



Immobilien-Investmentmarkt USA

Einleitung

Der Immobilien-Investmentmarkt der USA ist der weltweit größte Markt seiner Art und zugleich der liquideste und einer der transparentesten. Die Marktvolatilität kann hier stärker ausfallen als in anderen Ländern, wobei es hier große Unterschiede zwischen den einzelnen Objektmärkten gibt. In dieser Studie wird im ersten Teil nach einem internationalen Vergleich der quantitativen Bedeutung der Investmentmärkte auf die Entwicklung des Marktes in den USA eingegangen. Dabei werden auch die regionalen Teilmärkte sowie einzelne Objektmärkte wie Büro-, Einzelhandels- und Wohnimmobilien (Multifamily, Apartments) analysiert. Ein besonderer Aspekt sind die Cross Border-Investments.

Der zweite Teil der Studie geht auf die Ursachen für die Entwicklung der Immobilien-Investmentmärkte der USA seit der Jahrtausendwende ein. Einen Einfluss haben dabei zum einen real- und finanzwirtschaftliche Zyklen und zum anderen geldpolitische Maßnahmen. Aber auch weitere Einflussgrößen haben jeweils Impulse für die US-Immobilien-Investmentmärkte geschaffen. Im abschließenden dritten Kapitel wird auf die Perspektiven der Immobilien-Investmentmärkte in den USA eingegangen. Nach der Krise wird vor dem nächsten Aufschwung sein.

1 Entwicklung des Gesamtmarktes und seiner Teilmärkte

Der Immobilien-Investmentmarkt ist der Markt, auf dem Immobilien gehandelt bzw. finanzielle Mittel in Immobilien angelegt werden. Anbieter und Nachfrager verkaufen und kaufen Immobilien und entsprechend ergeben sich der Kaufpreis und die Rendite eines Immobilieninvestments. Der Immobilien-Investmentmarkt weist eine hohe Vielfalt auf, sodass viele Teilmärkte bestehen, für die unterschiedliche Bedingungen gelten.

1.1 Internationaler Größenvergleich

Von Real Capital Analytics / MSCI Real Estate werden zum Markt „professionell verwalteter Gewerbeimmobilien“ Immobilienbesitzer wie Versicherungen, Pensionsfonds oder Staatsfonds oder börsennotierte und nicht-börsennotierte Unternehmen gezählt. Dieser professionell verwaltete globale Gewerbeimmobilienmarkt war im Jahr 2022 gut 13,0 Bio. USD groß. Das Volumen fiel leicht gegenüber dem Vorjahr hauptsächlich durch

Neubewertungen aufgrund der massiven Zinserhöhungen. Der Markt wird dominiert von den USA gefolgt von China und Japan.

Neben der Größe des Immobilienmarktes weist der Markt in den USA auch eine hohe Transparenz auf. Aus einer Kombination quantitativer Marktdaten und Informationen, die von Jones Lang LaSalle in 94 Ländern erhoben werden, ergibt sich ein entsprechendes Ranking. Als Indikatoren werden u. a. die Performancemessung, Fundamentaldaten des Marktes sowie gesetzliche Rahmenbedingungen berücksichtigt. Gemäß dem JLL Transparency Index hatte der US-Immobilienmarkt auch im Jahr 2022 eine sehr hohe Transparenz und landete auf Rang 2 nach Großbritannien, während Deutschland es nur auf Rang 9 schaffte.

1.2 Entwicklungstrends

In der Vergangenheit gab es immer wieder Konjunkturzyklen, aber nicht alle hatten derartig starke Folgen für die gewerblichen Immobilienmärkte wie die Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 (Global Financial Crisis, GFC). Umfassende Daten über die Entwicklung der amerikanischen gewerblichen Immobilienmärkte sind jedoch erst seit der Jahrtausendwende verfügbar.¹ Es wird daher im Folgenden vorwiegend auf die Entwicklung seit dem Jahr 2000 eingegangen.

1.2.1 Investmentvolumen

Auf dem Investmentmarkt wird neben der Anzahl vor allem das Geldvolumen der Transaktionen erfasst, das in einem bestimmten Zeitraum und in einem bestimmten Markt in Immobilien (gewerbliche oder Wohnimmobilien) geflossen ist (sei es zum Zwecke der Kapitalanlage oder der Eigennutzung). Dieses Geldvolumen, das üblicherweise erst ab 2,5 Mio. USD berücksichtigt wird, wird auch als Transaktions- oder Investmentvolumen bezeichnet. Es bildet die Käufe und Verkäufe von Immobilien ab und ist unabhängig vom Immobilienbestand. Von dem Investmentmarkt ist der Vermietungsmarkt zu unterscheiden, da beide unterschiedlichen Einflüssen unterliegen.

In der folgenden Abbildung sind die jährlichen Transaktionen auf dem Immobilien-Investmentmarkt in den USA dargestellt. Es ist eine hohe Volatilität sowohl bei den Transaktionen als auch bei den Engagements der einzelnen Investorengruppen festzustellen.



¹ Die folgenden Daten stützen sich auf die RCA-Daten, die von Newmark oder CBRE in ihren Researchberichten veröffentlicht wurden.

Abbildung 1: Immobilien-Investmentmarktvolumen in den USA

Mit **Beginn des Jahrtausends** wurden Immobilien zu einem attraktiven Investment, insbesondere für zinssensitive Anleger. Die amerikanische Zentralbank (Fed) hatte ab der Jahrtausendwende aufgrund der realwirtschaftlichen Probleme (Dotcom-Krise) die Zinsen massiv gesenkt, sodass der Spread zugunsten der Immobilien anstieg. Dieser Aufschwung bzw. Boom dauerte bis zur Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08.

