

# I—CV Independent Credit View AG *the view behind the rating*

## Immobilienmarkt und Banken: Eine unheilvolle Korrelation?

SBC September 2024  
Michael Dawson-Kropf und Marc Meili



**1** Immobilienmärkte am Wendepunkt?

---

**2** Banken und gewerbliche Immobilien

---

**3** Fazit

---

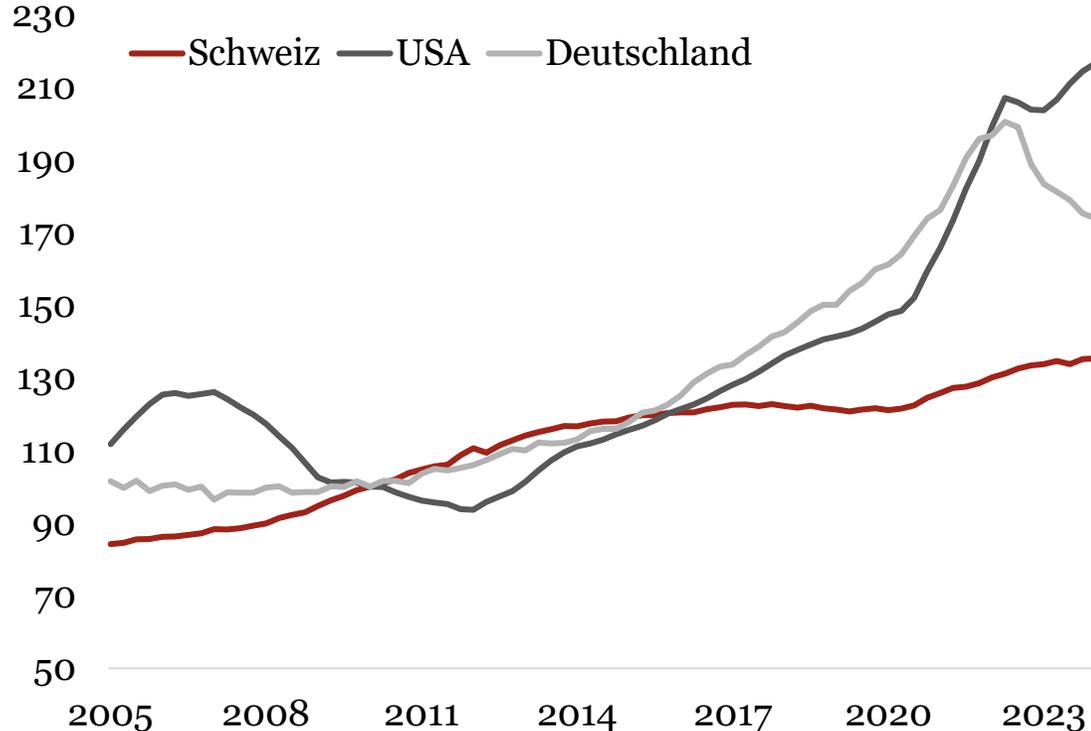
# Immobilienmärkte am Wendepunkt?

