steigen bis zuletzt
unvermindert

Seit vor gut zehn Jahren von den Subprime-Krediten in den USA die weltweite Finanzkrise ausging, erfreut sich der dortige Wohnungsmarkt eines besonderen Interesses. Und wie im letzten Boom hat der Preisanstieg bei Eigenheimen inzwischen wieder ein beachtliches Ausmaß erreicht. Der Case-Shiller Composite Index, der die Preisentwicklung von insgesamt 20 Ballungsräumen erfasst, hat seit dem Tiefstand im Frühjahr 2012 kontinuierlich zugelegt und lag nach letztem verfügbaren Stand im Mai 3 % über seinem historischen Höchststand im Jahr 2006. Mit einem Anstieg um 6,5 % gegenüber dem Vorjahr hat sich die Preisentwicklung seit Mitte 2016 sogar leicht beschleunigt (5 % gg. Vj.). Nicht ganz so spektakulär sieht die Expansion in inflationsbereinigter Betrachtung aus (siehe Chart links). Hier erreicht der Preisanstieg der US-Eigenheime bisher insgesamt etwa 35 %, gegenüber 74 % im Aufschwung vor der Finanzkrise. Auch die Dauer der Phase steigender Hauspreise bleibt noch deutlich hinter der in den Jahren 1997 bis 2006 zurück (116 Monate damals gegenüber 74 Monaten bisher).

Eigenheimpreise schon wieder ambitioniert...

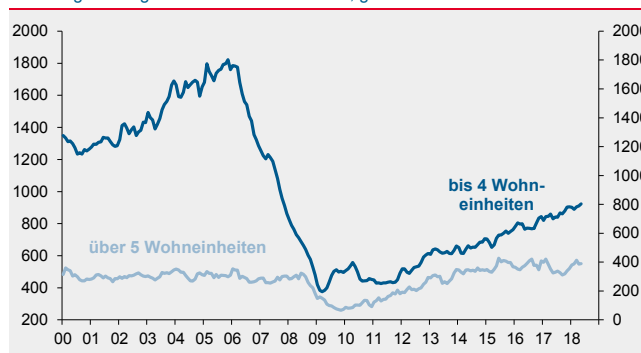
Reale Hauspreise USA, Index



Quellen: R. Shiller, Irrational Exuberance, Helaba Volkswirtschaft/Research

...aber Wohnungsbauaktivität noch moderat

Wohnungsbaubeginne in Tausend Einheiten, gleitende 3-Monats-Durchschnitte



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Keine Übertreibungen
auf der Angebotsseite

Eine Reihe von Indikatoren zur US-Wohnungsbautätigkeit spricht bislang gegen eine zu starke Ausweitung des Wohnungsangebots. So sind die Wohnungsbauinvestitionen im vergangenen Jahr mit preisbereinigt 3,3 % nur moderat gestiegen. Die Daten für das erste Halbjahr 2018 waren sogar rückläufig, während die Gesamtwirtschaft zuletzt kräftig an Schwung gewonnen hat. Die Bauintensität, gemessen an den Wohnungsbauinvestitionen bezogen auf das BIP, liegt mit zuletzt knapp 4 % recht niedrig – im Durchschnitt der Jahre 2003 bis 2006 waren es 6 %. Auch die Zahl der Wohnungsbaugenehmigungen, Baubeginne und Fertigstellungen steigt zwar seit Jahren, ist aber derzeit nur etwas mehr als halb so hoch wie während der letzten Boomphase. Nur im volumenmäßig kleineren Segment der Wohngebäude mit fünf und mehr Einheiten wurde das Angebot bereits deutlich ausgeweitet, so dass die Leerstände von niedrigen Niveaus leicht zunehmen könnten. Dagegen hat das Eigenheimsegment noch viel Luft nach oben. So hat die Wohneigentumsquote nach mehrjährigem Rückgang längst die Talsohle durchschritten und zuletzt wieder leicht auf 64,3 % zugelegt. Dies sorgt für eine steigende Nachfrage nach Eigenheimen, auch wenn angesichts der negativen Erfahrungen der jüngsten Finanzkrise eine Rückkehr zu den hohen Werten von 69 % unwahrscheinlich ist. Höhere Hauspreise bei überschaubaren Lohnzuwächsen und tendenziell steigenden Hypothekenzinsen könnten die Erschwinglichkeit von Wohneigentum weiter verringern. Die Hypothekenzinsen mit 30-jähriger Zinsbindung sind bereits seit Ende 2016 von rund 3½ % um gut einen Prozentpunkt gestiegen, liegen damit aber noch deutlich unter dem 20-Jahres-Durchschnitt von 5,4 %.