Der US-Immobilien-Investmentmarkt erreichte seinen Höhepunkt im Jahr 2007 mit einem Transaktionsvolumen von fast 600 Mrd. USD. Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 hatte eine seiner Ursachen im amerikanischen Häusermarkt und die Folgen zeigten sich auf dem gesamten Immobilienmarkt. Die Transaktionen brachen in der Krise zwischen 2007 und 2009 zusammen. Nach 2010 hatte sich der Markt wieder stetig erholt, und das Transaktionsvolumen stieg bis 2015 an und hatte sich danach auf diesem Niveau (ca. 500-600 Mrd. USD) eingependelt.

Erstmals wurde im Jahr 2020 der Boom durch die Folgen der Corona-Pandemie kurz unterbrochen. Aufgrund von Sondereffekten bzw. Nachholeffekten wurde 2021 ein neuer historischer Höchststand erreicht. Im Jahr 2021 lag das Volumen der gewerblichen Immobilientransaktionen bei rund 850 Mrd. USD. Das war ein exorbitanter Anstieg gegenüber dem Jahr 2020 von ca. 415 Mrd. USD. Zwar kam es im folgenden Jahr zu leichten Einbußen, aber immer noch auf einem sehr hohen Niveau. Das Jahr 2022 war historisch gesehen das zweithöchste jemals gemessene Investitionsvolumen. Die Aktivitäten in den Jahren 2021 und 2022 waren aber nicht nachhaltig.

Der **aktuelle Einbruch** erfolgte im Jahr 2023, der letztlich durch den starken Zinsanstieg verursacht wurde. Die aktuelle Illiquidität in vielen Transaktionsmärkten ist vor allem auf die Preisunsicherheit zurückzuführen, die durch den starken Anstieg der Zinssätze nach Jahren sehr günstiger Zinssätze verursacht wurde. Die höheren Zinsen und der damit verbundene Anstieg der Kapitalkosten veranlassten Immobilieneigentümer und potenzielle -käufer zu einer grundlegenden Neubewertung. Der Rückgang, der in der zweiten Jahreshälfte 2022 begonnen hatte, verstärkte sich in Jahr 2023. Das Transaktionsvolumen ging im Laufe des Jahres weiter zurück, wobei die Geschäfte oft durch die Pattsituation zwischen potenziellen Käufern und Verkäufern bei der Preisgestaltung gelähmt wurden.

Die **Ursachen** für die aktuelle Krise an den Immobilien-Investmentmärkten der USA sind vielfältig. Zum einen hatte die Corona-Pandemie aufgrund ihrer Störungen der internationalen Lieferketten zu einem deutlichen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und einer Neubewertung des Arbeitens (Homeoffice) geführt. Zum anderen führte der Krieg Russlands gegen die Ukraine zu einem massiven Anstieg von Energie- und Rohstoffpreise, was auch die Baukosten betraf. Somit stieg die Inflationsrate im Verlauf des Jahres 2021 drastisch an. Das führte im weiteren Verlauf zu drastischen Änderungen der Geldpolitik mit einem kurzfristigen und massiven Anstieg der Zinsen (Fed Funds Target Rate), die im März 2022 begann. Letztlich haben sich mit der deutlichen Zinswende die Rahmenbedingungen für die Immobilien-Investmentmärkte grundlegend verändert.

Insgesamt brachen die Investitionen im **Jahr 2023** um rund 50 Prozent im Vergleich zum Vorjahr ein. Nur nach der Finanz- und Wirtschaftskrise war in den Jahren 2008 und 2009 der

Rückgang noch stärker. Für eine Anlageklasse, die während der langen Niedrigzinsphase infolge der globalen GFC von 2008 zu einer Alternative zu festverzinslichen Wertpapieren geworden war, führte die rasche Änderung der Geldpolitik zu einer unerwünschten Überraschung. Die unmittelbare Folge dieser inflationsbedingten Anhebung der Zentralbankzinsen war, dass große Teile des Gewerbeimmobilienmarktes vergleichsweise teuer bewertet erschienen. Die durchschnittlichen Bürorenditen lagen Ende 2021 noch weit über denen amerikanischer Anleihen und der Hypothekenzinsen; was ein Jahr später nicht mehr der Fall war.

Höhere Zinssätze und die daraus resultierenden höheren Kapitalkosten führten dazu, dass potenzielle Immobilienkäufer den Preis, zu dem sie bereit sind, sich auf dem Markt zu engagieren, neu bewerten mussten. Immobilieneigentümer neigen jedoch dazu, ihre Vermögenswerte viel langsamer neu zu bewerten, was zu einer Pattsituation führen kann, in der sich Käufer und Verkäufer nicht auf einen Preis einigen können. Diese Pattsituation bedeutet, dass die Marktliquidität abzunehmen beginnt, da weniger Immobilien gehandelt werden, und sie kehrt erst wieder zurück, wenn entweder Käufer oder Verkäufer beginnen, ihre Preise zu ändern, oder Verkäufer gezwungen sind, Assets anzubieten, z. B. im Rahmen eines Zwangsversteigerungsverfahrens. Zu **Jahresbeginn 2024** lag das Investmentvolumen nochmals unter dem Niveau von 2023, wenn auch der Rückgang nicht mehr die Dynamik des Vorjahres hatte.

Teilmärkte nach Investoren

Der Definition von RCA folgend können verschiedene Investorengruppen, für die auch entsprechende Daten vorliegen, unterschieden werden.

