

Deutschland Immobilienfinanzierungsmarkt

Veränderte Kreditnachfrage im Niedrigzinsumfeld



Dirk Richolt
Head of Real Estate Finance Germany

Dr. Jan Linsin
Head of Research Germany

Die mittlerweile recht lange anhaltende Aufwärtsentwicklung an den Investmentmärkten für Gewerbeimmobilien wirft angesichts der aktuellen Turbulenzen – insbesondere bei süd-europäischen Banken sowie der gestiegenen Unsicherheiten und höheren Volatilitäten an den Kapitalmärkten infolge des geplanten Brexit – die Frage auf, ob diese exogenen Ereignisse bremsend auf den deutschen Investmentmarkt wirken könnten. Vor dem Hintergrund aktuell deutlich strafferer Kreditstandards (vgl. hierzu Deutsche Bundesbank Monatsbericht Juli 2016 Entwicklungen im Bank Lending Survey seit Beginn der Finanzkrise, S. 15 ff.) wollen wir im Folgenden die Abhängigkeit des deutschen Investmentmarktes von der Kreditvergabe Seite her etwas genauer beleuchten.

Vor rund fünf Jahren haben wir erstmals die Größe des gewerblichen Immobilienkreditbestandes in Deutschland nach Bankengruppen auf Basis der veröffentlichten Daten der Deutschen Bundesbank und der vdp-Statistik sowie diverser Annahmen für die Versicherungswirtschaft und den CMBS-Markt geschätzt (vgl. hierzu CBRE Germany ViewPoint Debt Advisory Market Insights Januar 2012, S. 4 f.). Während sich der aggregierte Darlehensbestand seit Ende 2010 von rund 302 Mrd. € auf gut 261 Mrd. € zum Jahresende 2015 um knapp 14 % nominell verringerte, konnte im gleichen Zeitraum das jährliche Investmenttransaktionsvolumen bei Gewerbeimmobilien um den Faktor 2,9 auf zuletzt 55,2 Mrd. € zulegen. Offensichtlich ist der Investmentmarkt seit geraumer Zeit im Gegensatz zum letzten Immobilienzyklus nicht vom Kreditmarkt getrieben (Abb. 1 und 2 Seite 2).

Abbildung 1: Darlehensbestand Ende 2010

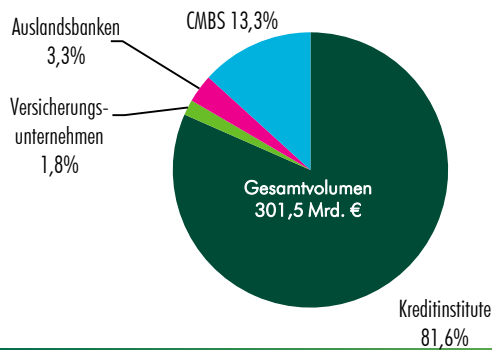
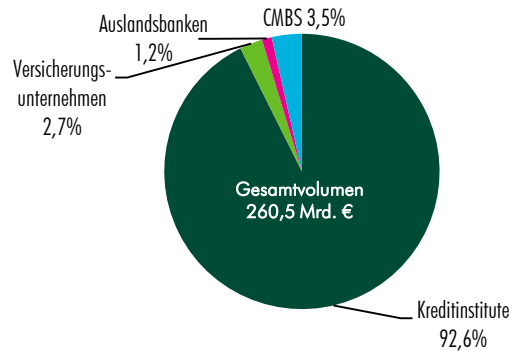