---

1

# Entkoppelung der Preisentwicklung

## Entwicklung Wohnimmobilienpreisindex (2010 = 100)



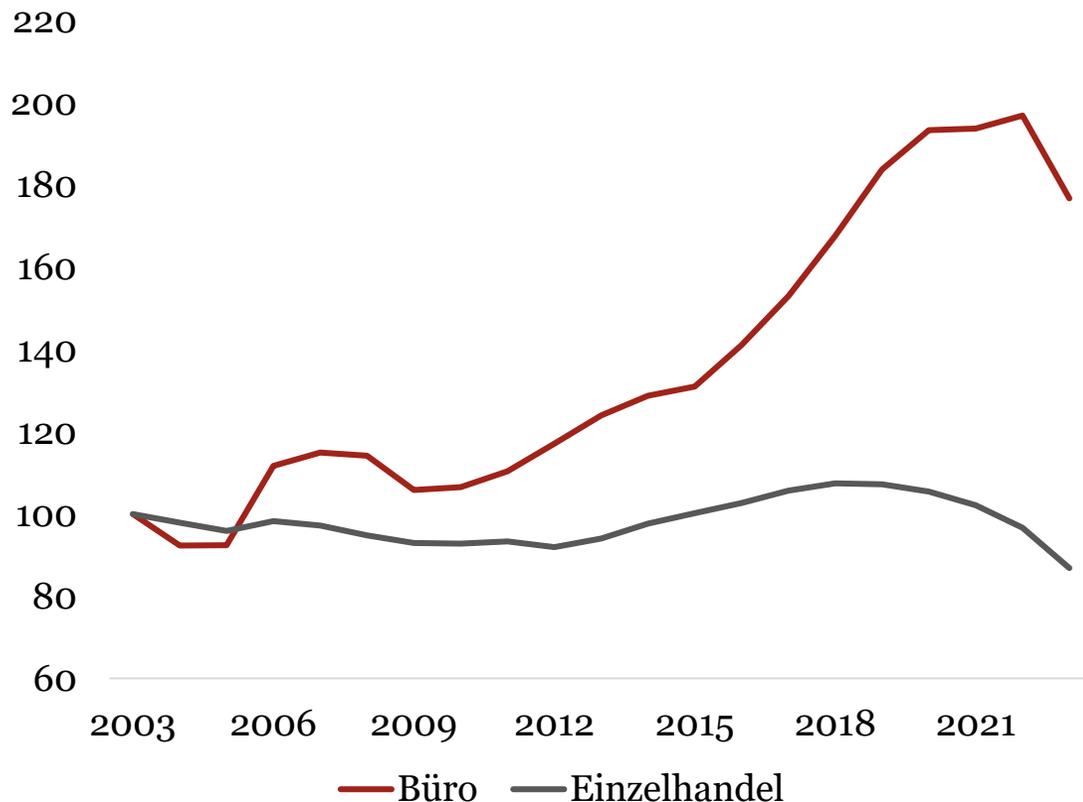
- Seit 2015 Entkopplung der Preisentwicklung zwischen der Schweiz und Deutschland resp. USA
- Grund: Selbstregulierung der Banken in der Schweiz resp. regulatorische Auflagen
- USA: Starke Reaktion auf die höheren Zinsen; nun aufgrund Inflation wieder steigender Trend zu beobachten (Bodenpreis nur geringer Teil der Baukosten)
- Reale Preiskorrektur in fast sämtlichen Märkten

### Fazit

- Hohe Nachfrage nach Wohnraum (steigende Mieten)
- Bewertungsproblematik bleibt trotz der erwarteten Zinssenkungen bestehen; Kapitalisierungssätze immer noch zu tief

## Sorgenkind Gewerbeimmobilien

Entwicklung Gewerbeimmobilienpreise Deutschland (2003 = 100)



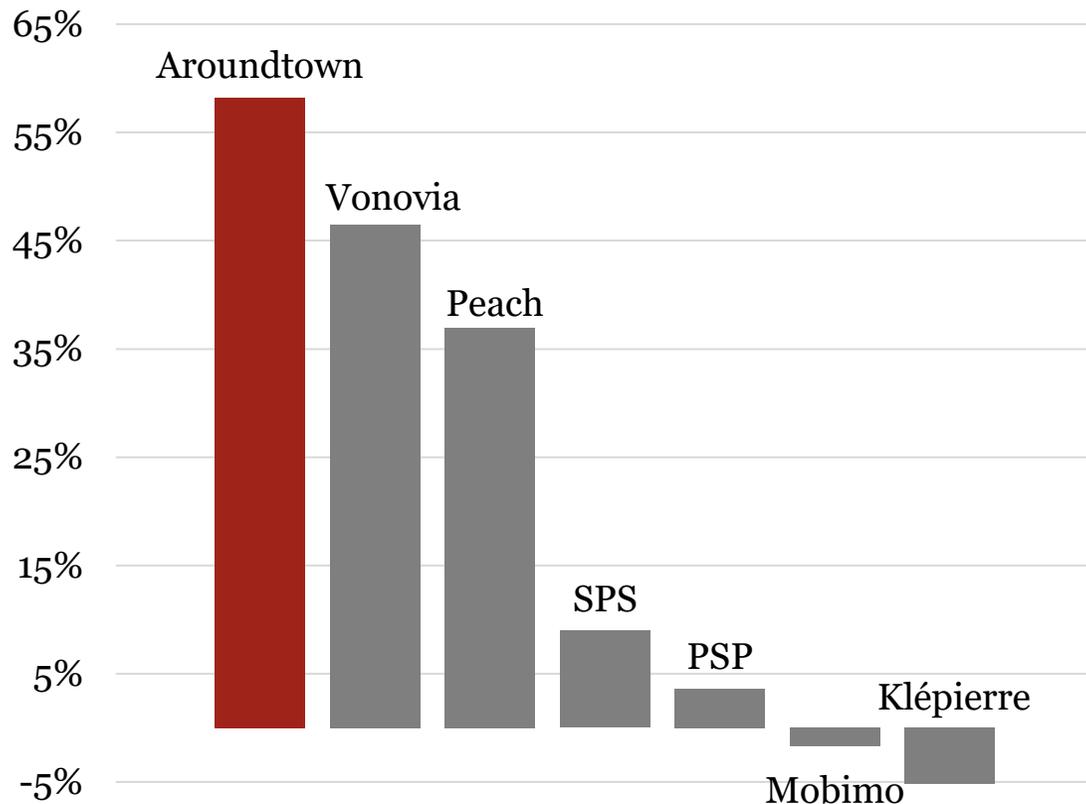
- Nachfrage nach Einzelhandelsimmobilien in Grosstädten robuster als in der Peripherie; intakt bei Datenzentren und Logistikliegenschaften; bei Retail objektabhängig
- In Grosstädten ist Home-Office deutlich attraktiver (Opportunitätskosten sind höher); Nachfrage nach Büroflächen stark rückläufig
- Gute Lage und moderner Innenausbau sind die zentralen Faktoren; Abwertungsdruck auf Altbeständen