Dr. Stefan Mitropoulos
Tel.: 0 69/91 32-46 19

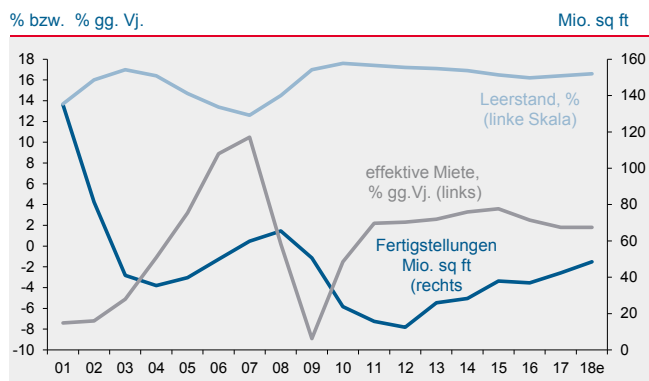
2.2 Büromarkt: Ein eher müder Aufschwung

Der Bürovermietungsmarkt in den USA konnte von der seit Jahren steigenden Beschäftigung nur wenig profitieren. Moderat steigende Büromieten und eine landesweit noch immer hohe Leerstandsrate stehen im Kontrast zu den kräftig gestiegenen Immobilienwerten.

Hoher Leerstand,
moderater Mietanstieg
und Bautätigkeit

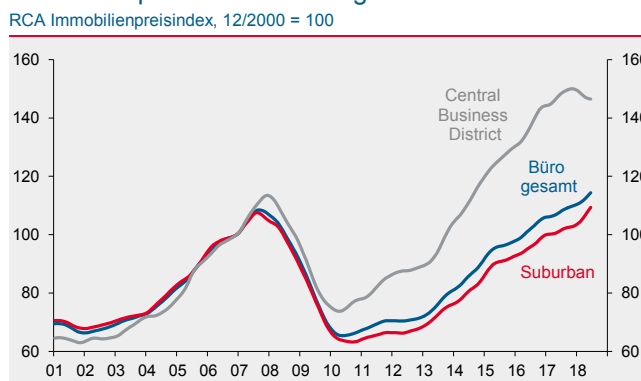
Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für den US-Büromarkt sind eigentlich sehr positiv. Die Konjunktur läuft rund und hat dank zusätzlicher fiskalischer Impulse zuletzt nochmals deutlich an Dynamik gewonnen. Nach einem Wachstum des Bruttoinlandsproduktes 2017 von preisbereinigt 2,2 % sind im laufenden Jahr rund 3 % zu erwarten. Der Arbeitsmarkt hat sich in den ersten Jahren nach der Finanzkrise zwar verglichen mit früheren Zyklen recht langsam erholt, längst ist aber mit einer Arbeitslosenrate von rund 4 % quasi Vollbeschäftigung erreicht. Von dem seit 2011 kontinuierlichen Zuwachs von jährlich zwei bis drei Millionen Stellen (der sich mittlerweile auf mehr als 19 Mio. summiert) sollte auch der Büromarkt profitiert haben. Tatsächlich aber vollzieht sich die Erholung hier langsam. Die Bauaktivität nimmt seit dem Rekordtief der Fertigstellungen 2012 zu, bleibt aber gerade im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen – insbesondere gegenüber den sehr hohen Fertigstellungsvolumina zu Beginn des Jahrtausends – auf niedrigem Niveau. Dennoch ist es in den vergangenen Jahren nicht zu einer nennenswerten Absorption von Büroflächen gekommen. Dabei dürfte auch die effizientere Nutzung von Büroflächen eine Rolle gespielt haben. Daher hat sich die nationale Leerstandsrate seit dem Höchststand 2010 von landesdurchschnittlich 17,6 % nur um einen bescheidenen Prozentpunkt zurückgebildet. Auch der Anstieg der effektiven Büromieten fällt in diesem Jahr mit durchschnittlich rund 2 % wie im Vorjahr überschaubar aus.

