

**Credit Insight: 05. Dezember 2023 / DAM&VEG**

## Stress im Immobiliensektor: Einfluss auf europäische Banken

### Konklusion

Investoren fragen sich zurzeit, ob die Turbulenzen am Immobilienmarkt bei Banken in Deutschland, Skandinavien und Grossbritannien zu Problemen führen werden. Wir gehen davon aus, dass die gestern bekannt gewordene Insolvenz der Sigma Gruppe stellvertretend für Exzesse im Immobiliensektor während der Tiefzinsphase steht. Die Bereinigung des Schuldenüberhangs dürfte in Europa weite Kreise ziehen und nicht nur bei Julius Bär für roten Köpfe und ein verhageltes Ergebnis sorgen. Aus diesem Anlass haben wir Grossbanken und Banken mit Aktivitäten in der Immobilienfinanzierungen in diesen Ländern einer aus unserer Sicht plausiblen Verschärfung der Risikosituation in den Geschäftsjahren 2024 und 2025 unterzogen. Dieser Stresstest beruht auf einer Reihe von Annahmen und ist nicht als Prognose, sondern als Sensitivitätsanalyse zu verstehen. Das Urteil fällt wenig überraschend aus: Universalbanken, welche geografisch und produktseitig breit diversifiziert sind sowie Banken mit hoher Rentabilität bleiben im Vergleich besser aufgestellt als jene, die immobilienlastig sind und deren Rentabilität weniger Spielraum für Risikoversorge zulässt.

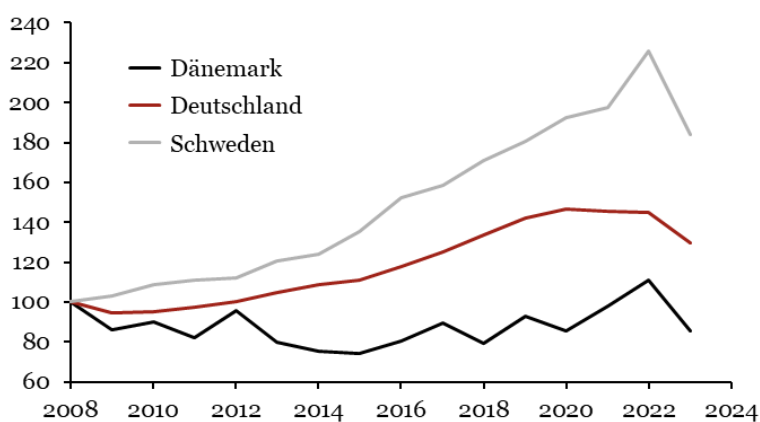
Das Resultat unserer Berechnungen zeigt auf, dass die Risikotragfähigkeit bei der Mehrheit der Banken auf einem soliden Niveau liegt. In den von uns angewandten Szenarien verliert lediglich eine Bank, die Deutsche Pfandbriefbank, materiell an CET1 Quote, würde aber noch immer die aktuellen aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen erfüllen. Für die meisten Banken ist deren Engagement bei gewerblichen Immobilienkrediten, unter der Annahme, dass die Märkte nicht implodieren, nicht der Treiber für das zukünftige Finanz- und Risikoprofil. Entscheiden bleiben die Kapitalisierung und Rentabilität als wichtigste Faktoren.

### Aktuelle Lage der Banken

Die meisten Banken, die wir in unserem Stresstest berücksichtigt haben, werden 2023 ein gutes bis sehr gutes Geschäftsjahr verzeichnen. Das erhöhte Zinsniveau hat sich überwiegend positiv auf die Rentabilität ausgewirkt, womit die Belastungen bei Kreditvolumen, Verwaltungsaufwendungen sowie Risikoversorge kompensiert werden. Generell bleiben die Skandinavier, was die Rentabilität angeht, ihren deutschen und britischen Peers überlegen. Dabei profitieren sie vor allem von der oligopolistischen Marktstruktur, welche attraktivere Margen ermöglicht sowie erstaunlich tiefe Risikokosten, die wir angesichts der Preisentwicklung am Immobilienmarkt und den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen jedoch nicht als nachhaltig erachten. Die erheblichen Post-Model Adjustments bei den schwedischen Banken sind hier ein Indikator für die mangelnde antizipative Wirkung der Rechnungslegungsvorschriften. Auch die britischen Banken haben sich durchweg positiv entwickelt. Brennpunkte bestehen durch die hohe Konzentration bei einigen deutschen Landesbanken und Spezialfinanzierern. Aber auch hier hat sich die Rentabilität mit wenigen Ausnahmen verbessert und damit die Fähigkeit, zyklische Schwankungen der Risikoversorge abzufedern. Unsere Erwartung ist, dass die Nettozinsmarge bei allen Banken den Höhepunkt überschritten hat und spätestens im 1H24 die negativen Folgen der Zinserhöhungen weitere Fortschritte bei der Rentabilität erschweren.

