

Das Ausbleiben eines Konjunkturzyklus bei Gewerbeimmobilien¹

Ausgeprägte Preiszyklen im Gewerbeimmobilienmarkt haben Finanzinstituten schon immer Schwierigkeiten bereitet.² So führte zu Beginn der neunziger Jahre der Rückgang der Gewerbeimmobilienpreise bei Banken und anderen Finanzinstituten zu deutlich höheren Aufwendungen für notleidende Kredite und erwies sich damit als ein Faktor, der wesentlich zur weltweiten Konjunkturabschwächung beitrug. Im Gegensatz dazu gab es im jüngsten globalen Konjunkturzyklus jedoch keinen ausgeprägten Preiszyklus bei Gewerbeimmobilien. Während in den fünf letzten Jahren die Preise für Wohneigentum in einer Anzahl von Ländern deutlich anzogen, blieben, abgesehen von ein paar wenigen Ausnahmen, die Preise für gewerblich genutzte Immobilien deutlich unter dem Stand, der vor einem Jahrzehnt erreicht worden war.

Dass auf dem gewerblichen Immobilienmarkt der Zyklus „ausblieb“, dürfte zum Teil auf das schnelle Wachstum der Verbriefung im Immobilienbereich in den letzten zehn Jahren zurückzuführen sein. Zum einen boten neu entstandene Finanzierungsverfahren Ersatz für die traditionelle Bankfinanzierung und haben wohl dazu beigetragen, den Kapitalzufluss in den gewerblichen Immobiliensektor zu verstetigen. Zum anderen hat sich durch die Entwicklung öffentlicher Märkte die Informationstransparenz verbessert, was zu einer größeren Marktdisziplin beigetragen haben dürfte. Schliesslich hat es die Entwicklung öffentlicher Märkte für Immobilienanteile und -schuldtitle ermöglicht, das Risiko von Gewerbeimmobilien über die Kapitalmärkte auf einen breiteren Kreis von Anlegern zu streuen.

Dennoch bedeuten diese strukturellen Veränderungen keinesfalls, dass es bei Gewerbeimmobilien keine Konjunkturzyklen mehr gibt. Ein wesentlicher Grund für das Ausbleiben einer Hausse bei Gewerbeimmobilien Ende der neunziger Jahre dürfte der langsame Abbau der Überkapazitäten sein, die während des Booms in den späten achtziger Jahren entstanden waren.

¹ Der Autor dankt Gert Schnabel für die hervorragende Unterstützung bei den Forschungsarbeiten. Das Feature gibt die Meinung des Autors wieder, die sich nicht unbedingt mit dem Standpunkt der BIZ deckt.

² Hilbers et al. (2001) beschreiben eine Reihe von Episoden der letzten zwanzig Jahre, bei denen Ungleichgewichte am Immobilienmarkt halfen, Banken Krisen vorauszusagen. Auch Borio und Lowe (2002) gehen davon aus, dass ein schneller Anstieg der Immobilienpreise ein Anzeichen für entstehende Ungleichgewichte an den Finanzmärkten sein kann.