### Fazit

- Je nach Markt, Objekt und Lage markante Unterschiede in der Nachfrage respektive der Preisentwicklung

## Abwertungen belasten Bilanz

Abwertungen 2022-2023 vs. Aufwertungen 2016-2021



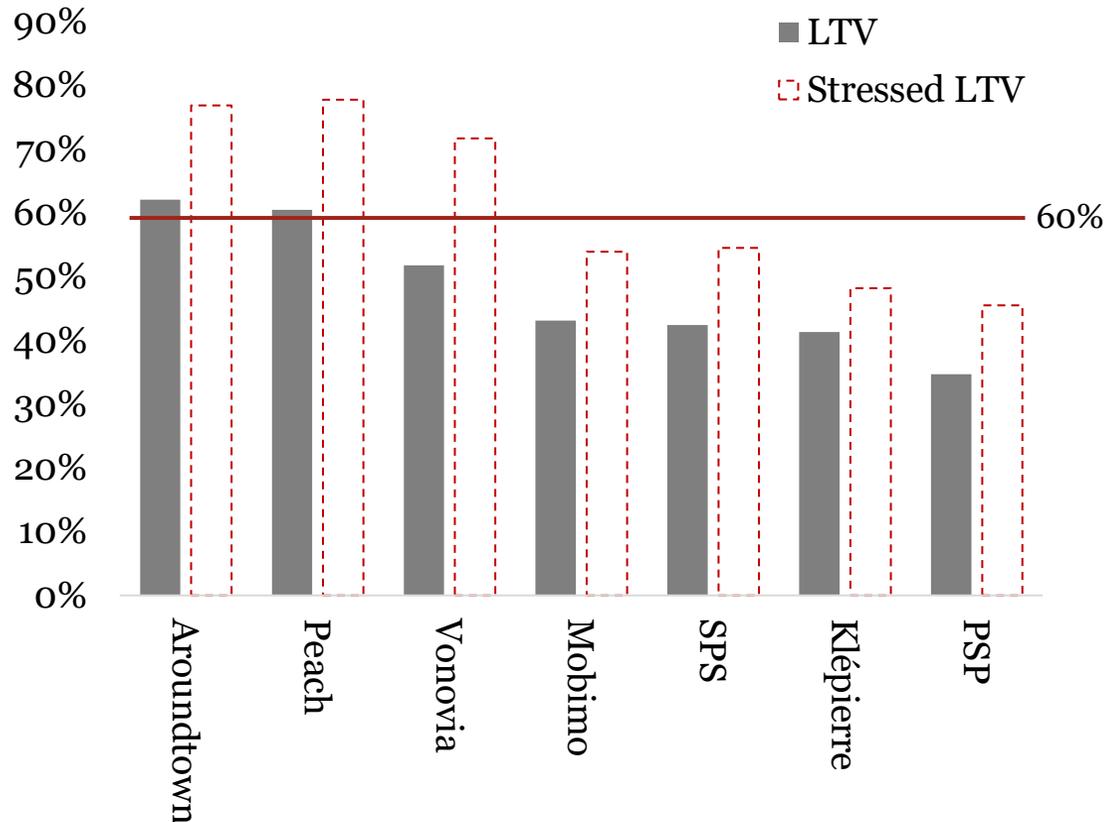
- Tiefe Renditen von Immobilien (z.B. ggü. Staatsanleihen)
- Bewertungsverluste 2022 und 2023 aufgrund gestiegener Zinsen (Kapitalisierungssätze)
- Anstieg LTV's respektive geschwächte Eigenkapitalbasis
- Viele Unternehmen konnten den Net-Leverage (Nettoschulden/ Nettomiettertrag) dank steigenden Erträgen jedoch reduzieren