### Aktuelle Lage der Immobilienmärkte

Die Preise in den hier betrachteten Immobilienmärkten sind bis 2022 angestiegen, was im deutschen Markt für private Immobilien zu einer Überhitzung führte. Mit den im Frühjahr 2022 gestarteten Leitzinserhöhungen und darauffolgend höheren Hypothekenzinsen ist die Nachfrage rasant zurückgegangen, was seither zu einer Abkühlung der Preise beigetragen hat. Angesichts der hohen Wahrscheinlichkeit von anhaltend höheren Zinsen («higher for longer») sowie Unsicherheit darüber, wann sich Deutschland aus der volkswirtschaftlichen Stagnation befreien kann, ist zumindest bis ins erste Halbjahr 2024 mit einem weiteren Preisrückgang bei Wohnimmobilien zu rechnen. Die Überhitzung der Märkte für private Immobilien ist je nach Land und Region unterschiedlich stark ausgeprägt. So schlagen in Deutschland die Überhitzungsindikatoren deutlich stärker aus als etwa in Grossbritannien, Dänemark oder Schweden. Die Preisentwicklung geht in allen Märkten jedoch in die gleiche Richtung. Deshalb antizipieren wir steigende Ausfallraten in allen Märkten, aber im Rahmen einer normalen zyklischen Entwicklung. Die Fundamentaldaten, Wohnungsmangel, geringer Neubau und weiterhin eine hohe Nachfrage lassen zurzeit einen starken Preiszerfall bei Wohnimmobilien nicht wahrscheinlich erscheinen. Die Erwartung der Banken in diesen Märkten ist eine Korrektur im Bereich von 15% bis 20% von der Spitze des Preisniveaus (1Q22 oder 2Q22). Mit durchschnittlichen Belehnungswerten (LTVs) von 45%-55% bei den hier betrachteten Banken sind höhere Belastungen für das Risikoprofil unwahrscheinlich. Nichtsdestotrotz wird man in Teilportfolien wie bei nicht selbstgenutzten Wohnimmobilien von nebenberuflichen Investoren (Buy-to-Let) oder Darlehen mit hohen LTVs in tiefen Risikoklassen bei Zinsanpassungen Ausfallraten weit über dem Niveau der letzten 10 Jahre sehen.



geringer Neubau und weiterhin eine hohe Nachfrage lassen zurzeit einen starken Preiszerfall bei Wohnimmobilien nicht wahrscheinlich erscheinen. Die Erwartung der Banken in diesen Märkten ist eine Korrektur im Bereich von 15% bis 20% von der Spitze des Preisniveaus (1Q22 oder 2Q22). Mit durchschnittlichen Belehnungswerten (LTVs) von 45%-55% bei den hier betrachteten Banken sind höhere Belastungen für das Risikoprofil unwahrscheinlich. Nichtsdestotrotz wird man in Teilportfolien wie bei nicht selbstgenutzten Wohnimmobilien von nebenberuflichen Investoren (Buy-to-Let) oder Darlehen mit hohen LTVs in tiefen Risikoklassen bei Zinsanpassungen Ausfallraten weit über dem Niveau der letzten 10 Jahre sehen.