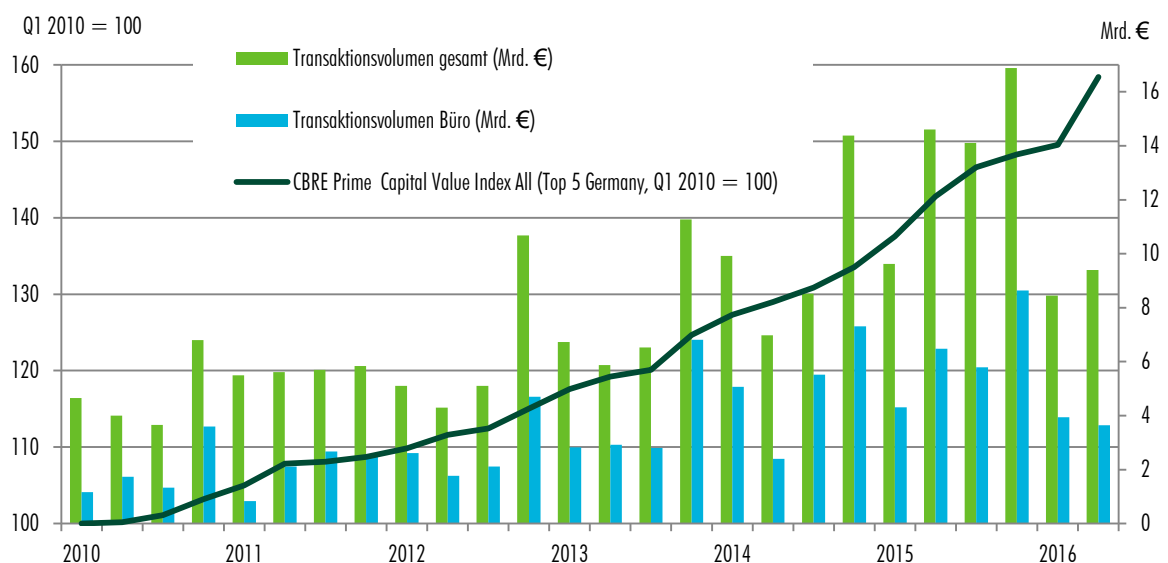
Abbildung 2: Darlehensbestand Ende 2015



Quelle: Bloomberg, Deutsche Bundesbank, Verband deutscher Pfandbriefbanken, CBRE Research, Q2 2016.

Relativiert man die Höhe des Kreditbestandes um die geschätzte Wertsteigerung auf Basis des gewichteten CBRE Prime Capital Value Index All Property, der im Vergleichszeitraum um 48 % gestiegen ist, dann ist der wertadjustierte Anteil des Kreditmarktes am gewerblichen Immobilienbestand um rund 42 % gesunken. Diese Veränderung lässt sich zu einem kleinen Teil durch die Verlagerung der Finanzierung einzelner Wohngesellschaften vom Banken- in den Anleihemarkt erklären. Das Gros dieser signifikanten Veränderung geht einher mit dem ordnungspolitisch gewünschten und letztlich auch tatsächlich umgesetzten „Deleveraging“ im Immobiliensektor im Zuge eines stärker eigenkapitalisierten Immobilienmarktes.

Abbildung 3: Entwicklung des Transaktionsvolumens und des Prime-Kapitalwertindex für Gewerbeimmobilien



Quelle: CBRE Research, Q2 2016.

Betrachtet man die jeweiligen Kreditgebersegmente, wird diese Entwicklung noch deutlicher. So ist der Rückgang des Kreditbestandes bei denjenigen klassischen Immobilienfinanzierern, die eher großvolumige Tickets stemmen, wie etwa Hypothekenbanken und Landesbanken signifikanter. Deren Kreditbestand ist seit Ende 2010 um 43 % bzw. 22 % zurückgegangen. Daneben wurden alte Darlehen von ausländischen Banken und aus Verbriefungen (CMBS) weitgehend abgebaut oder verwertet; sie betragen heute nur noch einen Bruchteil des Volumens aus 2010. Gleiches dürfte für die Bestände von Abbaubanken gelten.

Kreditgenossenschaften, Sparkassen und Versicherungsunternehmen bauen ihre Kreditbestände aus

Kreditwachstum hat es dagegen nur bei Kreditgebern gegeben, die eher private, lokale oder kleinere überregionale Immobilieninvestoren bedienen, wie Sparkassen (+ 10 %) und vor allem Volksbanken (+ 56 %). Eine deutliche Ausweitung des Kreditbestands mit Gewerbeimmobilien lässt sich auch bei Versicherungsunternehmen feststellen (+ 27 %), deren Rolle als Fremdkapitalgeber zunehmend an Bedeutung gewinnt.