### Fazit

- Ausschüttungen und Wachstumsinvestitionen haben Kapitalisierung der Unternehmen geschwächt
- Eigenkapital aus guten Zeiten (tiefe Zinsen) teilweise schon durch Abwertungen vernichtet

## Wertberichtigungen aufgeschoben

### I-CV LTV Stresstest (marktnahe Bewertung des Portfolios)



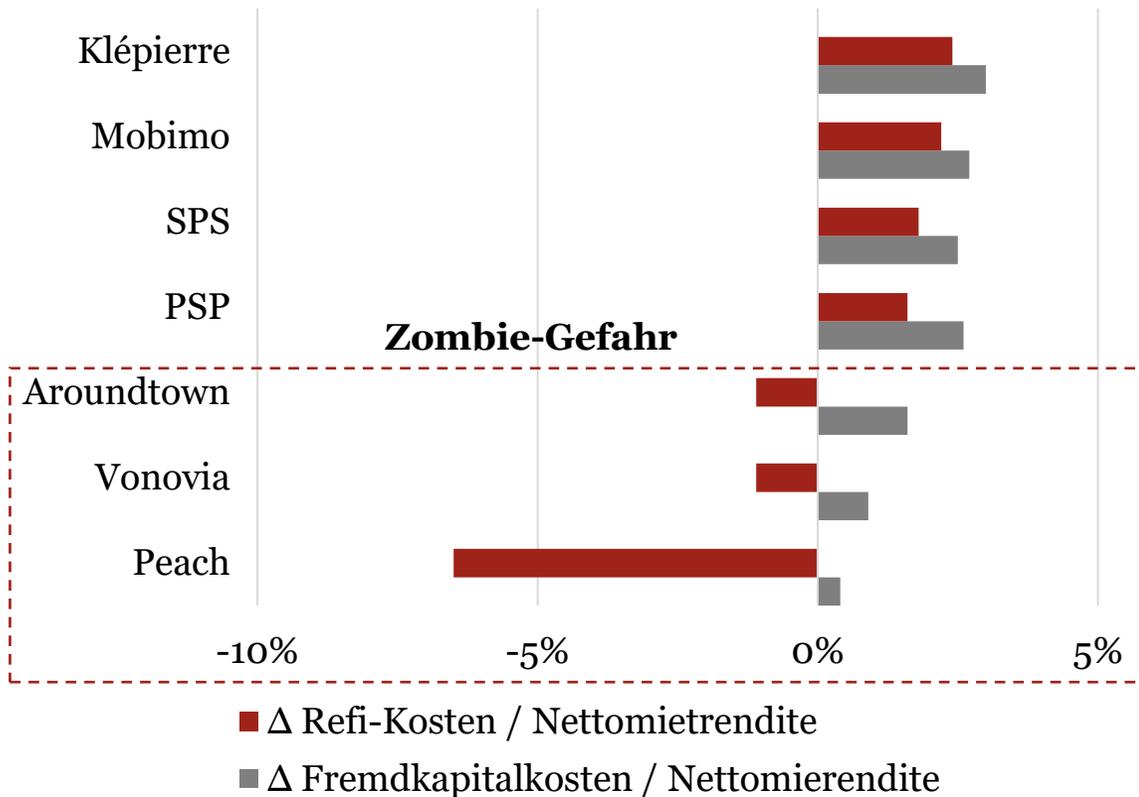
- Viele Immobilienunternehmen haben sich bislang mit Neubewertungskorrekturen zurückgehalten
- In unserem Stresstest simulieren wir eine um 1% höhere Nettomietrendite (Proxy für höhere Kapitalisierungssätze) und damit eine marknähere Bewertung des Portfolios