Quellen: Statbank Denmark, VdP, Gov.uk

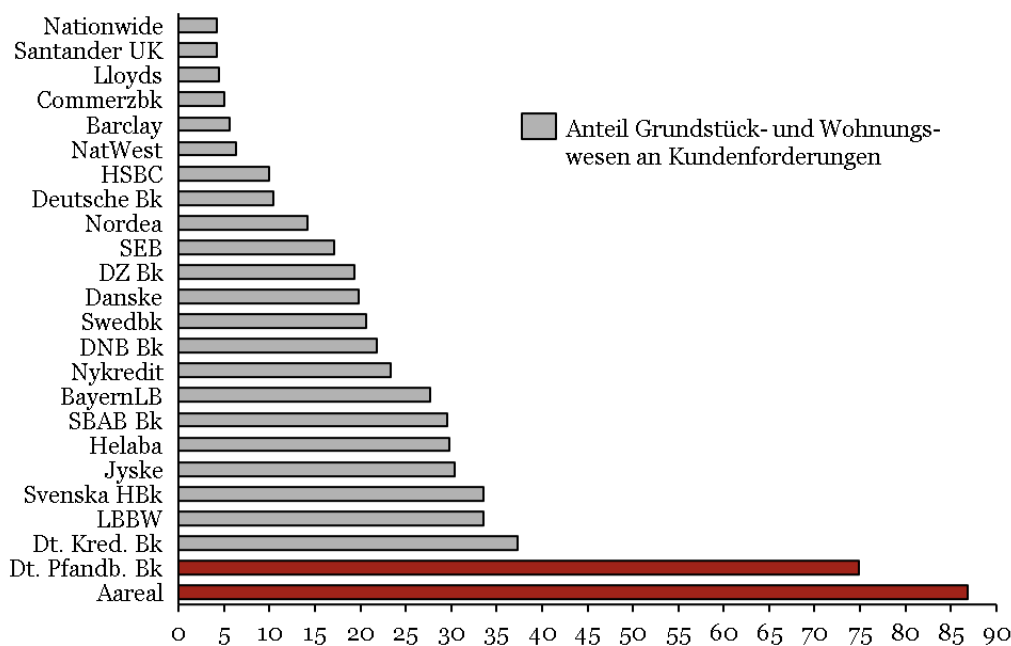
Grafik 1: Hauspreisentwicklung in ausgewählten Volkswirtschaften (indiziert; 2008=100)

Die Lage bei Gewerbeimmobilien sehen wir derzeit kritischer, weil neben zyklischen auch strukturelle Effekte zu stärkeren Preisrückgängen führen können, wie es das Beispiel der Büroimmobilien in den USA zurzeit zeigt. Verstärkte Inanspruchnahme von Home-Office sowie gestiegene energetische Anforderungen an die Gebäude haben die Preise für Büroimmobilien an peripheren Lagen (non-Prime) in allen Märkten stark einbrechen lassen. Aber auch gewerbliche Wohnimmobilien sind erhöhten Risiken ausgesetzt, vor allem in Deutschland. Wir befürchten weniger einen rapiden Anstieg des Leerstands oder der Mietausfälle, sondern eine Ausweitung der Risikoprämien bei der Refinanzierung. Daraus resultieren Zwangsverkäufe bei überschuldeten Immobilienunternehmen und Bewertungsverluste bei den Sicherheiten mit entsprechenden Belastungen der Ergebnisse respektive des Eigenkapitals.

**Banken mit hohem Anteil Immobilienfinanzierung**

Die Banken mit dem grössten relativen Engagement gegenüber gewerblichen Immobilienaktivitäten sind naturgemäss die deutschen Spezialfinanzierer Aareal Bank und Deutsche Pfandbriefbank, gefolgt von Landesbanken und deren Tochtergesellschaften sowie einigen skandinavischen Banken. Das absolut grösste Engagement und die höchste Problemkreditquote in diesem Sektor hat aufgrund ihrer Grösse und ihrem Engagement im chinesischen Immobilienmarkt die HSBC Holding (rund USD 93 Mia.).

