

# Blickpunkt Immobilien

Dr. Sebastian Schnejdar

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

## Corona spaltet US-Immobilienmarkt

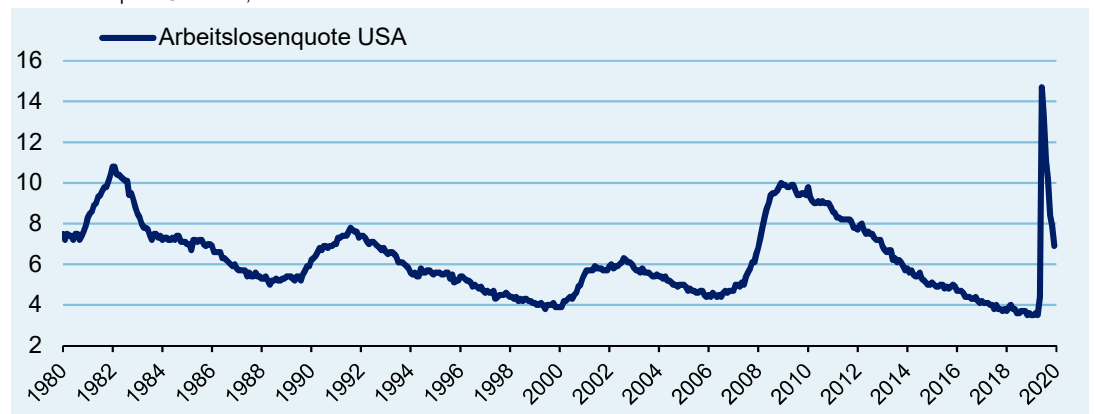
### Kurz & klar

- Corona trifft die US-Volkswirtschaft mit voller Wucht.
- Der amerikanische Häusermarkt zeigt sich – aufgrund der historisch niedrigen Zinsen – bisher weitgehend unbeeindruckt vom Wirtschaftseinbruch.
- Am Mietmarkt droht Millionen Menschen dagegen die Zwangsräumung.
- Auch die konjunktursensitiven Gewerbeimmobilien und vor allem der stationäre Einzelhandel sind bereits deutlich von der Krise gezeichnet.

- Corona beendet jahrelangen Aufschwung der US-Wirtschaft.

Nach den tagelangen Wirren um den Ausgang der US-Wahl steht Joe Biden nun als Sieger und designierter neuer Präsident fest. Neben dem Wahlkrimi und der zunehmenden Spaltung der amerikanischen Gesellschaft, rückte die Corona-Krise zeitweise in den Hintergrund. Dabei ist die Gesundheits- und Wirtschaftskrise keineswegs ausgestanden. Während Europa nach einer Phase der Entspannung seit Herbstbeginn mit einer zweiten Corona-Welle mit rekordhohen Neuinfektionszahlen zu kämpfen hat, befinden sich die USA schon seit Monaten in der Corona-Dauerwelle. Trotz der einsetzenden wirtschaftlichen Erholung in Q3 wird – aufgrund des dramatischen wirtschaftlichen Einbruchs in der ersten Jahreshälfte in Folge des landesweiten Lockdowns – für 2020 laut BayernLB Research ein Rückgang der Wirtschaftsleistung um 4% erwartet. Mit den Neuinfektionszahlen schoss auch die Zahl der Arbeitslosen im Frühjahr in neue Rekordhöhen. Nichtsdestotrotz besitzt die amerikanische Wirtschaft erstaunliche Selbstheilungskräfte. So sank die Arbeitslosenquote vom Rekordhoch im April mit 14,7% bis Oktober wieder auf 6,9%. Für 2021 wird zudem ein Wirtschaftswachstum von 3% erwartet.