Die **privaten Investoren** sind Unternehmen, die sich in privater Hand befinden und deren Geschäftstätigkeit hauptsächlich auf den Betrieb, die Entwicklung oder die Investments in Immobilien ausgerichtet ist. Sie waren die größte Investorengruppe auf dem gewerblichen Immobilienmarkt im letzten Jahr. Dies waren nach RCA-Definition sehr vermögende Privatpersonen (high-net-worth individuals), Family Offices und andere private Investmentvehikel (nicht börsennotierte REITs oder Eigentümer von Immobilien). Trotz eines starken Rückgangs blieben sie 2023 die aktivsten Marktteilnehmer. Diese Investoren verwenden oft ihr eigenes Eigenkapital, um in Immobilien zu investieren. Sie haben oftmals nicht das Ziel, eine bestimmte Verzinsung innerhalb einer bestimmten Zeit zu erreichen. Mit der Möglichkeit, für eine längere Zeit investiert zu bleiben, können Sie die aktuellen Unsicherheiten auf den Gewerbeimmobilienmärkten überbrücken.

Als **institutionelle Investoren** werden von RCA Equity Fonds, Pensionsfonds, Versicherungen und Banken bezeichnet. Sie sind finanziell hoch entwickelt und tätigen umfangreiche Investitionen, die oft in sehr großen Portfolios gehalten werden. Im langfristigen Vergleich sind sie die nächst bedeutende Investorengruppe. Institutionelle Anleger setzten aber im Jahr 2023 deutlich weniger Kapital ein.

Ausländische Investments sind im Jahresvergleich weniger stark zurückgegangen, aber sie sind im internationalen Vergleich deutlich geringer vertreten als in Asien oder vor allem in Europa. Die Auslandsinvestments waren im Jahr 2023 die niedrigsten seit 2011. Dennoch

stieg der Auslandsanteil an den Transaktionen gegenüber dem Vorjahr leicht an. Die meisten grenzüberschreitende Investitionen kamen aus Kanada gefolgt von Singapur.

In den letzten Jahren kam es zu deutlichen Verschiebungen zwischen den verschiedenen Investorengruppen bei den jährlichen **Netto-Käufen** (Käufe - Verkäufe). Vor Jahren waren es vor allem institutionelle Investoren die in den USA mehr kauften als verkauften. Aktuell sind private und grenzüberschreitende Anleger Netto-Käufer, während institutionelle und REIT-Investoren Nettoverkäufer sind.

Teilmärkte nach Objekten

Nach Objektarten lassen sich differenzierte Entwicklungen feststellen. Die Struktur des Gesamttransaktionsvolumens wird durch die Art der Immobilien beeinflusst, die in einem bestimmten Zeitraum für Investoren besonders attraktiver sind. So ging beispielsweise aktuell das Interesse an Investmentmöglichkeiten in Mehrfamilienhäuser oder Büroimmobilien zurück. Seit fast einem Jahrzehnt sind Mehrfamilienhäuser die führende Anlageklasse bei Investments. In den sehr wachstumsstarken Sunbelt-Märkte (Märkte im Südosten und Südwesten der USA) wird der Mangel an Wohnraum im Verhältnis zum dem prognostizierten Wohnungsbedarf den Sektor für die absehbare Zukunft stützen.

Der stärkste Einbruch wurde 2023 mit über 60,0 Prozent bei den **Apartments** verzeichnet. Trotz dieses deutlichen Rückgangs machten Apartments immer noch den größten Anteil an den Investments aus. Die Investments in Multifamily-Objekte kamen vom Rekordniveau der letzten beiden Jahre. Aber im Vergleich zu den Jahren vor der Pandemie kam es zu einem Rückgang der Investments, auch wenn dieser schwächer ausfiel.

Büroimmobilien kamen nur auf einen Anteil von knapp 15,0 Prozent an den Gesamtinvestments, aber auch hier gab es einen Rückgang von gut -55,0 Prozent. Dieser ist vor allem auf die strukturellen Probleme als Folge der veränderten Nutzung von Büroflächen (Homeoffice) zurückzuführen. Trotz aktuellen negativen Nachrichten für den Bürosektor in den USA bleibt der grundsätzliche Bedarf an Büroflächen bestehen, und die derzeitige Marktverschiebung schaffen generationenübergreifende Akquisitionsmöglichkeiten in Städten, die auf Jahrzehnte hinaus wirtschaftliche Zentren bleiben werden. Die Preisanpassung in den Gateway-Städten (Boston, Chicago, New York, Los Angeles, San Francisco und Washington, D.C.) wird in der kommenden Zeit Risikokapital anziehen. Es werden sich wahrscheinlich interessante Wertschöpfungsmöglichkeiten ergeben, die Potenzial haben. Qualitativ hochwertige Objekte mit hohem Freizeitwert an wichtigen Standorten werden langfristig weiterhin Wert generieren.

Am geringsten war der Einbruch beim **Einzelhandel**, hier gingen die Investitionen nur um rund 40,0 Prozent zurück. Die Abnahme fiel in etwa so hoch aus wie während der Corona-Pandemie in 2020 als die Angst und die Unsicherheit in der ersten Phase auftrat. Die Investments in Einzelhandelsimmobilien im Jahre 2023 lagen deutlich über dem direkt nach der Finanz- und Wirtschaftskrise. Strukturell belastet der zunehmende E-Commerce die Käufe von Einzelhandelsimmobilien.

