



## Credit Watch: Die Luft wird dünner bei Gewerbeimmobilien

**AUTOR**

Patrick Franke  
Telefon: 0 69/91 32-47 38  
research@helaba.de

**REDAKTION**

Dr. Stefan Mitropoulos

**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

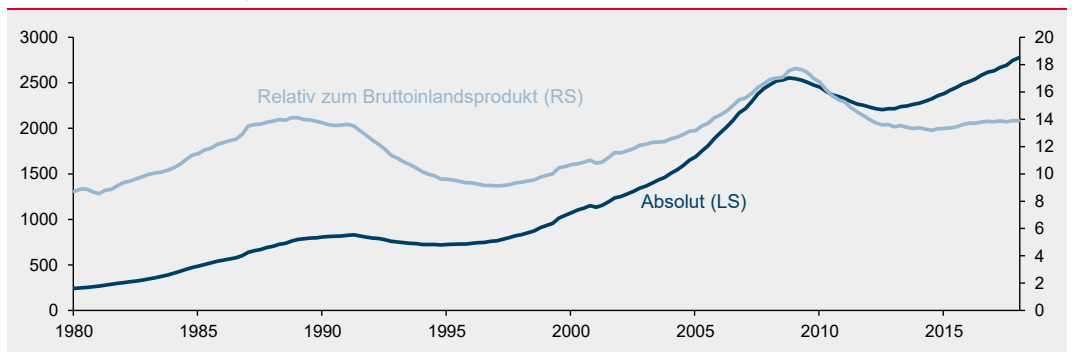
- Die Expansionsphase bei den Krediten für Gewerbeimmobilien (CRE) kommt in die Jahre.
- Das Ende des Zyklus rückt näher, kann aber noch zwei oder mehr Jahre auf sich warten lassen, denn die Gewerbeimmobilien laufen im Konjunkturzyklus eher nach.
- Rund zehn Jahre nach dem Start der Finanzkrise wird immer wieder diskutiert, ob die eine oder andere Kreditkategorie in den USA nicht zu einer neuen Subprime-Krise führen wird.
- In einer losen Folge von Publikationen nehmen wir daher einige dieser angeblichen Achillesfersen der amerikanischen Wirtschaft in Augenschein.<sup>1</sup>
- Wir stellen jeweils grundlegende Fakten zusammen und bestimmen mit Hilfe der Dimensionen „Volumen“, „Risiko“ und „Konzentration“ die gesamtwirtschaftliche Relevanz.

Mit einem Immobilienentwickler im Weißen Haus könnte man meinen, dass bei den Gewerbeimmobilien erst mal nichts anbrennen kann. Auf den zweiten Blick zeigt sich aber, dass der Zyklus in diesem Kreditsegment schon recht weit fortgeschritten ist. Wie viele andere Größen auch haben sich die CRE-Kredite in der laufenden Expansionsphase zwar absolut gesehen von ihrem Rückgang in bzw. unmittelbar nach der Rezession erholt, relativ zur Größe der US-Wirtschaft war dies aber ein sehr verhaltener Vorgang. Gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) liegt das Kreditaggregat aktuell sogar nur unwesentlich höher als auf seinem zyklischen Tief und noch spürbar unter dem jüngsten Hoch vor knapp zehn Jahren. Dies spiegelt den ungewöhnlichen Charakter des derzeitigen Konjunkturzyklus wider: Die Erholung fiel insgesamt sehr graduell aus.

Trotzdem spricht einiges dafür, dass die besten Zeiten hinter uns liegen und der Kreditzyklus in diesem Segment bereits in seine Spätphase eingetreten ist. Diese kann allerdings eine Weile dauern – denn selbst rund zehn Jahre nach der Krise sind die Zinsen in den USA immer noch ungewöhnlich niedrig. Real – also bereinigt um Preissteigerungen – ist der kurzfristige Zins negativ, selbst die Rendite zehnjähriger Treasuries liegt unter 1 %. Wenn die Fed ihr Zinserhöhungstempo nicht spürbar erhöhen muss, liegt eine restriktive Geldpolitik, die üblicherweise den Kreditzyklus beendet, noch in weiter Ferne. Dies gilt auch, wenn man als Orientierungsmarke nicht die Zinsgipfel der Vergangenheit verwendet, sondern realistischere (d.h. deutlich niedrigere) Werte.