US-Arbeitsmarkt mit erstaunlichen Selbstheilungskräften  
 Arbeitslosenquote USA in %, monatlich



Quelle: BLS, Refinitiv, BayernLB Research

Der konjunkturelle Einbruch weckt unweigerlich Erinnerungen an die US-Immobilienkrise in den Jahren 2007/08, in deren Verlauf rund 5,6 Millionen Häuser zwangsversteigert wurden. Daher stellt sich die Frage, wie sich die Lage am amerikanischen Häusermarkt derzeit darstellt und wie stark das auf Jahre zementierte Niedrigzinsumfeld den Markt stützen kann.

Zudem lohnt ein Blick auf den US-Gewerbeimmobilienmarkt, welcher deutlich stärker auf konjunkturelle Entwicklungen reagiert.

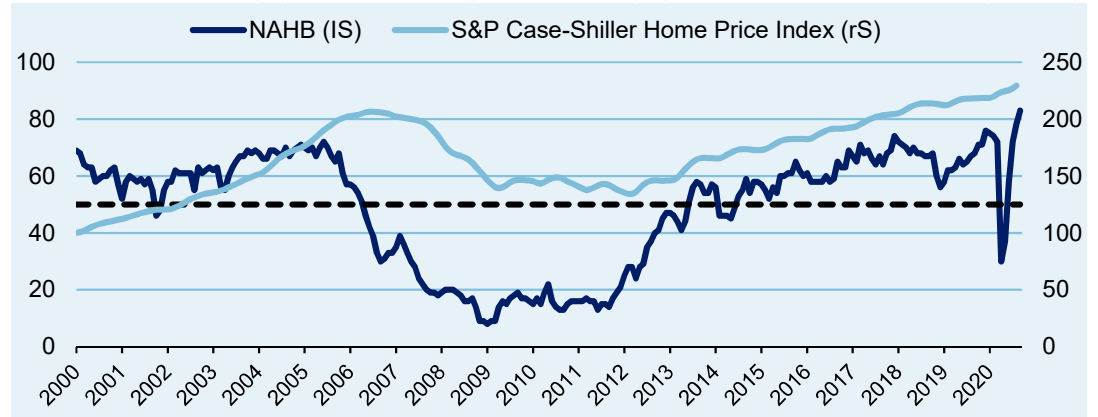
### US-Häusermarkt immun gegen das Coronavirus

- ▶ Hochstimmung und steigende Preise am Häusermarkt

Die Stimmung am Immobilienmarkt ist, nach dem dramatischen Einbruch im Frühjahr, zunehmend euphorisch. So notiert der NAHB Home Builders Index im Oktober 2020 bei historisch hohen 85 Punkten. Dabei zeigen schon Werte über 50 eine gute Stimmung am US-Häusermarkt an. Der S&P Case-Shiller Home Price Index für die 20 größten US-Metropolen präsentierte sich im August 2020 mit einer Preissteigerung von 5,7% im Vergleich zu August 2019 weiterhin stabil. Nach einem deutlichen Abflachen der Steigerungsraten im Jahr 2019 nehmen die Preiszuwächse im Jahr 2020 – trotz Corona – wieder deutlich zu.

#### Stimmung und Preisentwicklung am US-Immobilienmarkt

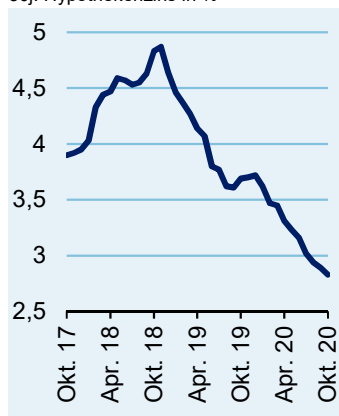
NAHB Home Builders Umfrage (>50 Verkaufserwartung Einfamilienhaus: „gut“); S&P Case-Shiller Home Price Index (100=2000)