Abbildung 4: Veränderung des Gewerbeimmobilienkreditbestands nach Finanzintermediäre

Finanzintermediäre	Delta 2015 ggü. 2010	
	in Mio. €	in %
CMBS*	-30.800	-77%
Realkreditinstitute	-22.149	-43%
Landesbanken	-11.472	-22%
Auslandsbanken	-7.000	-70%
Großbanken	-2.875	-11%
Zweigstellen ausländischer Banken	-19	-2%
Regionalbanken u. sonst. Kreditbanken	47	0%
Versicherungsunternehmen*	1.500	27%
Sparkassen	5.490	10%
Kreditgenossenschaften	26.300	56%
Veränderung des Kreditbestands insgesamt	-40.978	-14%

Quelle: Quelle: Bloomberg, Deutsche Bundesbank, Verband deutscher Pfandbriefbanken, CBRE Research, Q2 2016.

*teilweise geschätzt

Im Ergebnis spiegelt diese unterschiedliche Entwicklung zwischen hohem Eigenkapitaleinsatz im großvolumigen Geschäft und einem gewissen Wachstum der kreditfinanzierten kleineren Immobilieninvestitionen, vornehmlich durch private Investoren, das gemeinsame Problem des Anlagenotstands wider. So müssen auf der einen Seite institutionelle Anleger in Anbetracht inflationierter Wertpapiervermögen ihre Immobilienanlagen erhöhen, um die Allokationsquoten zumindest beizubehalten. Auf der anderen Seite nutzen Privatinvestoren billige Kredite, um ihre Immobilienanlage zu hebeln und so der negativen Realverzinsung sonstiger Investments zu entfliehen.

Realverzinsung deutscher Bundesanleihen weiterhin im negativen Bereich

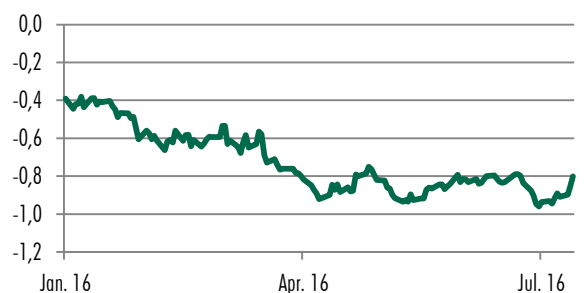
Dieser Trend ist in der letzten Zeit durch negative Renditen auf Bundesanleihen bis in den zehnjährigen Bereich noch verstärkt worden, und selbst bei Bundesanleihen mit bis zu 30 Jahren Laufzeit gibt es aktuell keine Zinsen mit einer Eins vor dem Komma.

Adjustiert um die erwartete Inflation lag die Realverzinsung zehnjähriger Bundesanleihen im zweiten Quartal zwischen -0,8 % und -1,0 % p.a.

Abbildung 5: Entwicklung der Rendite 10-j. Bundesanleihe (% p.a.)



Abbildung 6: Entwicklung der Realrendite 10-j. Bundesanleihe (% p.a.)



Quelle: Bloomberg, CBRE Research, Q2 2016.

Trotz der rückläufigen Inflationsraten ist die jüngst geäußerte Sorge vor einer deflationären Entwicklung in Deutschland unbegründet. So haben in der Vergangenheit die günstigen Rohstoff- und Energiepreise auf den Index gedrückt, jedoch dürfte sich gemäß der aktuell an den Finanzmärkten erwarteten Entwicklung der Rohölpreise der langsame Anstieg der Rate in den kommenden Monaten fortsetzen. Bezogen auf die Kerninflation, also die um die volatilen Rohstoff- und Energiepreise bereinigte Inflationsrate, lag die Teuerungsrate in den letzten Jahren ziemlich konstant bei 1 %.

Swapsätze bis einschließlich sechs Jahre derzeit im negativen Bereich

Abbildung 7: Entwicklung der Inflationsraten (% p.a.)