Regionale Teilmärkte

Kein großer **globaler Immobilienmarkt** blieb von der Verlangsamung der Transaktionen im Jahr 2023 verschont. Allerdings haben sich einige der größeren asiatischen Immobilien widerstandsfähiger als die Märkte in Europa und Nordamerika gezeigt. Der Rückgang des europäischen Transaktionsvolumens entsprach in etwa dem in den USA. Großbritannien war im Jahr 2023 der größte Markt in Europa, wobei der Rückgang nicht so stark wie in den USA ausfiel. Das deutsche Transaktionsvolumen verlangsamte sich noch weiter und sank auf den niedrigsten Stand seit 2010, aber noch deutlich über dem Niveau von 2009. Der Einbruch in 2023 war hier der größte unter den fünf größten Immobilienmärkten in Europa.

In den **USA** waren von dem insgesamt negativen Trend die großen und tertiären Märkte etwas weniger betroffen. Die Regionen West und Südost blieben insgesamt die größten Märkte, während der Mittlere Westen und Nordosten im Jahresvergleich am wenigsten schrumpften.

Im Städteranking nach Investitionsvolumen blieben NYC Metro (rd. 33 Mrd. USD) und Los Angeles Metro (ca. 30 Mrd. USD) die Top-Märkte im Jahr 2023. Während die Volumina in allen 25 führenden Märkten im Vergleich zum Vorjahr zurückgingen, verzeichneten Chicago, LA Metro, NYC Metro, Tampa und San Antonio einen geringeren, aber immer noch starken Rückgang der Aktivitäten. Im Gegensatz dazu ging das Volumen in Las Vegas, Seattle und Nashville noch stärker zurück als in anderen Märkten. Keiner der 20 wichtigsten Märkte verzeichnete einen Anstieg gegenüber dem Vorjahr.

1.2.2 Preisentwicklung

Ein rascher Anstieg der Immobilienpreise, gefolgt von einem starken wirtschaftlichen Abschwung, kann sich negativ auf die Solidität des Finanzsektors auswirken, indem er die Kreditqualität und den Wert der Sicherheiten beeinträchtigt. Daher ist die Beobachtung der Entwicklung der Immobilienpreise von großer Bedeutung.

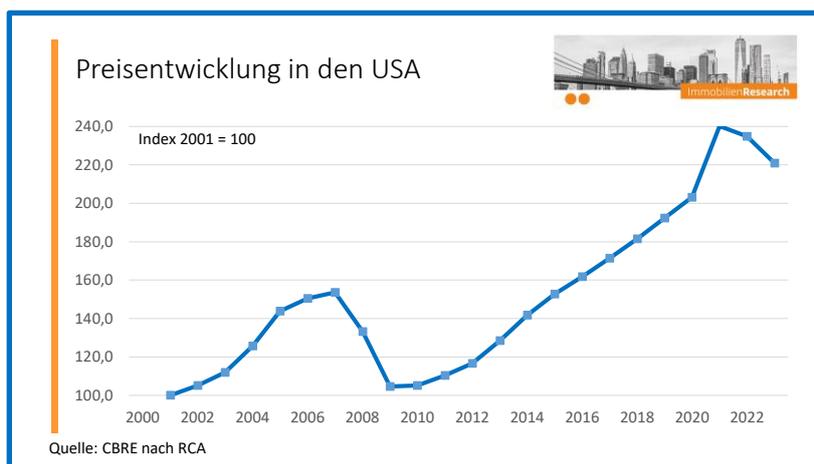


Abbildung 2: Preisentwicklung von Immobilien in den USA

Im Gegensatz zu Deutschland werden in den USA viele Daten zur Immobilienpreisentwicklung veröffentlicht. Dabei können sowohl Bewertungen von Gutachtern als auch die Daten der Transaktionen selbst als Basis herangezogen werden. Im Folgenden werden die Transaktionspreise von RCA aus unterschiedlichen Sekundärquellen verwendet.

Die Preise verschiedener Objektarten fielen im Jahr 2023 teilweise mit zweistelligen Raten. Sie sind aber noch nicht so stark gesunken, wie es die Investoren erwarteten. Daher sank auch das Investmentvolumen so stark.

Der RCA-Preisindex für alle Gewerbeimmobilien gemäß der Veröffentlichung von CBRE² fiel im Dezember 2023 um 5,9 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat. In den Segmenten zeigen sich sehr unterschiedliche Ergebnisse. Der Bürosektor verzeichnete mit -16,1 Prozent den größten Preisrückgang im Jahresvergleich, gefolgt von Mehrfamilienhäusern (-8,4 Prozent). Die Standorte mit großen Büro-CBDs und erheblichen Preisrückgängen im Bürosegment verzeichneten auch die größten Preisrückgänge bei Apartments. Auch bei den Einzelhandelsimmobilien waren Preiseinbrüche zu verzeichnen (-5,5 Prozent). Industrie und Logistik war der einzige Sektor, in dem der Preisindex im Dezember gegenüber dem Vorjahr um 1,0 Prozent anstieg. Auch zu Jahresbeginn 2024 fielen die Preise für Immobilien, wenn auch mit einer geringeren Dynamik. Der Trend verbessert sich, da der stärkste Rückgang zur Jahresmitte 2023 auftrat.

Das Preisniveau vom Jahresende 2023 kann auch mit den beiden vorangegangenen Höhepunkten der Immobilienpreise verglichen werden, d. h. mit dem Peak in 2022 und dem in 2007. Im Vergleich mit dem Höhepunkt nach dem jüngsten Boom im Jahr 2022 sanken die Preise seit 2022 um mehr als -10,8 Prozent. Die stärksten Preisrückgänge sind im Bürobereich und im Multifamily-Segment festzustellen. Im Vergleich zu dem Preishöhepunkt im Jahre 2007 (vor der Finanz- und Wirtschaftskrise) stiegen die Preise im Allgemeinen um fast 40,0 Prozent. Einzig das Bürosegment wies ein Rückgang von knapp 8,0 Prozent auf. Auch die Einzelhandelsimmobilien sanken leicht im Preis. Hingegen verdoppelten sich in den vergangenen gut 15 Jahren die Preise für Apartments.