Quelle: NAHB, S&P, Refinitiv, BayernLB Research

#### Niedrige Hypothekenzinsen beflügeln US-Wohnimmobilien

30j. Hypothekenzins in %



Quelle: Freddie Mac, Refinitiv, BayernLB Research

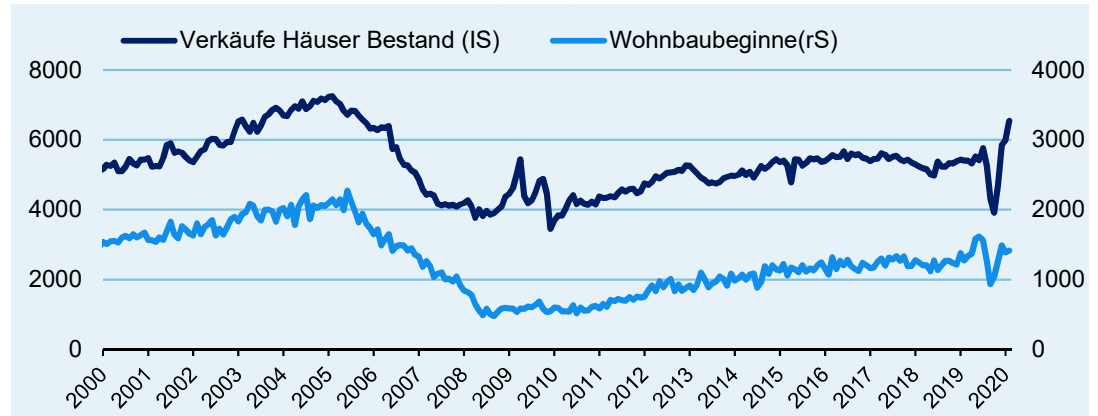
Hier zeigt sich der enorme Einfluss der massiven Leitzinssenkungen und des Ankaufs von Mortgage Backed Securities (MBS) durch die Federal Reserve in Höhe von über einer Billion US-Dollar seit März. Beides ließ die Hypothekenzinsen nochmals deutlich sinken. So liegen die 30-jährigen Hypotheken mit fixer Zinsbindung seit über drei Monaten unter 3%. Im Oktober wurden sogar rekordniedrige Zinsen am Wohnimmobilienmarkt von 2,83% berichtet. Zum Vergleich: Anfang 2019 lagen die Zinsen noch bei 4,46%.

Auch die Häuserverkäufe im Bestand, welche in den USA für den überwiegenden Teil der Umsätze am Immobilientransaktionsmarkt stehen, profitieren enorm von den niedrigen Zinsen und erklommen mit 6,54 Millionen im September im Vergleich zum Vorjahresmonat neue Rekordwerte. Nach dem Einbruch im Frühjahr übertreffen die Häuserverkäufe sogar noch das erhoffte V-Szenario. Dabei stieg vor allem die Nachfrage nach Häusern in ländlichen Gebieten und den Speckgürteln der Metropolen. Hier spielen veränderte Präferenzen der Amerikaner in Folge der Erfahrungen in der Corona-Krise eine wichtige Rolle.

Zudem zeigen sich auch die Wohnungsbaubeginne im September mit rund 1,415 Millionen, ebenfalls nach dem Einbruch im Frühjahr, deutlich erholt. Allerdings begrenzt hier der Mangel an Bauland und Baumaterialien eine noch stärkere Zunahme der Baubeginne.

**Neubaubeginne und Verkäufe im Bestand weiterhin solide**

Häuser-Verkäufe im Bestand, Jahresrate, in Tsd.; Wohnungsbaubeginne, Jahresrate, in Tsd.