### Der Korrektur folgte nur eine Stabilisierung – kein Boom

Kredite für Gewerbeimmobilien, Mrd. Dollar\*



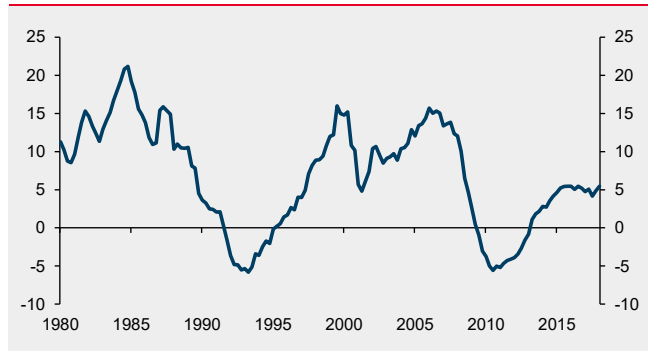
\* Ohne Landwirtschaft und Wohnungsbau. Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

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.

<sup>1</sup> Siehe Verzeichnis auf S. 5 für die bisher erschienenen Ausgaben dieser Reihe.

### Solider Zuwachs beim Kreditvolumen insgesamt...

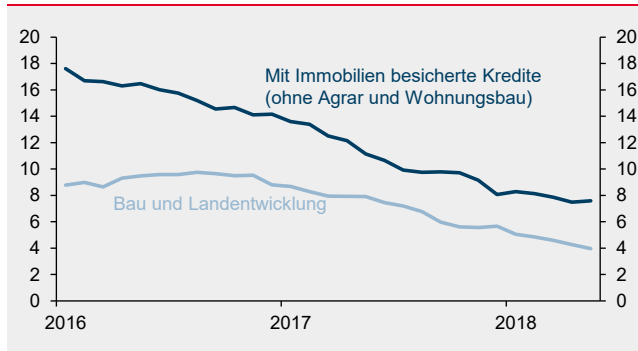
Kredite für Gewerbeimmobilien, Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### ...aber die Geschäftsbanken bremsen

Kredite für Gewerbeimmobilien, Veränderung gegenüber Vorjahr in %\*



\* bei den Geschäftsbanken.

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Verhaltener Zyklus

Die Kredite für Gewerbeimmobilien („commercial mortgages“) sind gesamtwirtschaftlich eine nicht zu vernachlässigende Größe. In den vergangenen Jahrzehnten lag das ausstehende Volumen stets über 10 % am BIP, die zyklischen Schwankungen fielen relativ zu anderen Kreditaggregaten prägnant aus. Der Begriff „Gewerbeimmobilien“ ist dabei allerdings nicht eindeutig abgegrenzt. Statistisch zählt beispielsweise der Bau von mehrgeschossigen Wohngebäuden zum Wohnungsbau („residential“), nicht zu „commercial real estate“. Auch der Landwirtschaftssektor wird in der Regel ausgeklammert und separat erfasst.

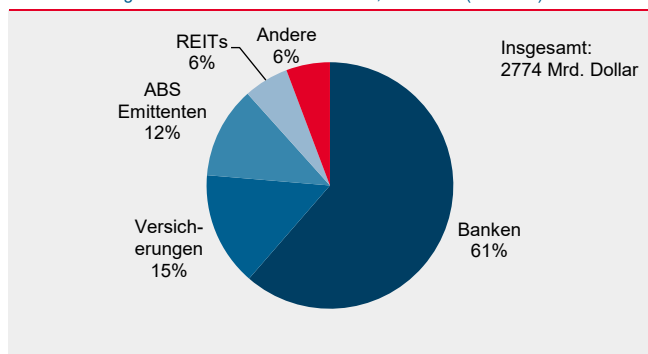
„Zyklus in Zeitlupe“ – auch bei den CRE-Krediten

Die so relativ eng definierte Kreditart hat in diesem Zyklus ein solides Wachstum verzeichnet – blieb aber deutlich hinter den zweistelligen Zuwachsraten der früheren Expansionsphasen zurück. Seit 2015 wächst das Volumen der ausstehenden Gewerbeimmobilienkredite recht konstant mit 5 % pro Jahr und damit mehr oder weniger im Einklang mit dem nominalen BIP.