Der aktuelle Zyklus am amerikanischen Immobilien-Investmentmarkt kann mit der Preisentwicklung beim GFC verglichen werden. Auch um daraus zu schließen, wie lange die Krise andauern könnte. Der letzte Zyklus bei der GFC dauerte fast drei Jahre. Die Entwicklung in dem aktuellen Zyklus ist nicht identisch mit dem im GFC. Der aktuelle Preisanstieg war viel stärker als der beim GFC und nach dem Höchststand kam es zu einem anfänglich stärkeren Rückgang im Jahr 2023. Danach fiel aber der Rückgang nicht mehr so stark aus.

1.2.3 Renditen

Die bisher aufgezeigten Entwicklungstrends zeigen sich auch bei den Renditen. Per Definition werden die Cap Rates (auch als jährliche Nettoanfangsrendite bezeichnet) sowohl vom Nettobetriebsergebnis als auch vom Preis der Immobilie bestimmt.

² Vgl. CBRE Capital Markets Q4 2023, S. 9; nach RCA MSCI Real Assets

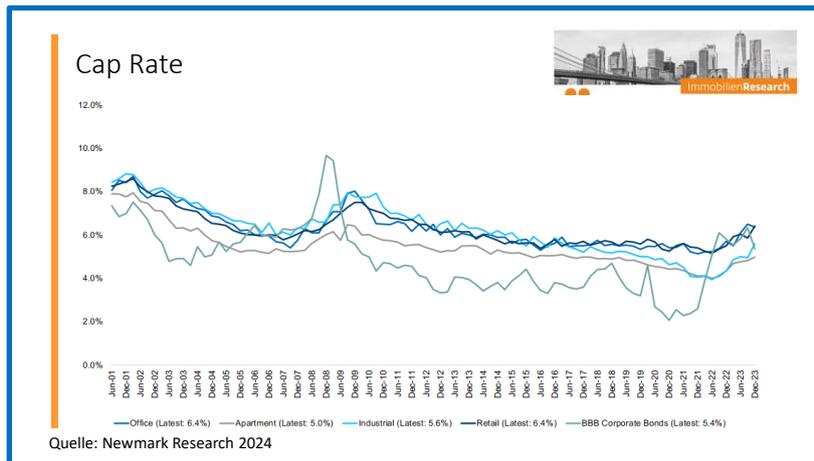


Abbildung 3: Cap Rates in den USA

Bei einer langfristigen Betrachtung sind zu Beginn der 2000er Jahre die Renditen stark zurückgegangen. Als Reaktion auf die gesamtwirtschaftlichen Folgen der Dotcom-Krise hatte die amerikanische Notenbank Fed die Zinsen massiv gesenkt, um dadurch einen Wirtschaftsaufschwung zu erreichen. Als Konsequenz für den Immobilienmarkt sind zwei Folgen bedeutend. Zum einen sanken die Kreditkosten und zum anderen wurden Immobilien als alternative Investments interessanter. Das führte dazu, dass die Immobilienpreise stärker als die Mieten anstiegen und damit die Renditen sanken. Dieses Phänomen wurde auch als „Liquidity Hurricane“ bezeichnet. Die Finanz- und Wirtschaftskrise sorgte danach für einen Rückgang der Immobilienpreise und einem entsprechenden Anstieg der Renditen. Als Resultat der folgenden Niedrigzinspolitik der Fed folgte ein stärkerer und lang andauernder Rückgang der Renditen bis zur Jahresmitte 2022.

Als Folge der geänderten Geldpolitik stiegen im Verlauf des Jahres 2022 die Zinssätze an und trieben die Hypothekenkosten in die Höhe. Die Käufer waren mit höheren Kosten belastet und die Eigentümer der Immobilien waren noch nicht bereit, die Immobilien zu den bereits höheren Cap Rates zu verkaufen. Der Mismatch zwischen höheren Hypothekenzinskosten und weiter niedrigen Cap Rates führte zu einem starken Rückgang an Deals. Der Anstieg der Renditen setzte sich aufgrund der Preisrückgänge auch in den Jahren 2023 und 2024 fort, wobei alle Immobilienobjekte betroffen waren.

1.2.4 Notlagen bei US-Immobilien

Die notleidenden Kredite bzw. Non Performing Loans (NPL) sind ein weiterer Indikator für die Lage auf den Immobilienmärkten. Im Verlauf seit der Jahrtausendwende kam es zunächst nur zu einem geringen Anstieg an überfälligen Krediten am gesamten Bestand. Durch die GFC kam es zu einem drastischen Anstieg der Quote, die aber schnell wieder zurückging. Danach kam es ab dem Jahr 2020 zu einem leichten Wachstum, das ebenfalls relativ schnell wieder sank. Erst ab Mitte 2022 erfolgte ein Anstieg, der aber weit unter der Quote aus Zeiten der GFC liegt. Die Zahl der notleidenden Kredite ist aktuell gestiegen. Der Wert war am Ende des dritten Quartals 2023 so hoch wie seit dem vierten Quartal 2013 nicht mehr. Dennoch liegt das Niveau der notleidenden Kredite weit unter demjenigen nach der Finanz- und Wirtschaftskrise.