Beharrlich hohe Leerstandsrate



Quellen: REIS, Helaba Volkswirtschaft/Research

Immobilienpreise weit vorausgelaufen



Quellen: RCA, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die führenden Bürozentren entwickeln sich je nach regionaler Beschäftigungsstruktur recht unterschiedlich, aber meist besser als der nationale Durchschnitt. So beträgt die Leerstandsrate im vom Technologiesektor geprägten San Francisco nur knapp 10 %, die Mieten können hier mit 4 % deutlich zulegen. Der Ballungsraum New York weist mit rund 8 % einen noch niedrigeren Leerstand auf. Eine Ausnahme unter den größten Bürostandorten ist Chicago mit einem überdurchschnittlich hohen Leerstand von etwa 18 % und einem bestenfalls geringen Anstieg der Büromieten.

Kaufpreise im Core-Segment steigen nicht mehr

Im Gegensatz zur verhaltenen Entwicklung an den Vermietungsmärkten steht die Dynamik am Investmentmarkt. Getrieben von den niedrigen Zinsen sind die Büroimmobilienpreise in den letzten Jahren kräftig gestiegen – gemessen am Immobilienindex von RCA seit 2010 um etwa 75 %. Dagegen legten die Büromieten nur um durchschnittlich 20 % zu. Besonders hohe Preissteigerungen wurden in den besten innerstädtischen Lagen verzeichnet. Hier haben die Preise allerdings zuletzt nicht mehr zugenommen, während weniger zentrale Lagen nun aufholen. Eine Trendwende in der Preisentwicklung am gesamten Büromarkt ist derzeit noch nicht auszumachen, die Luft wird aber dünner. Zwar dürfte die US-Geldpolitik auch 2019 noch nicht restriktiv wirken und damit die Konjunktur nicht belasten. Anlagealternativen am Rentenmarkt werden aber mit fortschreitendem Zinserhöhungszyklus relativ attraktiver. Dies könnte die Nachfrage der ohnehin schon hoch bewerteten Immobilieninvestments dämpfen und den Preisanstieg beenden.

2.3 US-Kreditmarkt: Nach dem Gipfel geht es abwärts

Die Expansionsphase bei den Gewerblichen Immobilienkrediten (CRE) kommt in die Jahre. Wir haben im Rahmen unserer Reihe „Credit Watch“ diese Kreditart analysiert¹ und kommen zu dem Ergebnis, dass dieser Markt die besten Tage gesehen hat. Bis zum Ende des Zyklus kann es aber noch ein paar Jahre dauern, denn die Gewerbeimmobilien laufen im Konjunkturzyklus nach – und es sind noch keine nennenswerten Ungleichgewichte bei den Krediten erkennbar.

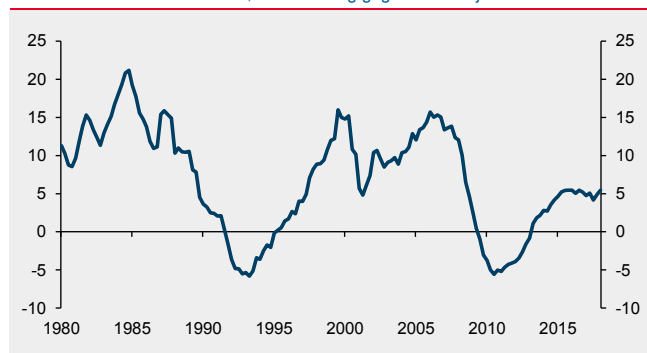
Zyklus in Zeitlupe

Der CRE-Markt ist in mancher Hinsicht symptomatisch für den aktuellen Konjunkturzyklus in den USA. Obwohl die wirtschaftliche Expansion inzwischen überdurchschnittliche neun Jahre dauert, sind spätyyklische Exzesse bislang weitgehend ausgeblieben. Trotz der rekordniedrigen Zinsen hat sich das ausstehende Volumen an CRE-Krediten nur graduell erholt. Die Zuwachsraten waren mit rund 5 % in den vergangenen Jahren deutlich niedriger als in vorangegangenen Zyklen.