Grafik 2: Grundstück- und Wohnungswesen in % der Kundenforderungen



Quellen: QS5 Tabelle Offenlegungsberichte

Die in Grafik 2 gezeigten Kreditvolumen entsprechen nicht den gewerblichen Immobilienkrediten, auf die die Banken in ihren Investorenpräsentationen oder Jahresabschlüssen referenzieren. Die Unterschiede sind teilweise erheblich (z.B. berichtet die Deutsche Bank ein 20% geringeres Exposure). Die Kredite an das «Grundstücks- und Wohnungswesen» unterliegen keiner Durchschau, sondern berücksichtigen nur die Tätigkeit des Kreditnehmers und nicht die Verwendung des Kredites. Gewerbliche Immobilienkredite wiederum schliessen sozialen bzw. öffentlich geförderten Wohnungsbau sowie Managementimmobilien aus. Wichtig ist, die Volumina nicht 1:1 mit vergleichbaren Risikogehalt gleichzusetzen. Während eine Aareal Bank in 23 Ländern, u.a. Russland, aktiv war bzw. ist und eine im Vergleich zu allen anderen Banken überdurchschnittlich hohe Konzentration im Hotelsektor aufweist, ist die Deutsche Kreditbank nur in Deutschland und im Wohnungsbau unterwegs. Darüberhinaus fällt es einer grossen internationalen Universalbank wie der HSBC leichter, Verluste in einem ihrer diversifizierten Kreditportfolien auszugleichen, als einem Spezialisten wie der Deutschen Pfandbriefbank.

### I-CV Stresstest

Unter Berücksichtigung des genannten Fokus haben wir die Kreditportfolien der Banken einem Stresstest unterzogen. Dabei haben wir drei Szenarien skizziert:

- 1) Stress gewichtet nach Sektorkonzentration (z.B. Büro und Einzelhandelsimmobilien mit höherer Belastung als Logistik oder Wohnungsbau)
- 2) Stress in dem wir die Belehnungswerte (LTVs) der privaten und gewerblichen Immobilienkredite der Banken (Stand je nach Datenlage GJ22, 1H23 oder 9M23) einem weiteren 30%-Preisrückgang unterziehen
- 3) Stress, der die Aufteilung der Portfolien nach Regionen berücksichtigt und Länder mit historisch ausgeprägteren Zyklen (z.B. USA und UK) stärker in Anspruch nimmt

Tabelle 1: Resultate der drei Stressszenarien

	Stress 1	Stress 2	Stress 3
Nordea	3.33%	3.90%	2.74%
Svenska HBk	-0.44%	1.20%	-0.21%
SEB	4.80%	5.10%	4.26%
Swedbk	5.45%	6.20%	4.82%
SBAB	-0.19%	-0.40%	-2.33%
Danske	0.73%	1.20%	0.41%
Nykredit	-1.42%	0.52%	-1.79%
Jyske	-0.74%	0.68%	0.34%
DNB Bk	1.40%	1.38%	1.20%
Lloyds	2.85%	1.74%	1.71%
NatWest	2.56%	2.58%	2.09%
Santander UK	3.46%	2.75%	0.50%
Nationwide	-0.29%	-2.14%	-3.29%
Barclays	3.12%	2.76%	2.56%
HSBC	5.83%	5.36%	5.30%
Deutsche Bk	0.66%	0.19%	0.25%
Commerzbank	0.98%	0.35%	0.54%
DZ Bk	0.63%	0.24%	0.67%
BayernLB	-0.74%	-1.01%	-1.24%
Dt. Kred. Bk	1.20%	-0.19%	-0.25%
LBBW	-1.86%	-1.65%	-1.24%
Helaba	-2.44%	-1.91%	-1.94%
Dt. Pfandb. Bk	-7.66%	-6.18%	-4.63%
Aareal	-3.18%	0.79%	-3.41%

In der Spitze kommen wir zu Belastungen (Verluste in % der Kundenforderungen), die im Vergleich mit historischen Immobilienkrisen oder aufsichtsrechtlichen Stresstests plausibel erscheinen (siehe Tabelle 1). Das Beispiel der Bankenkrise in Schweden Anfang der 90er Jahre hat gezeigt, dass man einen Stress immer so formulieren könnte, dass es eine Bank oder ein Bankensystem zerreiht und sich dabei auf historische Vergleiche stützen kann.