Dennoch sind die Schwierigkeiten noch nicht ausgestanden, denn in den nächsten Jahren ist mit einem hohen fälligen Kreditvolumen zu rechnen. Zum einen könnten Kredite, die vor der Fälligkeit stehen, zu zusätzlichen Zwangsverkäufen führen. Bei den problematischen Krediten handelt es sich vorwiegend um solche, die zu sehr hohen Immobilienpreisen und sehr niedrigen Hypothekenzinsen gekauft wurden, was bei vielen der Kredite in den Jahren 2021 und 2022 der Fall war. Ausfallgefährdet sind insbesondere variabel verzinsten Kredite und auslaufende Zinsbindungen, so u. a. Kredite mit kurzfristigen Laufzeiten. Wenn diese Kredite fällig werden, könnten einige Investments in Schwierigkeiten geraten, da eine Finanzierung in einem veränderten Umfeld mit höheren Zinssätzen und niedrigeren Bewertungen deutlich schwieriger wird. Zum anderen könnten aufgrund der fundamentalen Schwierigkeiten im Bürobereich (u. a. Leerstand), vermehrt einzelne Immobilien unter Druck geraten. Somit wird ein weiterer Anstieg der Ausfälle wahrscheinlich. Eine Verkaufswelle von notleidenden Krediten wie nach der GFC ist aber nicht zu erwarten. Ein Vergleich mit den Krisenjahren 2007/2008 zeigt aber auch, dass das NPL-Volumen erst mit zeitlicher Verzögerung reagiert, seinen Höhepunkt hatte es damals erst im Jahre 2010.

2 Einflussfaktoren

Die Entwicklung der Immobilien-Investmentmärkte wurde durch verschiedene Faktoren geprägt. Diese Ursachen führten zusammen zu den zyklischen Entwicklungen auf den Märkten.

2.1 Monetäre Einflussfaktoren

Die grundlegende Voraussetzung für die Entwicklung in diesem Jahrtausend war die globale Liquiditäts- und Vermögensentwicklung. Einen bestimmenden Einfluss hatte dabei die Geldpolitik der Zentralbank. Diese umfasst sowohl zinspolitische als auch liquiditätspolitische Maßnahmen. Sie war zu Beginn der 2000er Jahre als Reaktion auf die realwirtschaftliche Dotcom-Krise geprägt von einer Niedrigzinspolitik und massiver Liquiditätserhöhung durch Anleihekaufprogramme (Quantitative Easing). Auch nach der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 wurde die Geldpolitik als Reaktion auf die Rezessionen eingesetzt. Diese wirkten nicht nur auf die konjunkturelle Entwicklung und damit auf ihr eigentliches Ziel, sondern auch auf die Immobilienwirtschaft. Sie führte zu einem Boom auf den amerikanischen Immobilien-Investmentmärkten. Das zeigt sich anhand steigender Investmentvolumen als auch steigender Immobilienpreise. Einen zusätzlichen Schub gab es durch die extrem expansive Geldpolitik nach 2019.

Durch die hohe Liquidität verbunden mit niedrigen Zinsen kam es zu starken Kapitalzuflüssen auf den Anlagemärkten und einem entsprechenden Boom. Diese neuen Rahmenbedingungen hatten die Investoren auch veranlasst, nach anderen, neuen Anlagemöglichkeiten zu suchen. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus bei den Staatsanleihen und der relativ geringen langfristigen Performanceaussichten auf anderen Finanzmärkten gerieten Immobilien in ihr Blickfeld. Immobilien wiesen im Vergleich zu anderen Investments immer noch relativ hohe Renditen sowie positive Spreads zu den Anlagealternativen auf.

Die Wende wurde durch die Zinssenkung beginnend im Jahr 2022 geschaffen. Danach folgten rasch weitere Anhebungen, so dass das Leitzinsintervall seit Juli 2023 bei 5,25 bis 5,5 Prozent

liegt. Mit der Leitzinserhöhung im Juli 2023 könnte der Höhepunkt des derzeitigen Zinsanhebungszyklus der Fed erreicht worden sein. Durch den Anstieg der Zinsen haben sich die Finanzierungskosten für die für Gewerbeimmobilien stark erhöht. Die Zinsen für gewerbliche Hypotheken erreichte im Oktober 2023 den höchsten Stand seit 2002. Der Hypothekenzins lag nun auch über der durchschnittlichen Cap Rate für Gewerbeimmobilien.

Weiterhin kann ein globaler, teilweise sehr rascher **Anstieg der Vermögen** verzeichnet werden. Das durchschnittliche Vermögen, definiert als privates Finanz- und Sachvermögen abzüglich Schulden, eines Erwachsenen in den USA stieg von rund 210.000 USD (2000) auf knapp 270.000 USD im Jahr 2010. Im folgenden Jahrzehnt erhöhte sich das Durchschnittsvermögen auf gut 430.000 USD. In den USA besitzen die Haushalte im Schnitt mehr als doppelt so viel Vermögen wie in Deutschland. Während das reichste Prozent in den USA über 40,0 Prozent des Gesamtvermögens verfügt, sind es in Deutschland nach Daten der Bundesbank knapp 20,0 Prozent. Weiterhin dominieren die US-Amerikaner die Liste der reichsten Menschen der Welt; unter den zehn reichsten Menschen befinden sich allein acht Amerikaner. Dieser stetige Zustrom von Vermögen ist ständig auf der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten, wobei Immobilien eine interessante Alternative darstellen. Die Vermögenden sehen Immobilien als eine erstklassige Anlagemöglichkeit.