### Fazit

- Bei einer marktnahen Bewertung würde der LTV bei etlichen Immobilienunternehmen deutlich über die kritische Schwelle von 60% ansteigen
- Immobilienunternehmen und Banken greifen gerne auf veraltete Marktwerte zurück
- Selbst bei sinkenden Zinsen bleibt der Abwertungsdruck bestehen
- Wir bevorzugen angesichts geringer Risikodifferenzierung Klépierre vs. Vonovia

# Herausforderung Schuldendienst

Ist die Zinslast langfristig tragbar?



- Refinanzierungskosten nicht für alle tragbar; Zinsdeckung kommt unter Druck; Banken in der Kreditvergabe sehr zurückhaltend
- Finanzierung einzelner Objekte sehr teuer: Extremfall Brückenfinanzierung (Zinsen >10%)
- Langfristige Finanzierungen aus Tiefzinsphase stabilisieren; Kapitalmarkt seit Jahresbeginn wieder offen
- Steigende Mieterträge dank Indexierung
- Problem: regulatorische Eingriffe und (energetische) Sanierungen

## Fazit

- Unternehmen brauchen sinkende Zinsen und steigende Mieten
- Sicherung Liquidität: Verkäufe; Dividenden, Investitionen zurückgestellt
- Strukturelle Nachrangigkeit der unbesicherten Gläubiger steigt

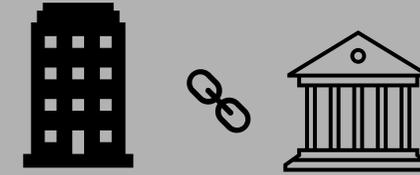
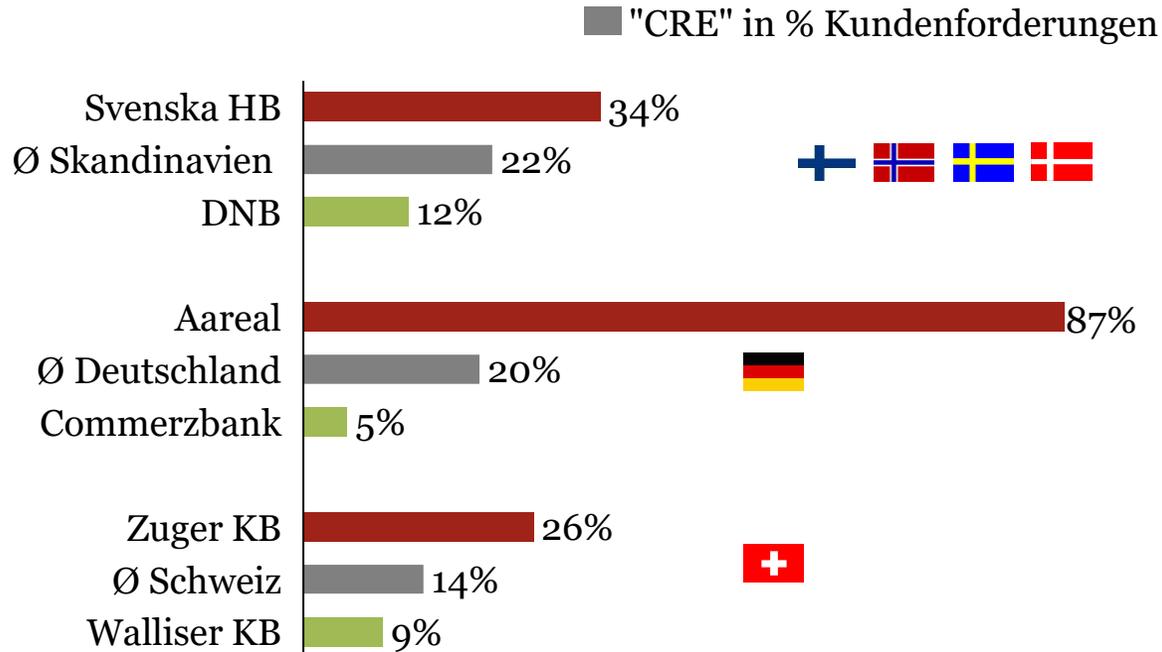
## Banken und gewerbliche Immobilien

