



31. Juli 2023

## Management Summary

- Die Investmentvolumina sind in der ersten Jahreshälfte 2023 eingebrochen. Dies gilt nicht nur für das Bürosegment, sondern erstreckt sich über alle Segmente. Besonders stark wurde auch das Wohnsegment nach den Boomjahren 2021/22 getroffen.
- Die Cap Rates für Büro und Einzelhandel liegen nahe ihrer zehnjährigen Hochpunkte, starke Anstiege wurden auch für Logistik verzeichnet.
- Die Anstiege der Cap Rates sind vor allem durch die Preisentwicklung getrieben. Auch hier hat das Bürosegment mit einem Minus von knapp 30% die größten Verluste zu beklagen, Apartments landen mit einem Rückgang von rund 20% auf Platz Zwei.
- Ein Großteil der ausstehenden Immobilienschulden wird in den nächsten Jahren fällig. Vor dem Hintergrund hoher Zinsen und gesunkener Preise steigt das Ausfallrisiko. Während das Bankensystem nicht als gefährdet gilt, sind die Schwierigkeiten im Immobiliensektor noch nicht ausgestanden, aber es gibt auch Lichtblicke.

## Ansprechpartner

---

Nikola Stephan, Tel. (069) 7147-1023, nikola.stephan@deka.de

---

**Internet:** <https://deka.de/deka-gruppe/research>

**Impressum:** <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

## Rechtliche Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine deraartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



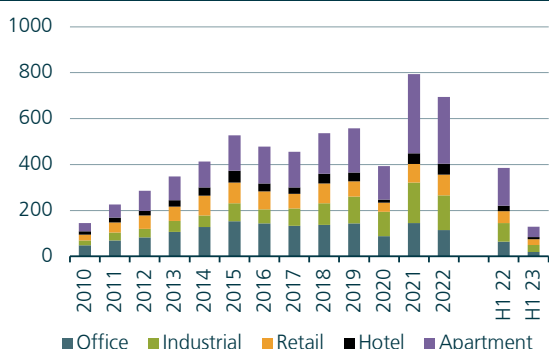
31. Juli 2023

**Investitionen brechen ein**

Die letzten Monate waren für den US-Immobilienmarkt nicht einfach. Die gestiegenen Zinsen belasteten den gesamten Markt, hinzu kamen im ersten Quartal 2023 die Sorgen um die Banken. Diese hatten eigentlich vorrangig gar nichts mit Immobilien zu tun, aber dennoch rückte die Assetklasse beim Umsehen nach weiteren Gefahrenpotenzialen in den Vordergrund. Nicht ganz unschuldig daran war vor allem das Bürosegment. Die Leerstandsquoten stiegen immer höher und bewegen sich derzeit nur noch knapp unterhalb der 20%-Marke für das Gesamtsegment. Die Schwäche im Büromarkt lag dabei gar nicht unbedingt in der Zins- oder wirtschaftlichen Entwicklung begründet. Denn der Arbeitsmarkt zeigte sich bis dahin relativ unberührt von der strafferen Geldpolitik. Vielmehr sind es noch die Nachwehen von Corona, die hier zu spüren sind. Denn US-Unternehmen tun sich schwer damit, ihre Mitarbeiter wieder in die Büros zurückzubekommen. Die Gründe dafür sind vielfältig: Lange Wege und damit verbundene Kosten, veraltete Büros, in einigen Städten hohe Kriminalität und nicht zuletzt auch die Präferenzen vor allem von jüngeren Arbeitnehmern zählen zu den Argumenten, die immer wieder angeführt werden. Arbeitgeber versuchen, diesem Umstand durch Verpflichtung zur Anwesenheit zu begegnen. Dieser Prozess läuft aber schleppend, da die Knappheit des Arbeitsangebots bis zuletzt die Position der Angebotsseite, also die der Arbeitnehmer, gestärkt hat. Nach Daten von Kastle liegt die Bürobelegung in den großen Städten immer noch nur bei rund 50%.