2.2 Wirtschafts- und Einkommensentwicklung

Im Laufe der Zeit gab es in den USA immer wieder volkswirtschaftliche Konjunkturzyklen, die sich aber nicht immer stark auf die Immobilien-Investmentmärkte ausgewirkt haben. Wie in den anderen Kapiteln wird aufgrund der Datenlage hier vor allen Dingen auf die Entwicklung in diesem Jahrtausend eingegangen.

Ursachen und Auslöser konjunktureller Rezessionen können sowohl endogene Faktoren des Konjunkturprozesses wie auch exogene Schocks sein. Zu den endogenen Faktoren gehören Überhitzungserscheinungen am Ende einer Aufschwungsphase, geräumte Arbeitsmärkte und damit Inflationsdruck sowie ein Umschwung im Anlageverhalten von Investoren nach dem Platzen von Blasen auf Aktien- oder Immobilienmärkten. Auch das Umschwenken der Geldpolitik auf einen restriktiveren Kurs angesichts einer Überhitzungsphase trägt ökonomisch endogenen Charakter, wenn die Zentralbank (Fed) stabilisierend gegensteuert. Zu den exogenen Faktoren zählen Ölpreisschocks (wie in den 1970er Jahren), Kriege oder Terroranschläge, wie die USA sie am 11. September 2001 erlebten.

Seit der Jahrtausendwende gab es zwei gravierende (konjunkturelle) Rezessionen. Zu Beginn der 2000er Jahre kam es zu einem knapp einjährigen Konjunkturrückgang aufgrund der Dotcom-Krise und auch der Terroranschläge. Die Folgen für die Immobilienmärkte waren nicht so dramatisch. Nach den RCA-Daten ging das gewerbliche Preisniveau um knapp 5,0 Prozent zurück.

Wesentlich stärkeren Einfluss hatte die Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08, die zu einem fast zweijährigen Abschwung führte. Das BIP ging um etwa 5,0 Prozent zurück. Die Ursache war u. a. der Verfall der Hauspreise, der im Subprime-Segment begann. Aufgrund der internationalen Zusammenhänge weitete sich die US-Krise weltweit aus. Nach RCA-Angaben kam es zum Rückgang des gewerblichen Preisniveaus in den USA um mehr als ein Drittel.

Auf der regionalen bzw. lokalen Ebene ist ebenfalls ein Einfluss der ökonomischen Entwicklung auf den Immobilien-Investmentmarkt festzustellen. Nach Analyse von RCA korreliert der Anstieg der US-Immobilienpreise stark mit der Wirtschafts- bzw. Beschäftigungssituation. Eine wichtige Triebkraft für gewerbliche Immobilienpreise ist die Beschäftigung in einer Region. So weisen Metropolen mit einem überdurchschnittlichen Beschäftigungswachstum ebenfalls einen überdurchschnittlichen Preisanstieg auch. Auf Märkten mit einem geringen Beschäftigungswachstum bzw. schwacher Wirtschaftsentwicklung stehen die Immobilienpreise unter Druck. Hingegen konnte kein Zusammenhang zwischen Wirtschaftsentwicklung und den Trends beim Investmentvolumen festgestellt werden. Bei den Transaktionen dominieren üblicherweise seit Jahren die gleichen Metropolen. Kommt es zur Veränderung im Ranking, so gehen diese nicht nachhaltig in eine Richtung.

2.3 Demografische Entwicklung

Der demografische Wandel in den USA hat in der langfristigen Betrachtung grundlegende Auswirkung auf die dortigen Immobilienmärkte. Bevölkerungs- und Haushaltsentwicklung sowie die Bevölkerungs- und Haushaltsstrukturen sowie ethnische Zugehörigkeit sind wesentliche Faktoren, die die reale Nachfrage nach Immobilien und die Art der nachgefragten Immobilien beeinflussen.

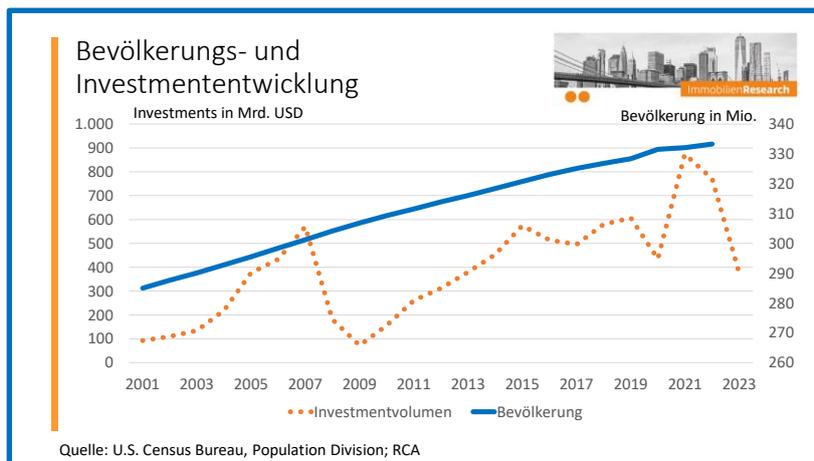


Abbildung 4: Demografische Entwicklung und Investmentmarktvolumen in den USA

Die demografische Entwicklung hat hingegen nur einen nachrangigen Einfluss auf die Immobilien-Investmentmärkte, auf denen Immobilien gehandelt bzw. finanzielle Mittel in Immobilien angelegt werden. Ein statistischer Zusammenhang zwischen der langfristigen demografischen Entwicklung und dem institutionellen Immobilien-Investmentmarkt war bislang nicht zu erkennen (s. Abbildung 4). Während die Bevölkerungsanzahl stetig anstieg, zeigte sich ein stark volatiler Verlauf bei den Transaktionen. Vielmehr waren monetäre Größen wie die Geldpolitik und insbesondere die Zinsentwicklung ursächlich für die Schwankungen. Es ist demnach auch zukünftig zu erwarten, dass insbesondere finanzwirtschaftliche und nicht demografische Einflüsse den professionellen Investmentmarkt determinieren.