Quelle: NAR, U.S. Census, Refinitiv, BayernLB Research

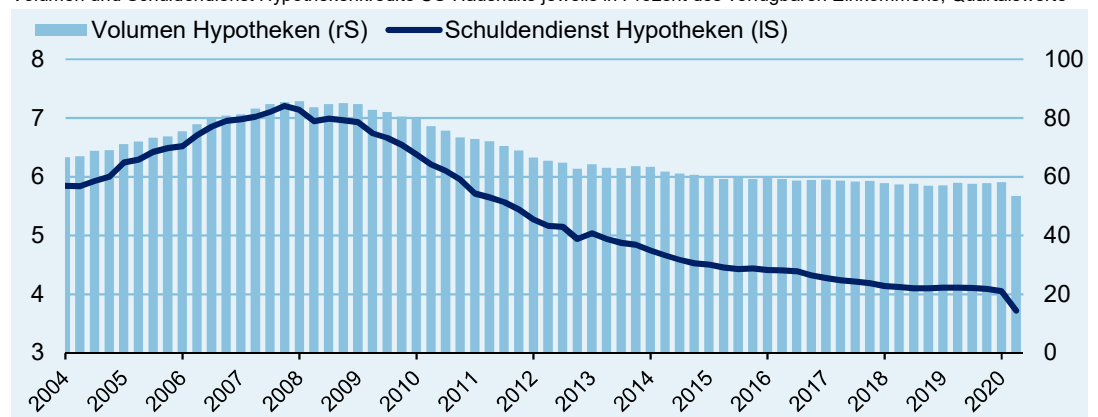
**Hauseigentümer trotzen bisher der Krise**

- Moderate Hypothekenschulden und CARES schützen Eigentümer

Neben dem Blick auf die fundamentalen Daten am Immobilienmarkt lohnt auch eine Analyse der derzeitigen Finanzierungssituation der Hauseigentümer. Dabei zeigt sich, dass die Verschuldung der privaten Haushalte in den USA mit 14,27 Billionen US-Dollar im zweiten Quartal 2020 höher ist als zur Zeit der Finanzkrise. Allerdings zeichnen sich hier vor allem die starke Zunahme von Kreditkartenschulden, Auto- und Studentendarlehen für die Entwicklung verantwortlich. Das Volumen der gesamten Hypothekenschulden der privaten Haushalte hat dagegen nicht zugenommen. So unterscheidet sich die derzeitige Verschuldungsquote an Hypothekenkrediten im Vergleich zum verfügbaren Haushaltseinkommen mit knapp 54% im Q2 2020 deutlich von den Höchstständen von rund 86% in Q1 2008. Betrachtet man den tatsächlichen Schuldendienst der Haushalte, zeigt sich die Situation noch positiver. Aufgrund des seit Jahren niedrigen Zinsniveaus und der boomenden Wirtschaft wendeten die US-Haushalte zur Jahresmitte 2020 nur etwa 3,7% des gesamten verfügbaren Einkommens für den Schuldendienst ihrer Hypotheken auf. Zu Zeiten der Immobilienkrise waren es noch über 7%.

**Deutlich moderatere Hypothekenverschuldung privater Haushalte seit Finanzkrise**

Volumen und Schuldendienst Hypothekenkredite US-Haushalte jeweils in Prozent des verfügbaren Einkommens, Quartalswerte



Quelle: New York-Fed, BEA, Federal Reserve, Refinitiv, BayernLB Research

Auch das Konjunkturpaket in Höhe von 2,2 Billionen US-Dollar half, die Lage der Hauseigentümer während der Hochphase der Corona-Krise zu stabilisieren. So erhielt im Frühjahr jeder Haushalt staatliche Zuwendungen in Form einmaliger Schecks in Höhe von 1.200 US-Dollar pro Erwachsenem und von 500 US-Dollar pro Kind. Zudem wurde die – in den

USA üblicherweise geringe – Arbeitslosenunterstützung um 600 US-Dollar pro Woche erheblich aufgestockt. Die bereitgestellten Mittel wurden bis Ende Juli an die Bevölkerung ausgezahlt, womit auch die Kreditraten bedient werden konnten. Bisher konnten sich Demokraten und Republikaner nicht auf eine Verlängerung der staatlichen Hilfen einigen. Erst nach der Wahl wird mit einem weiteren großangelegten Konjunkturpaket gerechnet.