Dabei lässt die Dynamik der Kreditvergabe der Geschäftsbanken im engeren Sinne, die für rund 60 % des ausstehenden Volumens stehen, allerdings bereits seit einiger Zeit nach. Bei mit Immobilien besicherten Krediten ist die Veränderungsrate von 18 % auf 8 % und bei den Krediten für Bau und Landentwicklung von 8 % auf 4 % gefallen. Entsprechend müssen andere Kreditgeber eingesprungen sein, die den Zuwachs des Gesamt aggregats konstant gehalten haben.

### Dominierende Rolle der Banken

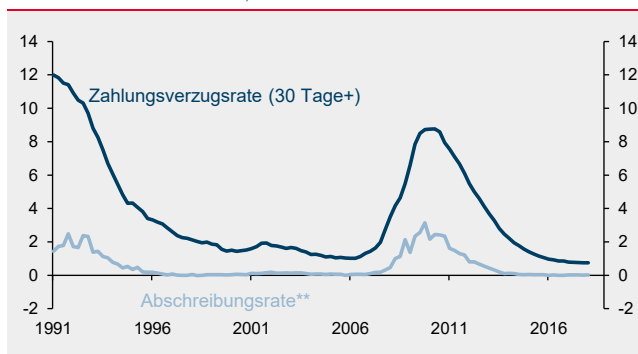
Anteile an den gewerblichen Immobilienkrediten, Aktivseite (Q1 2018)



Quellen: FRB, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Ausfallquoten auf Rekordtief

Kredite für Gewerbeimmobilien, % des ausstehenden Volumens\*



\* bei den Geschäftsbanken. \*\* Abzüglich Zuschreibungen, annualisiert.

Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ein Blick in die Finanzierungsrechnung der Fed zeigt, dass auf der Aktivseite neben den dominierenden Banken vor allem drei andere Gruppen von Kreditgebern aktiv sind. Auf dem 2. Platz kommen die Versicherungen mit einem Anteil von rund 15 %, dann die Emittenten von mit Hypotheken besicherten Wertpapieren (ABS) und schließlich die REITs. In den vergangenen Jahren haben REITs und ABS-Emittenten ihre Position weitgehend konstant gehalten. Versicherungen

hingegen haben ihre Aktivität in diesem Segment spürbar erhöht: Von Ende 2014 bis März 2018 stieg das Volumen der von ihnen gehaltenen CRE-Kredite um rund ein Drittel. Wir kommen auf dieses Phänomen weiter unten noch einmal zurück.

### Ausfallquoten: „The only way is up!“

Aktuell kaum  
Kreditausfälle

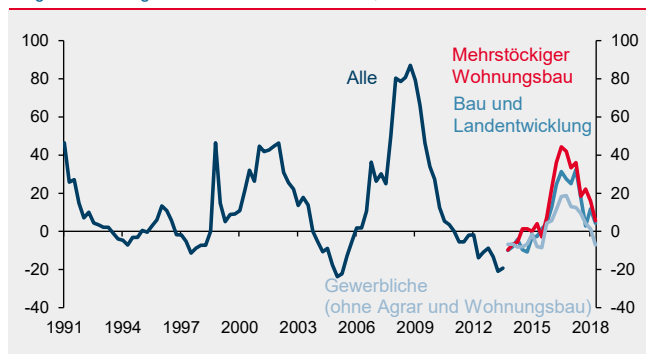
Dass der Kreditzyklus aktuell nahe seines Gipfels ist, wird unter anderem von den Ausfallquoten bestätigt, die derzeit so niedrig sind wie nie zuvor seit dem Beginn der derzeitigen Statistik Anfang der 1990er Jahre (Schaubild, S. 2). Die Zahlungsverzugsrate (30 Tage oder mehr) liegt aktuell bei 0,75 %, verglichen mit rund 8 % in der Finanzkrise und mit zweistelligen Raten während der „Savings & Loan“-Krise in den späten 1980er und frühen 1990er Jahren. Die Abschreibungen (Wertberichtigungen, saldiert mit Zuschreibungen) lagen zuletzt bei 0,02 %, einer vernachlässigbaren Größenordnung. Damit ist allerdings auch klar, dass es bei der Kreditqualität in diesem Segment eigentlich nur in eine Richtung gehen kann – nach unten. Steigende Ausfallquoten sind also nur eine Frage der Zeit. Aber wie lange wird das noch dauern? Interessanterweise sind die Rezession von 2001 und der vorangegangene Zinserhöhungszyklus der Fed, in dem der Leitzins bis auf 6,5 % stieg, in diesen Kreditausfallraten kaum zu erkennen. Eine konjunkturelle Eintrübung und eine straffere Geldpolitik allein reichen also wohl nicht aus. Zusätzlich muss der Zyklus bei den Immobilienpreisen bzw. die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien drehen.