Bei Immobilienkäufern, die für den privaten Gebrauch verwendet werden, sind verschiedene Einflussgrößen wie monetäre Einflüsse oder die Bevölkerungsentwicklung bedeutend. Allein

von einer steigenden Bevölkerungszahl werden Auswirkungen zu erwarten sein. Indirekt wirkt sich die Bevölkerung auch über die Wohneigentumsquote aus. Wohneigentum wird u. a. von privaten Anlegern gekauft und würde so selbst bei konstanter Wohneigentumsquote zu steigenden Transaktionen führen. Der private Immobilien-Investmentmarkt wird profitieren, da mehr Wohnungen und Häuser gekauft werden.

Bei steigender Bevölkerung ist c. p. ebenfalls ein steigendes Vermögen zu erwarten, was teilweise auch in Immobilien angelegt wird. Hierdurch würde dann auch indirekt das professionelle Marktsegment profitieren.

Der Trend zu einer älter werdenden Bevölkerung wird sich wie bisher fortsetzen, ohne dass hiervon insgesamt grundlegend neue Impulse für die Immobilienanlage zu erwarten sind. Wenn die private Altersvorsorge noch wichtiger wird, können die Investoren von der demografischen Entwicklung profitieren. Dies wird dann erfolgen, wenn Investoren entsprechend finanzielle Mittel erhalten, welche wiederum in Immobilien angelegt werden.

Die zunehmend pluralistische Bevölkerung hinsichtlich Ethnie und Rasse wirkt sich eher negativ auf die Wohneigentumsquote aus. Belastend wirkt, dass die zukünftig am stärksten wachsenden Bevölkerungsgruppen die niedrigste Eigentumsquoten aufweisen. Die Gruppe mit der höchsten Eigentumsquote, die der Non-Hispanic White, wird laut Prognosen sowohl absolut als auch relativ schrumpfen.

3 Perspektiven

Während die aktuellen Schwierigkeiten für US-Immobilien nicht von der Hand zu weisen sind, gibt es für die Zukunft insgesamt durchaus gute Rahmenbedingungen. Zum einen dürfte der Hochpunkt des aktuellen Straffungszyklus der Fed erreicht sein und Zinssenkungen wieder in den Fokus rücken. Dadurch bleibt der langfristige Wachstumsausblick gut.

Ein sich negativ entwickelnder Markt, der aber nicht mehr so stark negativ ausfällt, könnte ein guter Zeitpunkt für neue Investitionen sein, aber er ist nichts für schwache Nerven. Es scheint zwar der Markt noch nicht seinen Boden gefunden zu haben, aber wenn die Trends so weitergehen, werden einige Investoren den Wendepunkt bald sehen und wieder beginnen zu investieren. Das Investmentvolumen wird erst dann wieder signifikant steigen, wenn entweder die Käufer oder die Verkäufer den ersten Schritt machen bei der Preisfindung. Falls ein Boden bei der Preisgestaltung gefunden wird, wird der Markt zu einem normaleren Aktivitätsniveau zurückkehren. Wann und wie das passiert, bleibt abzuwarten. Es kann zum einen durch erhöhte Not für die Verkäufer gegeben sein, die diese auf den Markt zwingt. Zum anderen können die Zinssätze stärker sinken und potenziellen Käufern das Vertrauen zurückgeben.

Das hohe Investmentvolumen von 2021 und 2022 wird in naher Zukunft wahrscheinlich nicht wieder erreicht werden. Die Erholung des Marktes wird ein langwieriger Prozess sein. Es dauerte fast ein Jahrzehnt bis sich die Transaktionszahlen von der globalen Finanzkrise (GFC) erholten. Im gegenwärtigen Umfeld und unter Berücksichtigung des Wettbewerbs, werden die Anlagestrategien selektiver und taktischer sein.

Datenstand: Mai 2024³

Auftraggeber

BVT Holding GmbH & Co. KG

Impressum

ImmobilienResearch Vornholz GmbH, Telgengarten 32, 59348 Lüdinghausen

Geschäftsführender Gesellschafter: Prof. Dr. Günter Vornholz

Tel.: +49 (0)151 – 5982 4662, www.immobilienresearch-vornholz.de

Sitz der Gesellschaft: Lüdinghausen | Handelsregister: Amtsgericht Coesfeld HRB 20748

Steuernummer: 333 / 5969 / 1623 | Umsatz Steuer ID: DE355400031

Disclaimer

Diese Veröffentlichung enthält lediglich Informationen allgemeiner Natur. Diese Informationen wurden nach bestem Wissen auf der Grundlage vorhandener oder in der Bearbeitungszeit zugänglicher Quellen erarbeitet. Es werden keine Garantien, Zusicherungen oder anderweitige, rechtsverbindliche Aussagen zu den in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen gegeben bzw. getroffen.

Lüdinghausen, Mai 2024

© ImmobilienResearch Vornholz GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

³ Die Ausführungen dieser Studie richten sich gleichberechtigt an alle Menschen. Die Verwendung männlicher Artikel und Bezeichnungen für Personen, Funktionen etc. dient allein dem Ziel, den Lesefluss zu erleichtern und zu verbessern.