Zudem ermöglicht der im März verabschiedete CARES Act privaten Haushalten die Aussetzung von Zins und Tilgung ihrer Hypotheken für bis zu 12 Monate ohne rechtliche Folgen. Von dieser Regelung machten zum Stichtag Ende Oktober rund 5,9% aller Darlehensnehmer in den USA Gebrauch. Auch die großen US-Banken reagierten auf die enormen negativen Folgen der Corona-Krise für die amerikanische Bevölkerung und gaben eine zeitweise Aussetzung der Einleitung von Zwangsversteigerungen für säumige Darlehensnehmer bekannt. Im zweiten Quartal sank die Anzahl der Zwangsversteigerungen gegen Null und damit auf ein historisches Tief.

Die Vielzahl an Maßnahmen half bisher, die durch die zeitweise sprunghaft gestiegene Arbeitslosigkeit, erwarteten Notverkäufe am US-Häusermarkt zu verhindern und damit einen Einbruch der US-Wohnimmobilienpreise abzufedern, welcher den privaten Konsum zusätzlich belasten würde.

### Viele Mieter vor ungewisser Zukunft

- Nach dem Ende der staatlichen Zahlungen droht Millionen Mietern die Zwangsräumung.

Während die Hauseigentümer durch den CARES Act gezielt unterstützt werden, sind die Millionen Mieter – nach dem Auslaufen der konjunkturellen Hilfe Ende Juli – überwiegend auf sich alleine gestellt. Zudem trifft die stark gestiegene Arbeitslosigkeit vor allem den Dienstleistungssektor und Arbeitsplätze in den Metropolen des Landes, wodurch überdurchschnittlich viele Mieterhaushalte von Einkommenseinbußen betroffen sind.

In der Folge sehen sich viele Mieter nicht mehr in der Lage, ihre Miete rechtzeitig und in voller Höhe zu bezahlen. Nach den repräsentativen Daten des National Multifamily Housing Council (NMHC), welcher rund 11,5 Millionen Mietwohnungen landesweit verwaltet, wurden bis zum 06.10.2020 nur 79,4% aller Oktober-Mieten vollständig bezahlt. Ein Indiz für die prekäre Lage vieler Mieter. Einschränkend muss allerdings angefügt werden, dass eine verspätete Mietzahlung in den USA nicht ungewöhnlich ist. Bis zum 27.10. gingen entsprechend auch knapp 95% aller Oktober-Mieten ein. Unter dem Strich können seit Ausbruch der Krise dennoch rund 5% aller Mieter jeden Monat keinerlei Mieten aufbringen. Nach zwei ausgesetzten Mietzahlungen droht in den USA direkt die Zwangsräumung. Daher bauen viele Mieter ihre Hoffnungen derzeit auf die erwartete Neuauflage der staatlichen Hilfen und auf einen noch stärkeren Jobaufbau in der Wirtschaft.

### US-Gewerbeimmobilien mit zwei Gesichtern

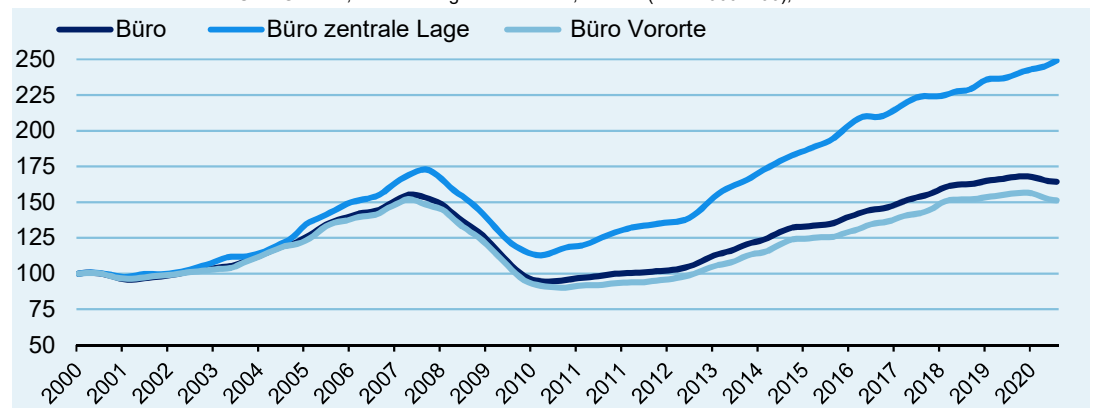
- Preisrückgänge bei Büroimmobilien in Vororten – stabile Lage bei Büros in zentraler Lage