Wir unterstellen in den drei Szenarien für 2024 und 2025:

- einen markanten Anstieg der Risikokosten
- einen Rückgang des annualisierten Ergebnisses vor Risiko
- höhere risikogewichtete Aktiva

Bei den Berechnungen für die Immobilienkredite beziehen wir uns nicht nur auf die veröffentlichten Daten der Banken. Die Transparenz bei Immobilienkrediten variiert stark von Bank zu Bank und eine konsistente Definition gewerblicher Immobilienkredite sowie eine einheitliche Berechnung oder Darstellung von LTV-Bändern ist nicht gegeben. Wir belohnen ungenügende Transparenz nicht und machen Annahmen, dass Banken, die im direkten Wettbewerb miteinander stehen, sich ähnlich verhalten.

Quelle: I-CV, 2023

Nebst den obenerwähnten Parametern haben wir folgende Annahmen getroffen:

- Rückgang des Ergebnisses vor Risiko von 15% (gegenüber 2023e)
- Risikokosten bei privaten Immobilienkrediten weit über den historischen Mittelwerten, bei den übrigen Krediten auf einem normalisierten Niveau
- Ein Anstieg der gesamten risikogewichteten Aktiva um 11% (RWA Immobilienkredite +27%)

Als Ergebnis haben wir in den drei Szenarien jeweils den Effekt auf die harte Kernkapitalquote simuliert. Die Resultate in Tabelle 1 zeigen die Veränderung der CET1-Quote nach dem Stresstest, unter der Annahme, dass keine Dividendenzahlungen oder andere Ausschüttungen vorgenommen werden. In allen drei Szenarien schneiden, nicht überraschend, die Spezialfinanzierer Deutsche Pfandbriefbank und Aareal Bank sowie deutsche Landesbanken mit Fokus auf gewerbliche Immobilienfinanzierungen schlechter ab als die Universalbanken. Deutsche Pfandbriefbank ist im ersten Szenario stark betroffen, da sie ein hohes Exposure bei Bauträgern aufweist. Nykredit, Svenska Handelsbanken und SBAB haben ihre Schwerpunkte in der Immobilienfinanzierungen, gewerblich wie auch privat. Auch sie müssen Kapitalverluste hinnehmen, sind jedoch rentabler bzw. diversifizierter aufgestellt. Nationwide taucht hier als gefährdet auf, trotz eines geringen Exposures in der gewerblichen Immobilienfinanzierung, da die Rentabilität bei der genossenschaftlich organisierten Bank, für die hier im Stress angenommenen Risikokosten nicht ausreicht. Die sehr hohe Kapitalausstattung der Bank bietet unseres Erachtens jedoch ausreichend Schutz.

Der «echte» Stress für die Banken, speziell für diejenigen mit hoher Abhängigkeit von ausländischen Kapitalmarktinvestoren, kommt unserer Meinung nach nicht durch etwaige Kapitalverluste, sondern durch die Verschärfung des Refinanzierungsumfelds. Ein Vertrauensverlust bei Investoren wäre schwerwiegend, wenn hohe Risikokosten und Kapitalverluste nur idiosynkratisch bei einer Bank auftreten würden, was wir bei den skandinavischen und britischen Banken als unwahrscheinlich einstufen, bei deutschen Banken hingegen nicht. Mit Blick auf die Enthüllungen bei der Schweizer Privatbank Julius Bär im Zusammenhang mit der Insolvenz der Signa Gruppe (Versagen der Risiko- und Governancesysteme), ist in der DACH-Region bei weiteren Instituten mit ähnlich gelagerten Überraschungen zu rechnen.

Tabelle 2: I-CV Stresstest im Vergleich mit EBA und Bank of England sowie historischen Kontext

Abschreibungen resp. Wertberichtigungen	I-CV Stresstest	EBA Stresstest 2023	BoE Stresstest 2023	Kanada 80er	USA 1984-1986	Schweden 1990-1993	UK 2008-2013
Kommerzielle Hypotheken	2.7%	2.1%	7.5%	---	4.1%	56.0%	---
Private Hypotheken	0.7%	1.4%	0.9%	1.0%	---	---	0.4%
Stressperiode	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre	1 Jahr	2 Jahre	4 Jahre	5 Jahre
Umfang	siehe Tabelle			Default		3 Grossbanken	

**Disclaimer**

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigung von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV ibernimmt jedoch keine Gwahrleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geusserte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichen dieses Dokuments ist nicht gestattet.