---

2

# Schweizer Banken geringer exponiert

Engagement Gewerbeimmobilien in Deutschland, Schweiz und Skandinavien



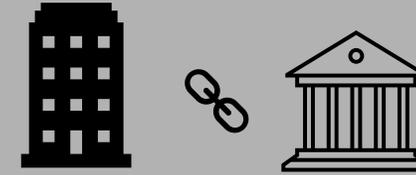
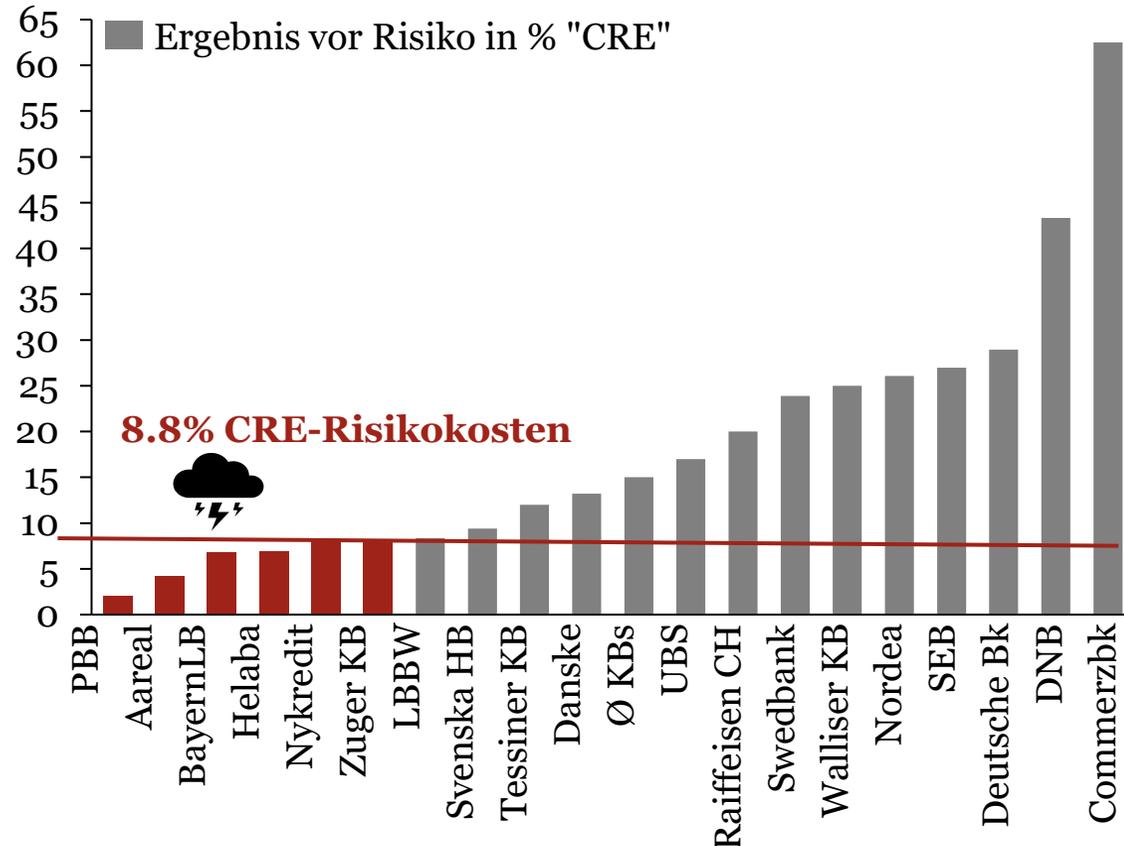
- Kritische Kreditvolumen als erster Indikator
- Eingeschränkte Vergleichbarkeit
- Historische, strategische und strukturelle Gründe für unterschiedliches Gewicht von Gewerbeimmobilienfinanzierungen

## Fazit

- Portfolien nach Sektoren und Regionen sehr unterschiedlich
- Schweiz: Bei den meisten Banken unproblematische Konzentrationen im Heimmarkt
- Skandinavien: Kein US-Büro und wenn stark konzentriert, dann mehrheitlich Wohnen
- Deutschland: Internationaler (USA, UK, Frankreich, Benelux) oder büro- und einzelhandelslastig