Der Gewerbeimmobilienmarkt zeigt sich im Vergleich zum Häusermarkt bereits stärker von der Krise gezeichnet. Nach der Rallye der vergangenen Jahre beendet Corona bis auf Weiteres die Preisphantasien am Gewerbeimmobilienmarkt. Bis zum September kühlten sich die Preiszuwächse bereits deutlich ab. Unter dem Strich lagen die gewerblichen Immobilien im September nur noch um 1,4% höher als im Vorjahresmonat. Für das weiterhin positive Vorzeichen sorgen – analog zu Deutschland – die Asset-Klassen Wohnen und Logistik, welche im gleichen Zeitraum Preiszuwächse von 6,7% und 7,4% aufwiesen. Dagegen zeigt sich bei Hotel, dem stationären Einzelhandel und nicht zuletzt bei Büroimmobilien eine deutlich eingetrübte Entwicklung.

Bis zum Ausbruch der Corona-Krise in den USA im März stiegen beispielsweise die landesweiten Büroimmobilienpreise in allen Lagen innerhalb von acht Jahren um rund zwei Drittel. Inflationbereinigt relativiert sich zwar das aktuell sehr hohe Preisniveau. Allerdings lagen die Büroimmobilienpreise vor Ausbruch der Krise leicht über dem Niveau vor der Finanzkrise. Die Preiszuwächse für Büroimmobilien in Spitzenlage waren im selben Zeitraum noch deutlich ausgeprägter. Während die Preise für Büros in Bestlage bis zum dritten Quartal 2020 weiterhin stabil sind, zeigt sich in den Randlagen laut RCA bereits ein Rückgang des Preisniveaus von -2,7% im September im Vergleich zum Vorjahresmonat. Unter dem Strich über alle Lagen gaben die Büroimmobilienpreise im September um -1,5% nach.

**Landesweit weit sinkende Büroimmobilienpreise**

Preisindex Büroimmobilien USA Gesamt, zentrale Lage und Vororte, Indizes (Dez. 2000=100), monatlich



Quelle: RCA, Refinitiv, BayernLB Research

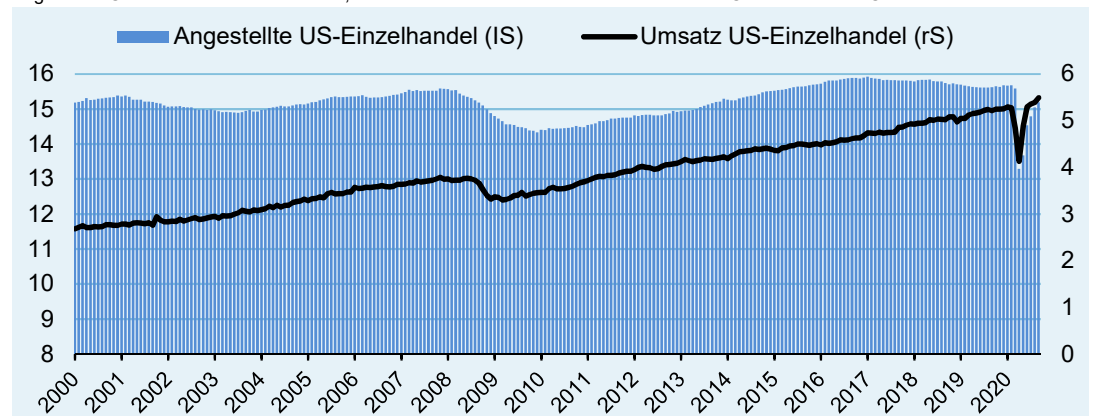
**US-Einzelhandel im Krisenmodus**

- ▶ Stationärer Einzelhandel: Trotz V-förmiger Umsatz-Erholung weiter in der Krise

