

Blickpunkt Immobilien

Dr. Sebastian Schnejder

Beachten Sie bitte den/die Hinweis/e auf der/den letzten Seite/n
 ► www.research.bayernlb.de, Bloomberg: BAYR

US-Gewerbeimmobilien: Vereinzelt bewölkt

Kurz & klar

- Die Preise für Büroimmobilien in den US-Metropolen erreichen immer neue Höhen.
- Im Unterschied dazu steht der stationäre Einzelhandel, trotz hoher Umsätze, weiter vor großen Herausforderungen. Dabei liegen die Ursachen für die Krise, neben der Konkurrenz des Online-Handels, im veränderten Kundenverhalten und einer exzessiven Ausweitung des Verkaufsflächenangebots.
- Aufgrund des hohen Preisniveaus und der von uns erwarteten Abschwächung der wirtschaftlichen Entwicklung in 2020, ist mit weiteren deutlichen Preissteigerungen bei US-Gewerbeimmobilien nicht mehr zu rechnen.

Niedrige Hypothekenzinsen beflügeln US-Wohnimmobilien
 30j. Hypothekenzins in %



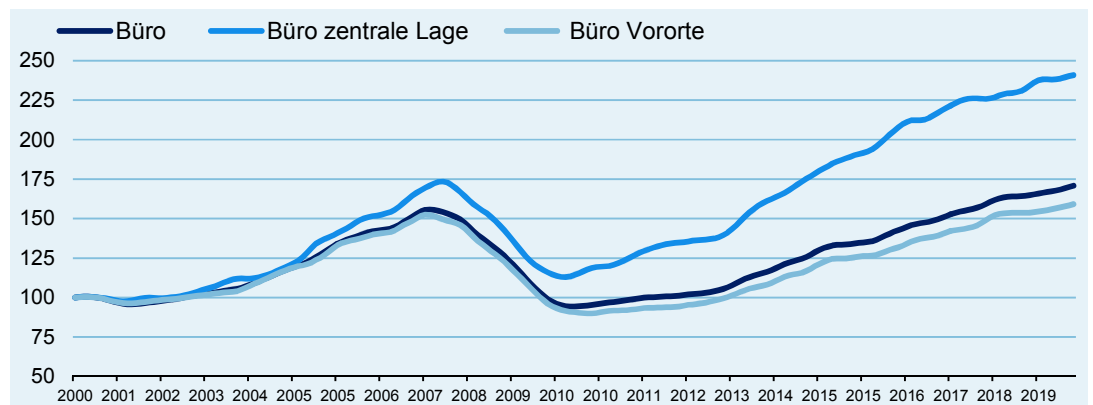
Quelle: Freddie Mac, Refinitiv, BayernLB Research

Im neuen Jahr sorgte der US-Wohnimmobilienmarkt bereits für eine handfeste Überraschung. So stieg die Zahl der Wohnbaubeginne im Dezember mit 1,608 Millionen auf ein 13-Jahres-Hoch. Die Ursache für diese positive Entwicklung liegt in den stark gesunkenen Hypothekenzinsen (Grafik links), welche die zuletzt pessimistischeren Konjunktursignale übertönen. Während der US-Wohnimmobilienmarkt weiterhin gut aufgestellt ist, stellt sich die Frage, wie sich der konjunktursensitivere US-Gewerbeimmobilienmarkt im aktuellen Spannungsfeld zwischen Niedrigzins und konjunktureller Eintrübung entwickelt.

US-Büroimmobilien weiterhin gefragt

Es zeigt sich, dass auch am Büroimmobilienmarkt die Preise von Rekord zu Rekord eilen. Besonders für Objekte in zentralen Lagen der US-Metropolen werden hohe Preise bezahlt. So haben sich Büroimmobilien in CBD-Lage laut RCA Preisindex in den letzten 19 Jahren um das Zweieinhalbfache verteuert.