Vor diesem Hintergrund sind die Investmentvolumina in der ersten Jahreshälfte eingebrochen. Dies gilt bei Weitem nicht nur für das Bürosegment, sondern erstreckt sich über alle Segmente. Besonders stark wurde auch das Wohnsegment nach den Boomjahren 2021/22 getroffen.

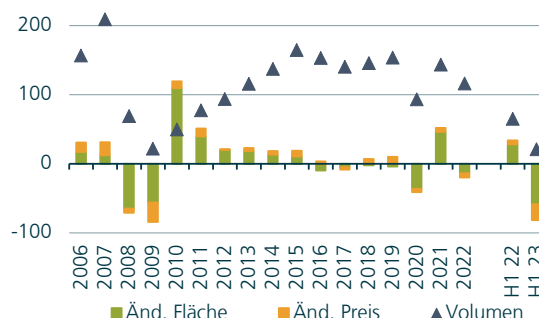
**Abb. 1: Investitionen in Mrd. USD**



Quellen: RCA, Deka

Insgesamt brachen die Investitionen im ersten Halbjahr um knapp 65% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ein. Der stärkste Einbruch wurde mit 73% für Apartments verzeichnet, für Büro waren es 69%. Am besten hielt sich der Einzelhandel, hier gingen die Investitionen nur um 52% zurück. Trotz des deutlichen Rückgangs machten Apartments immer noch den größten Anteil an den Investitionen aus, gefolgt von Logistik und Retail. Büros kamen im ersten Halbjahr auf einen Anteil von 14% an den Gesamtinvestitionen und übertrafen damit nur noch das Hotelsegment.

**Abb. 2: Investmentvolumen Büro in Mrd. USD und Preis-/Flächenänderungen in %**



Quellen: RCA, Deka

Der starke Rückgang im Investitionsvolumen ist dabei nicht nur auf eine geringere Flächennachfrage zurückzuführen, sondern beinhaltet auch Preisrückgänge. Am Beispiel Büro zeigt sich, dass die erste Hälfte dieses Jahres mit Blick auf das Ausmaß der prozentualen Rückgänge an die Finanzkrise erinnert. Zwar ist der Preisrückgang bislang noch moderater als damals, nach Fläche sind die Unterschiede jedoch marginal. Hiermit enden dann allerdings auch schon die Ähnlichkeiten mit der Finanzkrise, denn das Investmentvolumen war bereits im ersten Halbjahr 2023 ähnlich hoch wie für das Gesamtjahr 2009 und hält sich damit deutlich besser als in der Finanzkrise.

**Cap Rates steigen**

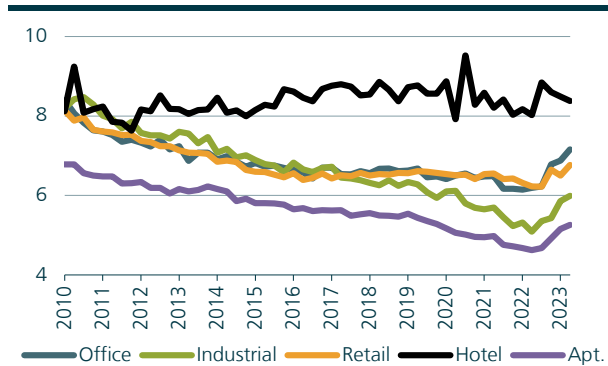
Wenig überraschend gehen die Entwicklungen auch an den Cap Rates nicht spurlos vorbei. Wie stark diese Anstiege derzeit sind, hängt auch davon ab, welche Zeitreihe man betrachtet. Grob lassen sich hier vor allem transaktions- und bewertungs-basierte Ansätze unterscheiden, wobei letztere in der Regel der Entwicklung hinterherhinken. Deswegen betrachten wir im Folgenden die transaktions-basierte Reihe. Zu beachten ist hierbei allerdings, dass das zuletzt niedrige Transaktionsvolumen am aktuellen Rand weniger repräsentativ für den Gesamtmarkt ist, was zu



31. Juli 2023

mehr Verzerrungen bzw. Volatilität führen kann, als in Zeiten mit hohen Investitionen.