Nicht erst seit Corona befindet sich der stationäre US-Einzelhandel in einem schmerzhaften Umbruch. Durch den landesweiten Lockdown mit zahlreichen Geschäftsschließungen brach auch der Einzelhandelsumsatz im Frühjahr historisch stark ein. Durch die starke wirtschaftliche Erholung in Q3 und durch die immensen staatlichen Konjunkturpakete nahmen auch die Einzelhandelsumsätze wieder Fahrt auf. Im September wurde sogar ein um rund 4% höherer Umsatz erzielt als im Vorkrisenmonat Februar. Weniger erfolgreich verlief die Entwicklung der Beschäftigung im Einzelhandel. Nach einer Welle der Entlassungen im Frühjahr, setzte auch hier im Zuge der Geschäftsöffnungen eine deutliche Erholung ein. Im September lag allerdings die Zahl der Angestellten im Einzelhandel mit knapp 15,2 Millionen weiterhin eine halbe Million unter dem Vorkrisenniveau.

**US Einzelhandel: V-förmige Umsatzerholung nach Einbruch im Frühjahr**

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

Die unvollständige Korrelation der Kennzahlen erklärt sich damit, dass ein Großteil des Umsatzwachstums im Onlinehandel generiert wird, welcher eine deutlich niedrigere Beschäftigungsintensität aufweist als der stationäre Handel, der auch vor Corona im Zuge des Strukturwandels bereits mit einem zunehmenden Stellenabbau konfrontiert war. Die hohe Unsicherheit über die weitere Entwicklung im stationären Einzelhandel führt bereits zu einem nachlassenden Interesse der Investoren und zu fallenden Preisen. So gingen die Preise für Einzelhandelsimmobilien im September laut RCA-Daten bereits um 5,3% im Vergleich zum Vorjahresmonat zurück.

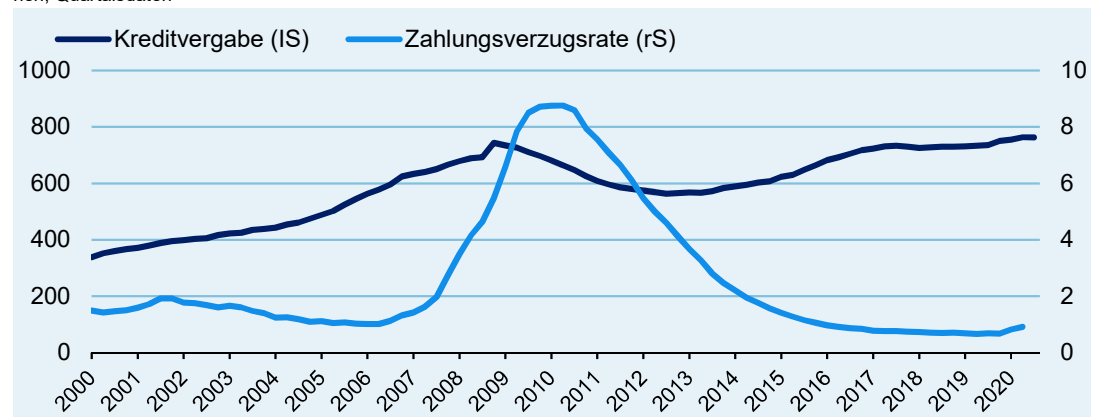
### Weiterhin stabiles Finanzierungsumfeld für Gewerbeimmobilien