Hohe Preissteigerungen bei Büroimmobilien in zentraler Lage
 Preisindex Büroimmobilien USA Gesamt, zentrale Lage und Vororte, Indizes (Dez. 2000=100), monatlich



Quelle: RCA, Refinitiv, BayernLB Research

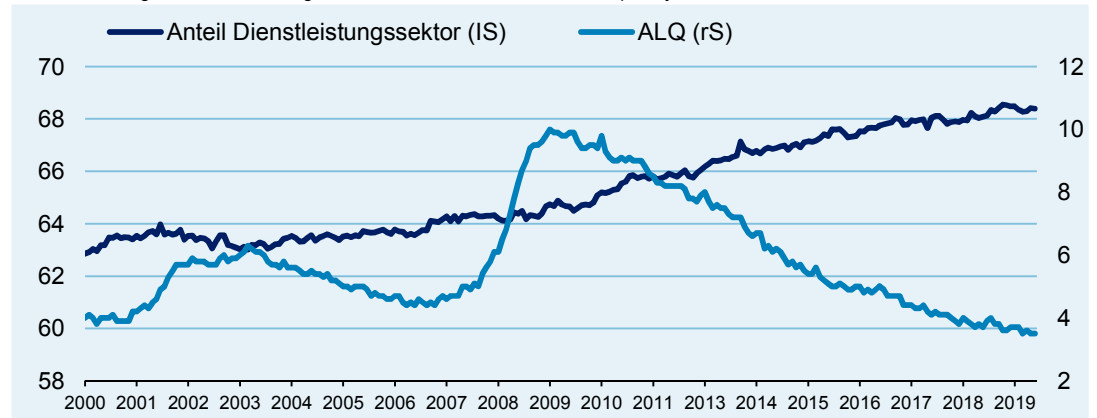
► Preis-Rallye am US-Büroimmobilienmarkt

Im Durchschnitt über alle Lagen steht ein Preisanstieg im gleichen Zeitraum von 75% zu Buche. Inflationsbereinigt relativiert sich das aktuell sehr hohe Preisniveau. Allerdings liegen die heutigen Büroimmobilienpreise auch dann über dem Niveau vor der Finanzkrise.

- Das derzeit positive wirtschaftliche Umfeld und der Trend zur Dienstleistungsgesellschaft beflügeln die Nachfrage nach Büroflächen.

Die Gründe für die Preis-Rallye der letzten Jahre liegen neben dem überwiegend äußerst günstigen Zinsniveau auch in der positiven wirtschaftlichen Entwicklung und im ungebrochenen Trend zur Dienstleistungsgesellschaft. So bescherte das überdurchschnittliche Wirtschaftswachstum der vergangenen Jahre den USA eine, seit 1969 nicht mehr gekannte, niedrige Arbeitslosenquote von 3,5% (Dez. 2019). Neben der wirtschaftlichen Expansion führt auch der langfristige Ausbau des Dienstleistungssektors zu einer hohen Nachfrage der Unternehmen nach Büroarbeitsplätzen und damit Büroimmobilien. Aktuell sind bereits 68% aller Arbeitnehmer in den USA im Dienstleistungssektor, welcher einen hohen Bürobeschäftigtenanteil aufweist, tätig. Im Jahr 2000 lag der Anteil noch bei rund 63%.

Historisch niedrige Arbeitslosenquote und langfristiger Trend zum Ausbau des Dienstleistungssektors
Anteil Beschäftigte im Dienstleistungssektor an Gesamt und Arbeitslosenquote jeweils in %