## Gewerbeimmobilien im Stress

### Puffer im Ergebnis



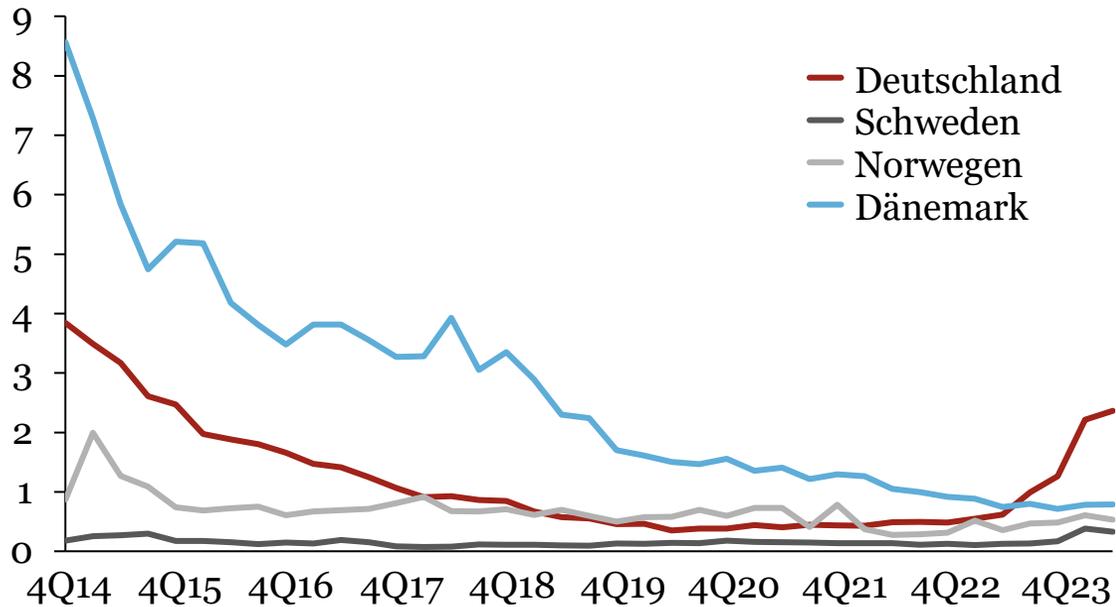
- Wie gross sind die Puffer beim Ergebnis?
- Wichtig: Liquiditätsrisiko steigt wenn Kapitalverluste drohen
- Annahme: Verluste im CRE-Portfolio erreichen US-Stresstest Level 8.8% über 2 Jahre. Wieviel kann durch das Ergebnis vor Risiko absorbiert werden?

### Fazit

- Weitere Selektion über individuelle Stresstests
- Spezifische Geschäftsmodelle werden getestet, kein Stress für diversifizierte Universalbanken

## Skepsis bleibt bestehen

NPLs in CRE (in %) im europäischen Vergleich



Ø LTV 2021 vs 2023 und Risikokosten deutscher Banken

	Ø LTV 2021	Ø LTV 2023	Anstieg Risikokosten
LBBW	51%	53%	+91%
PBB	52%	53%	+162%
Aareal	58%	56%	+232%

Fazit

---

## Fazit



### Best-Case Szenario

- Keine schwere Rezession aber sinkende Zinsen
- Stabilisierung Immobilienmärkte
- Szenario vom Markt bereits eingepreist (Potential für negative Überraschungen)



### Banken

- Einseitige Geschäftsmodelle werden getestet
- Banken bei Kreditvergabe restriktiver
- Unsicherheit bei Bewertungsanpassungen



### Immobilienunternehmen

- US-Büromarkt wiederholt sich nicht 1:1 in Europa
- Refinanzierungskosten zu hoch respektive Kapitalisierungssätze zu tief; steigende Mieten nötig; Kapitalmarkt wieder offen



### Empfehlung

- Immobilien: Senior Unsecured Anleihen teuer; qualitativ hochwertige Emittenten präferieren; Hybridanleihen nur für mutige Investoren
- Banken: Opportunitäten bei Volatilität

Vielen Dank für Ihre  
Aufmerksamkeit



## Independent Credit View AG

Schweizergasse 21

8001 Zürich

Tel. +41 43 204 19 19

[info@i-cv.ch](mailto:info@i-cv.ch)

[www.i-cv.ch](http://www.i-cv.ch)

### **Disclaimer**

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit 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 übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte 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.