### Bankenumfrage: Nachlassende Nachfrage, gelockerte Kriterien

Das Ende eines CRE-Kreditzyklus zeichnet sich traditionell durch zwei aufeinandertreffende Faktoren aus: eine nachlassende Nachfrage der Kreditnehmer und eine merklich straffere Kreditvergabe politik seitens der Banken. Der so genannte „Senior Loan Officer Opinion Survey“, den die Fed vier Mal im Jahr durchführt, belegt dies beispielhaft für die Korrekturphase 2007-2009. Am aktuellen Rand zeigt sich aber ein anderes Bild: Nach einer Phase restriktiverer Kreditvergabe lockern die Banken nun ihre Kriterien wieder (oder halten sie zumindest konstant). Gleichzeitig setzt sich der mehrjährige Trend einer abflauenden Dynamik bei der Kreditnachfrage fort – seit Anfang 2017 bewegen sich die entsprechenden Salden im negativen Bereich, was auf eine insgesamt fallende Kreditnachfrage hinweist.

#### Straffungsphase beendet

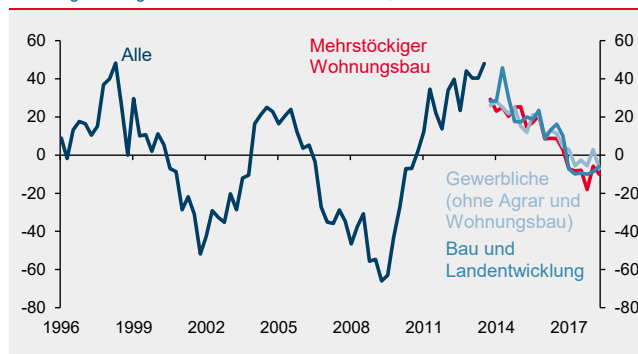
Vergabekriterien gewerbliche Immobilienkredite, Saldo\*



\* bei den Geschäftsbanken. Anteil derer, die straffen minus derer die lockern.  
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Kreditnachfrage gibt nach

Nachfrage nach gewerblichen Immobilienkrediten, Saldo\*

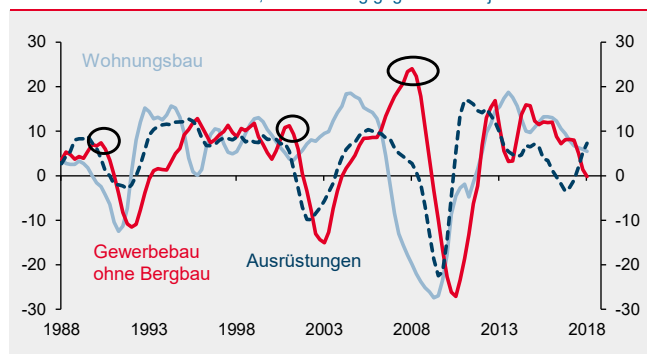


\* bei den Geschäftsbanken. Anteil derer, die stärkere Nachfrage melden minus derer die schwächere melden. Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Einzelfragen der Umfrage bieten einige zusätzliche Informationen. So haben die Banken zuletzt wohl vor allem ihre Zinsmargen reduziert, also den Aufschlag auf die eigenen Finanzierungskosten, den sie den Kunden in Rechnung stellen. Auf die Sonderfrage nach den Ursachen für dieses Verhalten lautete die mehrheitliche Antwort: wegen des verschärften Wettbewerbs durch andere Kreditgeber, auch außerhalb des Bankensektors. Dies deutet darauf hin, dass unter anderem die Versicherungen hier weiterhin mit den Geschäftsbanken konkurrieren.