Quelle: Bureau of Labor Statistics, Refinitiv, BayernLB Research

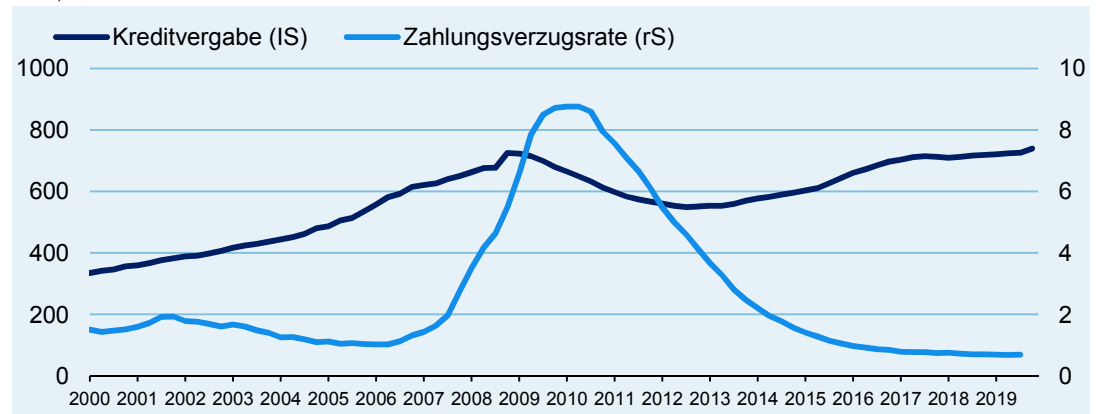
Da die hohe Büronachfrage aktuell auf ein relativ geringes Angebot an neuen Büroflächen trifft, bleibt der Aufwärtsdruck auf die Mieten und damit auf die Immobilienpreise grundsätzlich intakt. Im Jahr 2019 lagen die Bürofertigstellungen mit 56,4 Millionen sq. ft. (CBRE) weiterhin deutlich unter den Fertigstellungen der letzten Boomphasen 2001 und 2008. Für 2020 wird laut CBRE daher mit einem landesweiten Mietwachstum von 1,6% gerechnet. Besonders Technologie-Unternehmen und der Finanzsektor zeichnen sich für die hohe Nachfrage nach Büroflächen verantwortlich.

- Weiterhin moderate Kreditvergabe bei US-Gewerbeimmobilien

Auch auf der Finanzierungsseite spiegelt sich die solide Entwicklung des Gewerbeimmobilienmarktes wider. Trotz der überproportional gestiegenen Preise entwickelt sich die Kreditvergabe an gewerblichen Immobiliendarlehen vergleichsweise moderat.

Kreditvergabe Gewerbliche Immobilienfinanzierung auf Vorkrisen-Niveau

Kreditvergabe (in Mrd. US-Dollar) und Zahlungsverzugsrate (in % am gesamten Kreditbestand) bei gewerblichen Immobiliendarlehen, Quartalsdaten



Quelle: Federal Reserve, Refinitiv, BayernLB Research

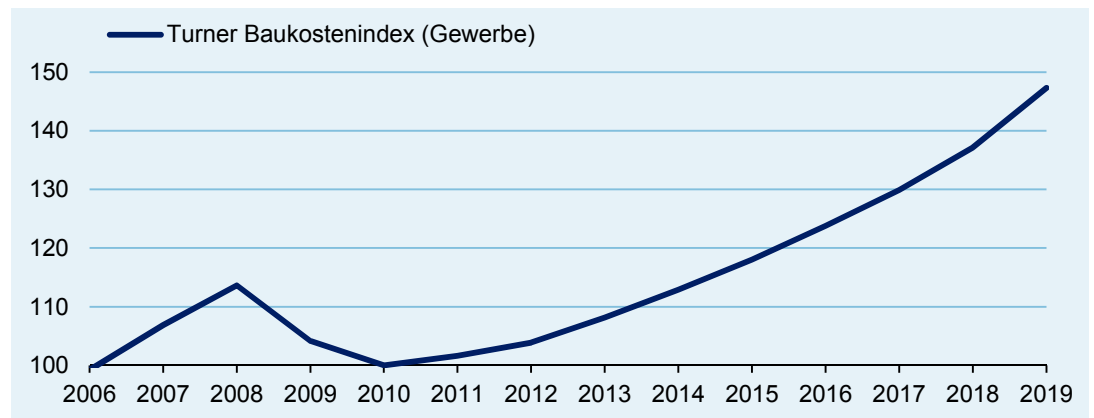
Mit rund 740 Mrd. US-Dollar in Q4 2019 im Vergleich zum Vorjahresquartal liegt die Kreditvergabe - ohne Inflationsbereinigung - aktuell auf dem Niveau vor der Finanzkrise. Zudem liegen die Ausfallraten für gewerbliche Darlehen seit 2019 mit knapp 0,7% am Gesamtbestand weiterhin historisch niedrig.