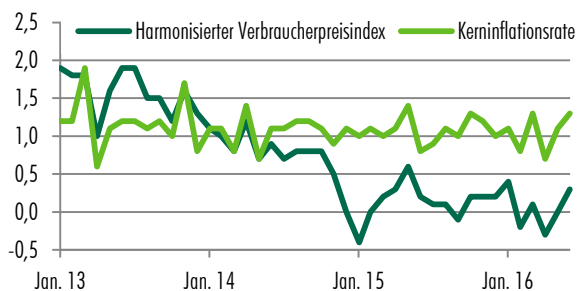
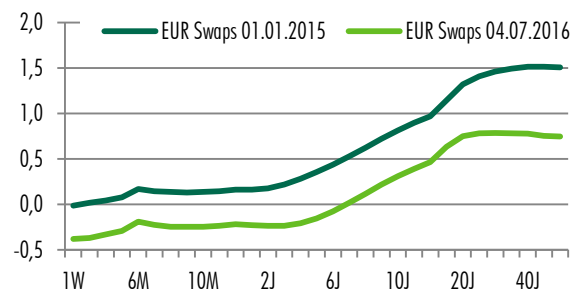


Abbildung 8: Entwicklung der Swapsätze (% p.a.)



Quelle: Bloomberg, Destatis, CBRE Research, Q2 2016.

Die jüngsten Entwicklungen am Zinsmarkt schaffen ein recht positives Umfeld für Kreditnehmer. So sind die Zinsen weiter gesunken und die Swapsätze bis einschließlich sechs Jahre liegen derzeit im negativen Bereich. Große gewerbliche Kreditnehmer schaffen es vermehrt, in Verhandlungen für neue Konditionierungen diese negativen Swapkosten auch tatsächlich mit der Kreditmarge verrechnen zu lassen, so dass bei mittleren Laufzeiten der gesamte Kreditzins deutlich unterhalb der Ein-Prozent-Marke liegt und die realen Kreditkosten gegen Null tendieren.

Dass eine derart aggressive Geldpolitik nicht zu systemgefährdenden Entwicklungen im Kreditsektor führt, liegt einerseits an der nahezu überbordenden Regulierung des Finanzsektors, andererseits an der extremen Verknappung sinnvoller Anlagemöglichkeiten infolge des monatlichen 80-Milliarden-Euro-Ankaufprogramms für Staats- und Unternehmensanleihen der EZB, das bis mindestens März 2017 laufen soll. Entsprechend bleiben die Zinsen voraussichtlich für längere Zeit auf einem Rekordtief und auch für die Anleiherenditen gilt „Lower for longer“.

Dies zwingt Immobilieninvestoren hinsichtlich ihrer Portfolio-allokation und ihres Kapitaleinsatzes zum Umdenken .

Eigenkapital ist weltweit reichlich vorhanden. In Ermangelung von risikoadjustierten Anlagemöglichkeiten verzichten Investoren daher auf die zusätzliche Kreditfinanzierung, da die liquiden Mittel mittlerweile negativ verzinst werden (müssen).

Abschließend müssen wir darauf hinweisen, dass wir den CBRE-Refinanzierungskostenindikator nicht mehr publizieren können, da es keine offiziellen Indizes für Pfandbriefrenditen mehr gibt. Die EZB ist hier mit Abstand größter Käufer im Primär- und Sekundärmarkt, aber hält die Papiere bis zum Laufzeitende, so dass kein liquider Handel stattfinden kann, aus dem sich ein verlässlicher Index ableiten lässt. Schöne neue Anlagewelt. Dann sollte man sein Geld eventuell doch eher in Immobilien investieren.

KONTAKT

Dirk Richolt

Managing Director

Head of Real Estate Finance Germany

+49 69 170 077 628

dirk.richolt@cbre.com

Dr. Jan Linsin

Senior Director

Head of Research Germany

+49 69 170 077 663

jan.linsin@cbre.com

CBRE OFFICES

CBRE GmbH Frankfurt

WestendDuo

Bockenheimer Landstraße 24

60323 Frankfurt/Main

Wenn Sie mehr über CBRE Research erfahren möchten oder einen weiteren Marktbericht benötigen, besuchen Sie bitte den Global Research Gateway unter www.cbre.com/researchgateway