**Abb. 3: Cap Rates in %**

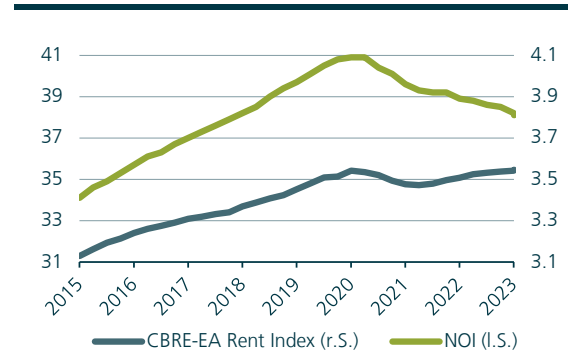


Quellen: RCA, Deka

Die stärksten Anstiege wurden demnach für das Bürosegment registriert, dicht gefolgt von Logistik, wobei es Büro und Einzelhandel sind, die bereits Niveaus erreicht haben, die zuletzt im Nachgang der Finanzkrise beobachtet wurden. Am wenigsten wurde das Hotelsegment in Mitleidenschaft gezogen. Die Sorgen um den Bürosektor, der vorangegangene Boom im Logistik- und Wohnsegment sowie die bereits zuvor vorhandene Schwäche bei Einzelhandel und Hotel erklären dabei die Unterschiede in den Entwicklungen.

Per Definition werden die Cap Rates sowohl vom Nettobetriebsergebnis als auch vom Preis der Immobilie bestimmt. Das Nettobetriebsergebnis wird dabei durch Einnahmen (vor allem Mieteinnahmen) minus nicht-umlagefähige Bewirtschaftungskosten (wie z.B. Gebäudemanagement, Versicherung, Steuern) definiert. Vollständige Zeitreihen haben wir dafür nur für das Bürosegment vorliegen. Und obwohl hier die Mietentwicklung im Gesamtmarkt über die letzten Jahre trotz der Schwierigkeiten positiv war, ist die inflationäre Entwicklung auch an den Betriebskosten nicht spurlos vorbeigegangen, sodass das Nettobetriebsergebnis insgesamt gesunken ist.

**Abb. 4: Entwicklung Büromieten und Net Operating Income (USD/sf)**



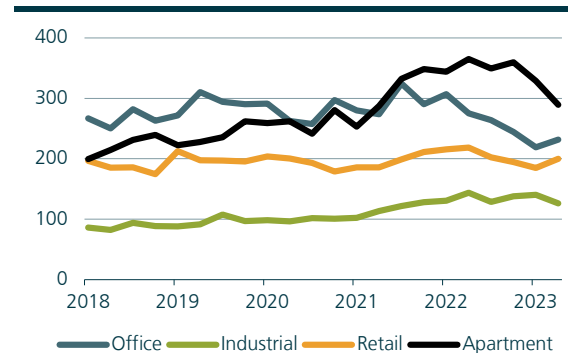
Quellen: CBRE-EA, Deka

Die Zeitreihen in Abb. 4 sind synthetisch, also nicht direkt aus Transaktions- oder Bewertungsdaten abgeleitet. Sie lassen sich deswegen nicht eins zu eins mit Abb. 3 vergleichen, liefern aber eine Indikation über die Entwicklung der einzelnen Komponenten. Nach diesen Daten belief sich der Rückgang des Nettobetriebsergebnisses seit dessen Hoch im Jahr 2020 auf rund 7% im Bürosegment. Bei fixen Preisen würde dies eigentlich auf rückläufige Cap Rates hindeuten. Dass die Cap Rates dennoch steigen, liegt also an den noch deutlicheren Preisrückgängen.