- Risiken für Gewerbeimmobilien bestehen in den gestiegenen Baukosten und dem relativ hohen strukturellen Leerstand

Trotz des positiven Umfeldes und der moderaten Kreditvergabe bestehen Risiken für den Büroimmobilienmarkt in den USA. Dabei sind zum einem die zuletzt stark gestiegenen Baukosten zu nennen. Steigende Materialkosten und vor allem die gestiegenen Personalkosten aufgrund des Fachkräftemangels, durch die sehr gute Beschäftigungslage, verteuern das Bauen im Gewerbeimmobiliensegment zunehmend. So stieg der Turner Baukostenindex - der Hauptindikator für die landesweite Baupreisentwicklung bei Gewerbeimmobilien - seit 2010 um knapp 50%. Dabei zeichnen sich besonders die Metropolen San Diego, Los Angeles und San Francisco durch hohe Baupreissteigerungen aus.

Stark steigende Baukosten bei US-Gewerbeimmobilien

Turner Baukostenindex für US-Gewerbeimmobilien, Indizes (Dez. 2010=100), jährlich



Quelle: Turner Construction, BayernLB Research

Zum anderen stellt der überdurchschnittlich hohe Büroleerstand in vielen Metropolen einen zusätzlichen Risikofaktor dar. Zwar führten die fundamental hohe Nachfrage und das relativ geringe Angebot an neuen Büroflächen zuletzt zu einer Senkung der landesweiten Leerstandsquote. Allerdings besteht weiterhin ein struktureller Leerstand. Aktuell liegt die Büroleerstandsquote landesweit bei 12,1% (CBRE, Q3 2019). In den Metropolen zeigt sich beim Leerstand ein differenziertes Bild. Während Städte wie New York und San Francisco einen Leerstand deutlich unterhalb des landesweiten Durchschnitts aufweisen, liegt der Büroleerstand z.B. in Chicago laut RCA mit 18% deutlich höher.

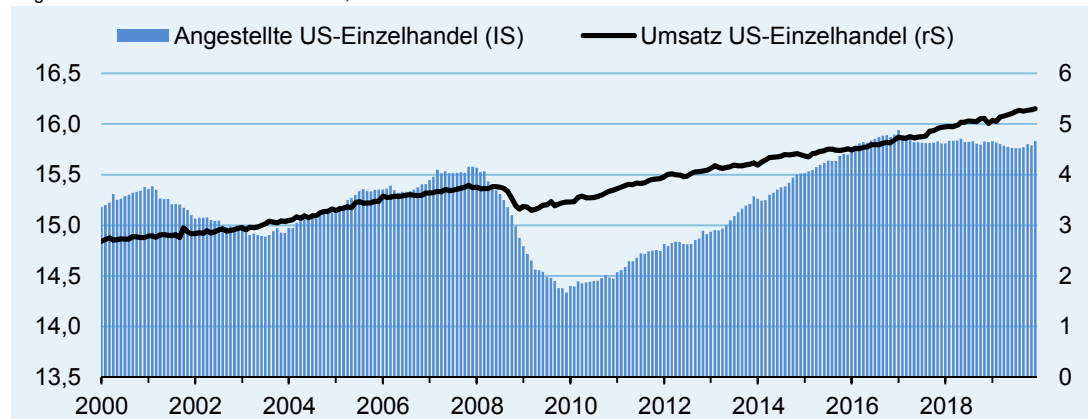
Während die steigenden Baukosten die Preisspirale bei Büroimmobilien weiter anheizen, begrenzt der relativ hohe strukturelle Leerstand in vielen Metropolen das Mietsteigerungspotential. Auch wenn für 2020 noch mit leicht steigenden Mieten gerechnet wird, könnte eine sich in weiter eintrübende US-Konjunktur zu einem leichten Absinken der Mieten ab 2021 führen. Besonders für gewerbliche Projektentwickler stellt dieser Zweiklang aus steigenden Erstellungskosten auf der einen Seite und einer zunehmend unsicheren Mietentwicklung auf der anderen Seite einen Risikofaktor dar, da diese beim Verkauf der neu erstellten Büroimmobilien die aktuell sehr hohen Kaufpreise weiterhin erzielen müssen.