- Weiterhin stabile Kreditvergabe bei US-Gewerbeimmobilien

Während die Preise für Büro- und vor allem Einzelhandelsimmobilien bereits spürbar sinken, zeigt sich auf der Finanzierungseite weiterhin keine Kreditklemme. Mit rund 763 Mrd. US-Dollar in Q3 20120 liegt die Kreditvergabe für Gewerbeimmobilienfinanzierungen weiterhin auf stabilem und hohem Niveau. Ein Indiz dafür, dass die Banken bisher von beherrschbaren Auswirkungen der Corona-Krise auf den Gewerbeimmobilienmarkt ausgehen. Gerade vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit stark gestiegenen Gewerbepreise spricht die nur moderate Ausweitung der Kreditvergabe für eher konservative Finanzierungsstrukturen. Auch die Zahlungsverzugsrate, welche den Anteil der Kredite misst, die zwei Monate lang nicht bedient wurden, liegt zur Jahresmitte 2020 mit einem Anteil von 0,92% am gesamten Kreditbestand weiterhin auf niedrigem Niveau. Dennoch zeigt sich hier bereits ein deutlicher Anstieg im Vergleich zum ersten Quartal 2020, welcher dem dramatischen wirtschaftlichen Einbruch der US-Volkswirtschaft geschuldet ist.

#### Stabile Kreditvergabe in Q3 und leicht steigende Zahlungsverzugsraten bis Q2 2020

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



Quelle: Federal Reserve, Refinitiv, BayernLB Research

### Internationale Investoren meiden derzeit die USA

- Corona-Krise lässt gewerbliches Transaktionsvolumen einbrechen

Auch wenn die aktuellen Zahlen eine weitestgehend beherrschbare Situation am Häuser- und Gewerbeimmobilienmarkt suggerieren, herrscht bei Investoren eine große Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung, vor allem am Gewerbeimmobilienmarkt. Gerade durch die in der Vergangenheit stark gestiegenen Preise wird die Preisfindung zwischen Eigentümern und potentiellen Käufern derzeit deutlich erschwert. Dementsprechend brach das Transaktionsvolumen in US-Gewerbeimmobilien laut RCA von Q1 bis Q3 2020 um rund 32% zum Vorjahreszeitraum ein. Während die ausgewiesenen Preise auf abgeschlossenen Transaktionen beruhen, deutet ein stark sinkendes Transaktionsvolumen, einhergehend mit einer geringeren Anzahl an Transaktionen, auf erhebliche Abwärtsrisiken bei der zukünftigen Preisentwicklung hin.

### Fazit: Ausgeprägte Zweiteilung

- ▶ Einzelhandel und Büro mit deutlichem Abwärtstrend

Während der Häusermarkt von Rekord zu Rekord eilt, weist der konjunktursensitivere Gewerbeimmobilienmarkt eine ausgeprägte Zweiteilung auf. Auf der einen Seite stehen – neben gewerblichen Wohninvestments – verstärkt Logistikimmobilien im Fokus der Investoren. Auf der anderen Seite belasten der tiefgreifende Strukturwandel hin zum Onlinehandel und die Folgen des landesweiten Lockdowns im Frühjahr den stationären Einzelhandel weiterhin. Auch die lange als unverwüstlich geltenden Büroimmobilien leiden unter dem Corona-bedingten wirtschaftlichen Einbruch. Hier zeigt sich vor allem ein Preisrückgang in Randlagen, während Core-Immobilien in Spitzenlage bisher weiterhin eine stabile Rendite aufweisen. Insgesamt ist zukünftig mit temporär sinkenden Büroimmobilienpreisen in den USA zu rechnen. Bei Einzelhandelsimmobilien wird sich der Abwärtstrend bei Mieten und Kaufpreisen zudem weiter verstärken. Bei Logistikimmobilien ist dagegen – trotz konjunkturellem Einbruch – bis Jahresende mit weiter 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 09.11.2020. 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**  
Senior Immobilienanalyst

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

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