## Der Gewerbebau „hinkt im Zyklus hinterher“

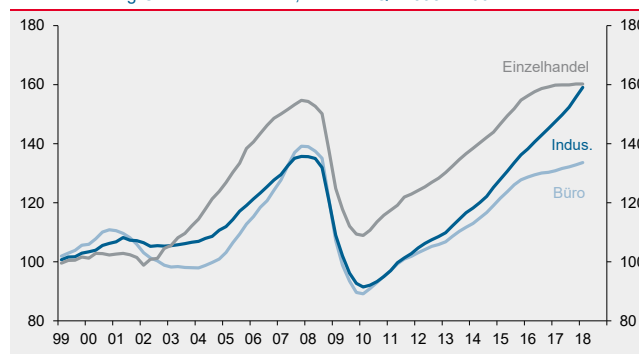
Investitionen der Privatwirtschaft, Veränderung gegenüber Vorjahr in %\*



\* Geglättet. Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

## Die Preise steigen – noch...

Wertentwicklung Gewerbeimmobilien, indexiert Q4 1998 = 100



Quellen: MSCI Real Estate, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Investitions- und Preiszyklus: „Long in the tooth“

Natürlich bewegt sich der CRE-Kreditzyklus nicht „im luftleeren Raum“ – er hängt an der Realwirtschaft und insbesondere am Auf und Ab des Immobiliensektors. Einzelne Kategorien von Gewerbeimmobilien – Einzelhandel, Industrie oder Büros – zeichnen sich dabei jeweils durch eine eigene Dynamik aus. Hinzu kommt, dass die Risiken von Krediten für Gewerbeimmobilien wie bei den Wohnungshypotheken oft weniger von einem landesweiten Zyklus dominiert werden als von lokalen Gegebenheiten. Regional sind innerhalb der USA häufig ganz unterschiedliche Entwicklungen zu beobachten. Aber selbst innerhalb einer Region kann die genaue „location“ entscheidend sein. Ein Projekt, das in Greenwich, Connecticut gut läuft, könnte im nur knapp 30 Meilen entfernten Bridgeport floppen. Das heißt aber nicht, dass es überhaupt keinen nationalen Zyklus gibt.

Für den Gewerbebau ohne Bergbau gibt es definitiv einen 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 nach unten – im Q1 2018 liegt sie sogar 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.

Alles hat ein Ende

Die Immobilienpreise lassen hingegen aktuell noch keine Wende nach unten erkennen. Das Einzelhandelssegment kämpft zwar seit einiger Zeit mit spezifischen Problemen. Industrie- und Büroobjekte legen aber weiter im Preis zu. Alles in allem ergibt sich also 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.

#### Auf einen Blick: Gewerbliche Immobilienkredite

Volumen:	2,7 Billionen Dollar (März 2018)
	13,9 % am BIP
Veränderung:	+16,5 % in den letzten drei Jahren
Zahlungsverzugsquote:*	0,75 % (März 2018)

Gefahr für Konjunktur und Finanzstabilität (Skala von ● bis ●●●):

Volumen:	●●
Risiko:	●
Konzentration:	●●

\* Kredite bei Geschäftsbanken, 30 Tage oder mehr im Zahlungsverzug

## Helaba-Publikationen: USA Aktuell

**Handelspolitik: Kalter Krieg?!**

29.05.2018

**Handelspolitik: Elefant im Porzellanladen**

05.04.2018

**Prognose Update: Jetzt geht's rund!**

14.02.2018

**Credit Watch: Unternehmen in der Schuldenblase?**

16.01.2018

**Steuerreform – der große Wurf daneben?**

08.01.2018

**Fiskalpolitik: Let's make a deal!**

07.09.2017

**Neue Fed = alte Fed?**

29.08.2017

**Credit Watch: Das geht auf Karte**

18.08.2017

**Credit Watch: Studenten im Schuldturm?**

12.07.2017

**Credit Watch: Bremsspuren am Automarkt?**

14.06.2017

**Zyklus: Totgesagte leben länger**

17.05.2017

**100 Tage Trump: Mehr als heiße Luft?**

28.04.2017

**US-Staatshaushalt: Kids in America?**

20.02.2017

**„Pay Big Border Tax!“ – was soll das sein?**

30.01.2017

**Außenhandel: „Fake news“ und Fakten**

19.01.2017

**Trump!**

09.11.2016

Alle Publikationen sind auf unserer Homepage [hier](#) verfügbar.

Informationen zum gesamten frei verfügbaren Research der Helaba finden Sie auf <http://volkswirtschaft.helaba.de>. Dort können Sie auch verschiedene Newsletter abonnieren. ■