US-Einzelhandel im Krisenmodus

- Trotz hoher Umsätze bleibt der Einzelhandel in der Krise

Im Gegensatz zur aktuell überwiegend positiven Entwicklung am Wohn- und Büroimmobilienmarkt, befindet sich der US-Einzelhandel weiterhin in einem schmerzhaften Umbruch. Trotz steigender Umsätze von zuletzt 5,29 Billionen US-Dollar in 2019, geht die Anzahl der Beschäftigten seit ihrem Höhepunkt Anfang 2016 auf zuletzt 15,83 Millionen (Dez. 2019) weiter zurück. Die gegenläufige Entwicklung erklärt sich dadurch, dass das Umsatzwachstum vor allem im Online-Bereich generiert wird, welcher eine deutlich niedrigere Beschäftigungsintensität aufweist als der stationäre Handel, der aufgrund der schwierigen Lage zuletzt zunehmend mit einem Stellenabbau konfrontiert ist.

US Einzelhandel: Steigende Umsätze bei leicht sinkenden Angestelltenzahlen
Angestellte US Einzelhandel in Tausend; rollierender 12-Monats-Einzelhandelsumsatz USA in Billionen US-Dollar



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, US Census Bureau, Refinitiv, BayernLB Research

Konkret zeigt sich der Strukturwandel im stationären Handel am Niedergang traditionsreicher Händler wie J.C. Penney, Toys „R“ Us und Sears. Insgesamt mussten im Jahr 2019 laut Coresight Research über 9.300 Filialen großer Einzelhändler geschlossen werden. Dem gegenüber stehen lediglich rund 4.000 Neueröffnungen. Damit verschärfte sich auch im Jahr 2019 die Situation im stationären Einzelhandel weiter. Bereits 2018 wurden landesweit rund 2.600 Filialen mehr geschlossen als neueröffnet. Die Anzahl der Schließungen liegt damit, trotz der zuletzt positiven konjunkturellen Rahmenbedingungen, seit Jahren über den Höchstständen des Krisenjahres 2008. Besonders bei Shopping Malls zeigt sich die Lage noch dramatischer. Innerhalb der letzten zehn Jahre wurden etwa ein Drittel aller großen Shopping Center geschlossen. Damit hält die Marktberäumung aufgrund geänderter Konsumgewohnheiten und des in der Vergangenheit exzessiven Ausbaus des Flächenangebots weiter an. Im Zuge der nachlassenden Dynamik der US-Wirtschaft wird sich die notwendige Reduzierung an Verkaufsfläche mittels Filialschließungen und Insolvenzen im stationären Einzelhandel weiter verstärken.

Zweiteilung am Investmentmarkt für Gewerbeimmobilien

- US-Gewerbeimmobilien am Investmentmarkt auch 2019 stark nachgefragt.