**Preise auf Abwärtskurs**

Auch für die Preise gibt es wieder verschiedene Ansätze wie Bewertungen oder Transaktionen. Ein Blick auf die Marktentwicklungen kann ebenfalls hilfreich sein. Wieder hinken vor allem die Bewertungen hinterher, Transaktions- und Marktentwicklungen sind zumindest in der Regel gleichgerichtet, auch wenn die Marktpreise deutlich volatiler ausfallen. Wir konzentrieren uns im Folgenden wieder auf die Transaktionspreise.

**Abb. 5: Durchschnittlicher Preis (USD/sf)**



Quellen: RCA, Deka



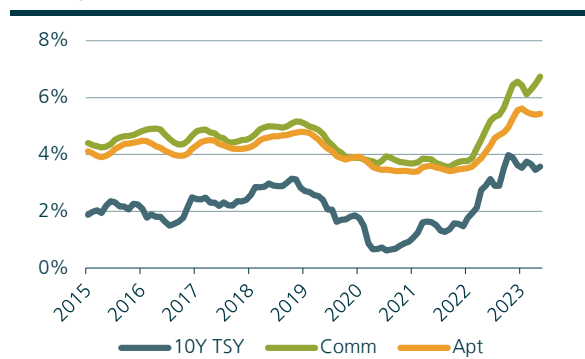
31. Juli 2023

Auch bei den Transaktionspreisen wurde der stärkste Rückgang im Bürosegment verzeichnet. Seit dem Hochpunkt im dritten Quartal 2021 fielen die Preise hier um knapp 30%. Die anderen drei Segmente erreichten ihren Hochpunkt erst im zweiten Quartal 2022. Dafür ist der Rückgang bei Apartments mit 20% aber auch noch beachtlich. Tatsächlich könnte hier auch ein Zusammenhang bestehen, denn gerade Standorte mit großen CBDs und erheblichen Preisrückgängen im Bürosegment verzeichneten auch die größten Preisrückgänge bei Apartments. Logistik und Einzelhandel sind dagegen mit -12% bzw. -9% deutlich weniger betroffen, für Hotel liegen keine Daten vor. Weitere Preisrückgänge sind in den kommenden Quartalen durchaus noch zu erwarten, denn die Lücke zwischen dem Preis, den Käufer bereit sind zu zahlen, und dem Preis, den Verkäufer gern bekommen würden, ist erst am aktuellen Rand in den negativen Bereich gefallen. Angesichts der derzeit besseren Position für Bieter am Markt und je nachdem, wie stark Verkäufer noch unter Druck geraten, besteht hier also noch Abwärtspotenzial, wenngleich die Lücke noch nicht ansatzweise die Größenordnung erreicht hat, die sie während der Finanzkrise hatte. Weitere Preisrückgänge erhöhen dabei wiederum das Risiko für höhere Verluste durch notleidende Assets.

**Hohe Zinsen erschweren die (Re-)Finanzierung**

Mit Leitzinserhöhung im Juli könnte der Höhepunkt des derzeitigen Zinsanhebungszyklus der Fed erreicht worden sein. Insgesamt kumulieren sich die Zinsanhebungen seit März 2022 auf 525 Basispunkte, und das Leitzinsintervall liegt nun bei 5,25-5,50%. Obwohl ein weiterer Schritt nicht ausgeschlossen ist, deuten die rückläufige Inflation und die Aussicht auf eine deutliche Wachstumsabschwächung gegen Ende des Jahres auf Entspannung bei der Fed hin. Bereits im Laufe des nächsten Jahres könnten auch schon wieder Zinssenkungen auf dem Programm stehen, der langfristige Wachstumsausblick bleibt damit gut. Die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen haben sich schon seit geraumer Zeit bei knapp 4% p.a. eingependelt. Dies sind eigentlich gute Nachrichten für die Immobilienfinanzierung. Tatsächlich deutet sich bei den Hypothekenzinsen für Apartments am aktuellen Rand eine Stabilisierung an, für kommerziell genutzte Immobilien wurden dagegen zuletzt nochmals Anstiege verzeichnet.