Es sieht derzeit nicht so aus, als würde die Fed ihr Zinserhöhungstempo deutlich erhöhen. Ein restriktives Zinsniveau, in der Regel eine notwendige Bedingung für eine Korrektur des Kreditwachstums, liegt daher in weiter Ferne. In realer Betrachtung, also inflationsbereinigt, sind selbst die Renditen zehnjähriger Treasuries aktuell noch negativ. Die Ausfallquoten bei den CRE-Krediten bewegen sich nahe ihren Allzeittiefs. Auch hier ist die Botschaft: Es kann eigentlich nur schlechter werden – fragt sich nur wann.

Kreditvolumen: Zuwachsraten stabil bei 5 %

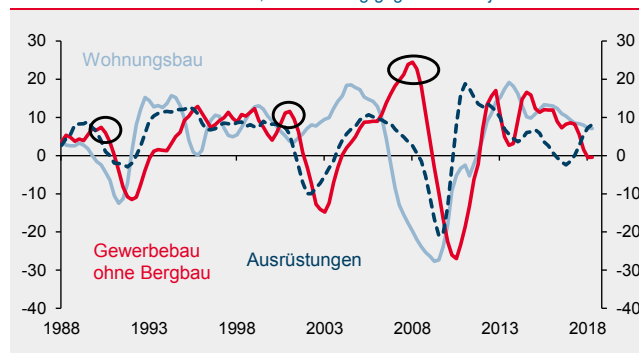
Kredite für Gewerbeimmobilien, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Der Gewerbebau „hinkt im Zyklus hinterher“

Investitionen der Privatwirtschaft, Veränderung gegenüber Vorjahr in %*



* Geglättet. Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Atempause im Gewerbebau?

Natürlich bewegt sich der CRE-Kreditzyklus nicht „im luftleeren Raum“ – er hängt an der Realwirtschaft und insbesondere am Auf und Ab des Immobiliensektors. Zuletzt waren die einschlägigen Makrodaten durch eine Sonderkonjunktur in den Bergbau- und Energiebranchen verzerrt. Für den Gewerbebau ohne Bergbau gibt es aber definitiv einen regulären Konjunkturzyklus. Er hinkt in der Regel anderen Nachfrage- und Investitionskategorien hinterher, sicher auch, weil hier die Planungsperioden deutlich länger sind als bei Einfamilienhäusern oder bei der Anschaffung einer Maschine. In den vergangenen Zyklen drehte der Gewerbebau jedenfalls konsistent als letzte Investitionsart nach unten. Am aktuellen Rand zeigt die geglättete Veränderungsrate spürbar abwärts – im Q2 2018 liegt sie sogar leicht unter der Nulllinie. Die Vorjahresraten der einzelnen Komponenten haben sich aber inzwischen mehrheitlich stabilisiert – für die jüngste Abschwächung beim Gesamttaggregat war nicht zuletzt ein auslaufender Boom bei den Logistik-Gebäuden verantwortlich. In diesem Segment erreichten die Zuwachsraten zeitweise 40 % pro Jahr und mehr.

Alles in allem ergibt sich ein Bild, das auf eine fortgeschrittene Position im CRE-Zyklus hindeutet, ohne dass sich dessen (letztlich unvermeidliches) Ende aber schon konkret abzeichnen würde. Die Risiken für die Gesamtwirtschaft und die Finanzstabilität sind daher auf absehbare Zeit nicht vernachlässigbar, aber überschaubar. ■

¹ Siehe unser USA Aktuell „[Credit Watch: Die Luft wird dünner bei Gewerbeimmobilien](#)“ vom 23. Juli 2018.