US-Gewerbeimmobilien erfreuten sich auch im vergangenen Jahr bei Investoren großer Beliebtheit. So lag das Transaktionsvolumen im Jahr 2019 am gewerblichen Immobilienmarkt laut RCA mit rund 387 Mrd. US-Dollar nur leicht unter dem Vorjahreswert (-2%) und damit weiterhin über dem langjährigen Durchschnitt. Dennoch spiegeln sich die unterschiedlichen Entwicklungen in den einzelnen Assetklassen auch am Investmentmarkt wider. Während Büroimmobilien ihr Vorjahresergebnis in etwa halten konnten (-2%), sank das landesweite Transaktionsvolumen bei Einzelhandelsimmobilien um rund 30%. Für das stabile Gesamtergebnis zeichnete sich der boomende Logistiksektor verantwortlich (+15%). Bei der Betrachtung der einzelnen Metropolregionen der USA zeigt sich, dass im Jahr 2019 Los Angeles der Markt mit den höchsten Transaktionsvolumen war und den

langjährigen Platzhirsch New York verdrängt hat. Auch die Städte Seattle und San Francisco profitieren weiterhin vom boomenden Technologiesektor und werden von Immobilieninvestoren stark nachgefragt. Bei den Renditen von Büroimmobilien in CBD-Lage zeigt sich ebenfalls die hohe Nachfrage nach Büroimmobilien an der Westküste. Während in Downtown Manhattan eine Cap-Rate (Nettorendite ohne Berücksichtigung von Anschaffungsnebenkosten) von 3,6% aufgerufen wird, nähert sich die Rendite in Los Angeles mit 4% und in San Francisco mit 4,2% bereits dem Ostküstenniveau an (Stand: Q3 2019, De-ka Immobilienmonitor 2020). Nach drei Zinssenkungen im Jahr 2019, beließ die Fed auch auf ihrer Januar-Sitzung den Leitzins in der Spanne von 1,50% - 1,75%. Für 2020 wird zwar mit keiner weiteren Zinssenkung mehr gerechnet, allerdings bleiben US-Immobilien auch beim derzeitigen Zinsniveau für Investoren weiterhin attraktiv.

Fazit: Ausgeprägte Zweiteilung

- ▶ US-Gewerbeimmobilienmarkt in Reifephase, Einzelhandel mit Abwärtstrend

Während sich der US-Wohnimmobilienmarkt im neuen Jahr stark präsentiert, weist der US-Gewerbeimmobilienmarkt eine ausgeprägte Zweiteilung auf. Auf der einen Seite erfreuen sich Büro- und Logistikimmobilien sowohl bei Mietern als auch bei Käufern weiterhin hoher Beliebtheit. Auf der anderen Seite belastet der tiefgreifende Strukturwandel den stationären Einzelhandel zunehmend. Gerade der starke Einbruch des Transaktionsvolumens bei Einzelhandelsimmobilien im Jahr 2019 zeigt, dass auch bei Investoren eine hohe Unsicherheit herrscht, ob der stationäre Handel in naher Zukunft eine tragfähige Antwort auf die Umwälzungen der Digitalisierung und dem starken Wachstum des Online-Handels finden kann. Aufgrund des bereits sehr hohen Preisniveaus und der von uns erwarteten Abschwächung der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA mit einem Wirtschaftswachstum von +1,3% in 2020, ist mit weiteren deutlichen Preissteigerungen am Büroimmobilienmarkt zunächst nicht mehr zu rechnen. Bei Einzelhandelsimmobilien wird sich der Abwärtstrend auf Mieten und Kaufpreise zudem weiter verstärken. Bei US-Logistikimmobilien ist dagegen auch 2020 mit steigenden Preisen zu rechnen.

Sebastian Schnejdar

Disclaimer/Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 05.02.2020. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**



Dr. Sebastian Schnejder
Immobilienökonom

Telefon: +49 89 2171-26386
sebastian.schnejder@bayernlb.de

Redaktion:
Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de