**Abb. 6: Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen und Hypothekenzinsen (p.a.)**

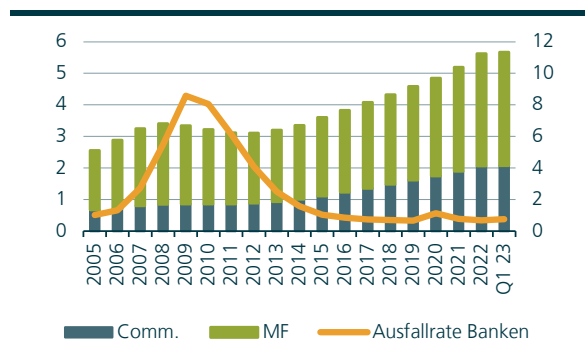


Quellen: RCA, Deka

Der Anstieg der Hypothekenzinsen für kommerziell genutzte Gebäude ist dabei mittlerweile genauso hoch wie der Trough-to-Peak-Anstieg bei den Renditen von Staatsanleihen. Im Idealfall wären die Hypothekenzinsen damit nun auch an ihrem Hochpunkt angekommen. Die Schwierigkeiten in einigen Segmenten und die damit verbundenen höheren Risiken könnten aber ein Grund sein, weswegen das Ende der Fahnenstange hier noch nicht erreicht ist. Mit einem Niveau von 6,7% im Mai 2023 lagen die kommerziellen Hypothekenzinsen aber noch deutlich unter dem Hoch von 7,6% in der Finanzkrise.

Während die Kreditvergabe im traditionell schwachen ersten Quartal von hohen Niveaus zuvor erstmals wieder seit der Finanzkrise in den negativen Bereich fiel, zeichnet sich bei den ausstehenden Schulden bislang nur eine Verlangsamung im Wachstum ab.

**Abb. 7: Ausstehende CRE-Schulden gesamt und Ausfallrate Banken**



Quellen: Federal Reserve, Deka

Dies deutet darauf hin, dass auslaufende Kredite und damit die Refinanzierung derzeit noch kein größeres Problem darstellen. Auch die Kreditausfallrate bei den Banken war im

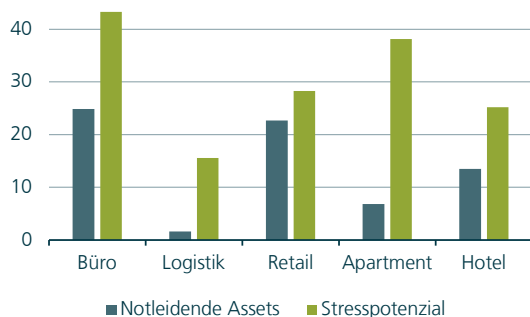


31. Juli 2023

ersten Quartal noch sehr weit von Finanzkrisenniveaus entfernt. Dabei war die Ausfallrate unter den 100 größten Banken etwas höher als unter den kleineren, insgesamt gilt das Bankensystem aber nicht als gefährdet.

Dennoch sind die Schwierigkeiten noch nicht ausgestanden, denn das fällige Kreditvolumen in den nächsten Jahren ist hoch. Rund 1,8 Mrd. USD dürften nach Angaben von RCA bis 2027 fällig werden, wobei zunächst CMBS den Löwenanteil in diesem Jahr ausmachen, während ab 2025 Bankkredite einen immer größeren Part übernehmen. Knapp ein Viertel der Fälligkeiten in diesem Zeitraum entfällt auf Büros, während Apartments spätestens ab nächstem Jahr den größten Anteil ausmachen sollten. Angesichts der fundamentalen Schwierigkeiten im Bürosegment, die derzeit das Sentiment für die ganze Assetklasse belasten, könnten vermehrt einzelne Immobilien unter Druck geraten, und ein weiterer Anstieg der Ausfälle ist wahrscheinlich. Bereits im ersten Quartal 2023 sind die in Not geratenen Assets nach Angaben von RCA um 10% angestiegen. Nachdem bis zum ersten Quartal noch der Einzelhandel den größten Anteil der notleidenden Assets ausmachte, hat sich hier die Dynamik zuletzt verlangsamt. Im Bürosegment nimmt das Momentum dagegen zu, sodass im zweiten Quartal erstmals Büros den größten Anteil stellten.

**Abb. 8: Notleidende Assets und Stresspotenzial in Mrd. USD**



Quellen: RCA, Deka

Nicht überraschend weist damit auch das Bürosegment das größte Potenzial für zukünftigen Stress auf. Erst mit einem Abstand folgen Apartments und Retail. Allerdings liegen diese Niveaus selbst bei vollständiger Realisierung des Stresspotenzials, das sich insgesamt auf ca. 160 Mrd. USD beziffert, noch unterhalb der Finanzkrisenniveaus von knapp 200 Mrd. USD.

**Fazit**

Während die aktuellen Schwierigkeiten für US Immobilien nicht von der Hand zu weisen sind, gibt es auch einige

Lichtblicke. Zum einen dürfte der Hochpunkt des aktuellen Straffungszyklus der Fed erreicht sein und Zinssenkungen ab nächstem Jahr wieder in den Fokus rücken. Zum anderen sind die aktuellen Probleme noch weit von dem Ausmaß zu Zeiten der Finanzkrise 2008/09 entfernt. Damals war die Schuldenstruktur das vorrangige Problem. Verkäufe zu deutlich niedrigeren Preisen waren damals nötig, um die Ungleichgewichte auszugleichen und die Schulden auf eine solidere Basis zu stellen. Heute sind vor allem fundamentale Entwicklungen, wie die hohen Leerstände im Bürosegment, das insbesondere für institutionelle Investoren wichtig ist, für die aktuellen Schwierigkeiten zu einem Großteil verantwortlich. Diese Probleme folgten direkt auf die Pandemie-bedingten bzw. -verstärkten Herausforderungen für Hotels und Einzelhandel und belasten damit das Sentiment für die gesamte Assetklasse. Natürlich kann man die hohen Leerstände nicht schönreden, aber die Lösungsansätze für dieses Problem sind andere als in der Finanzkrise. Im Office Occupier Sentiment Survey von CBRE gaben Unternehmen an, vermehrt Regeln zur Anwesenheit einführen zu wollen, was helfen könnte, den steigenden Leerständen entgegenzuwirken. Zum anderen sind die hohen Leerstände aber auch dem Umstand geschuldet, dass viele Gebäude nicht mehr den heutigen Ansprüchen genügen. Tatsächlich gibt es nach Angaben von CBRE die höchsten Leerstände in kleineren Downtown-Immobilien, die zwischen 1980 und 2010 gebaut wurden, in Lagen mit hoher Kriminalität liegen und weniger Annehmlichkeiten wie nahegelegene Shops oder Restaurants bieten. Hier ist die beste Strategie die Repositionierung oder Umnutzung, was einen Anreiz für Workouts für die gestressten Kredite bzw. wenn möglich Eigenkapitalerhöhungen bietet und was dann wiederum helfen kann, einem weiteren Preisverfall entgegenzuwirken. Letzten Endes werden das solide Wirtschaftswachstum und eine positive Beschäftigungsentwicklung langfristig den Markt auch wieder unterstützen. In der Zwischenzeit bietet die Preiskorrektur nach den Übertreibungen der letzten Jahre auch gute Einstiegschancen, insbesondere für eigenkapitalstarke Investoren.