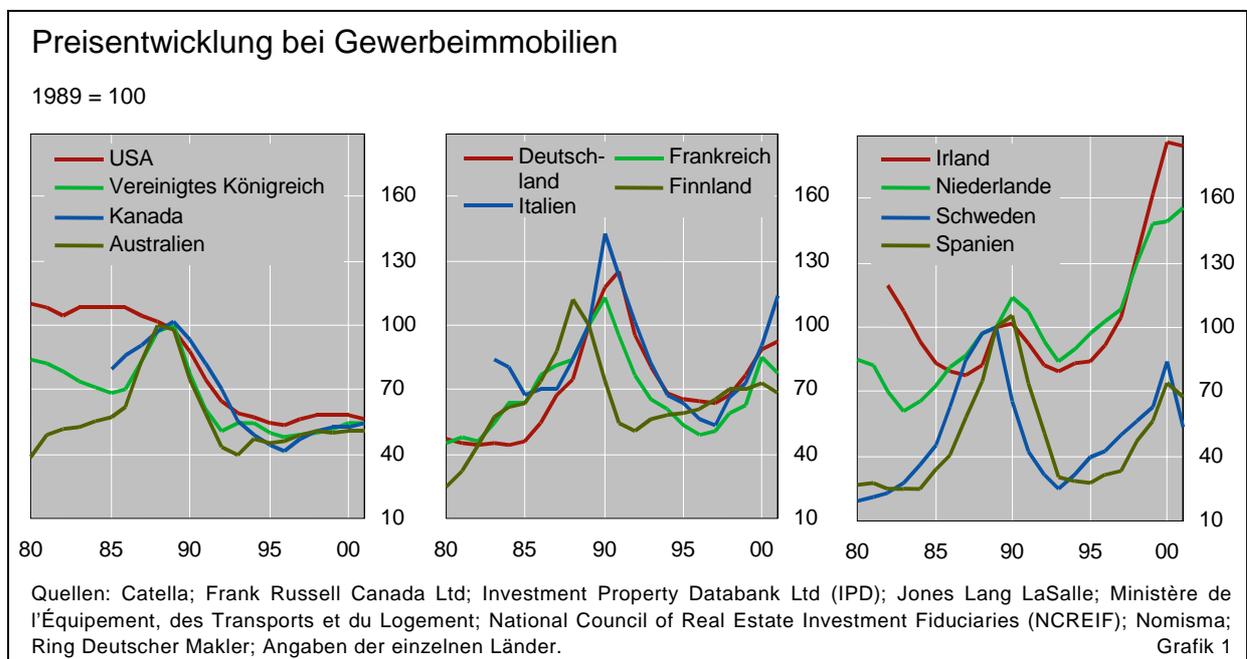
Darüber hinaus ist aufgrund der engeren Einbindung der Immobilien- in die Kapitalmärkte nicht zu erwarten, dass der gewerbliche Immobiliensektor jetzt gegenüber allen Arten von Schocks immun ist. Es ist sogar denkbar, dass die Märkte für Gewerbeimmobilien neuen Quellen von Marktvolatilität ausgesetzt sind.

Die Entwicklung des Gewerbeimmobiliensektors

Abschwung zu Beginn der neunziger Jahre

Der Gewerbeimmobiliensektor spielte im Konjunkturzyklus der frühen neunziger Jahre eine herausragende Rolle.³ Die Preise für gewerbliche Immobilien waren in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre in den meisten Industrieländern als Reaktion auf das sich beschleunigende Wachstum des Realeinkommens und gestützt durch die starke Zunahme der Kreditvergabe an den Privatsektor stetig angestiegen (Grafik 1). An den Märkten herrschte eine zuversichtliche Stimmung, die eine lebhafte Bautätigkeit auslöste, die wiederum zur Ankurbelung der Wirtschaft beitrug. Als sich das Wirtschaftswachstum jedoch verlangsamte und die Immobiliennachfrage einbrach, erlitten Gewerbeimmobilien einen beträchtlichen Wertverlust. Die fallenden Immobilienpreise brachten einige Finanzinstitute in Schwierigkeiten. Insbesondere verschlechterten sich auf breiter Front die Rentabilität der Banken und die Qualität ihres Forderungsbestandes; dies nicht nur aufgrund der direkten Auswirkungen der wachsenden Verluste aus Immobilienkrediten, sondern auch wegen einer verschlechterten

Hausse- und Baissezyklen des Gewerbeimmobiliensektors als Hauptursache für Finanzkrisen zu Beginn der neunziger Jahre ...



³ In Kapitel VII des 63. Jahresberichts der BIZ (1993, S. 171-200) ist die Entwicklung des Immobiliensektors während dieser Periode ausführlicher beschrieben. Wheaton (1999) liefert für die zyklischen Schwankungen der Preise für Gewerbeimmobilien in den USA sowohl empirische Belege als auch theoretische Erklärungen.

Bilanzstruktur der Wirtschaftsunternehmen, die Immobilien als Kreditsicherheit verwendet hatten.⁴ Es überrascht nicht, dass die Ausleihungen an den Immobiliensektor sehr deutlich zurückgingen, was den Gewerbeimmobilienzyklus nur noch verstärkte.

Der von einem Höhenflug und einem anschliessenden Einbruch gekennzeichnete Zyklus für gewerbliche Immobilien der späten achtziger und frühen neunziger Jahre lässt sich zum Teil mit der in den achtziger Jahren einsetzenden Liberalisierung des Finanzbereichs, insbesondere in Skandinavien, erklären. Mit dem Entstehen neuer, weniger streng regulierter Finanzinstitutionen erhielten Kreditnehmer die Möglichkeit, sich auf den nationalen und internationalen Kapitalmärkten neue Mittel kostengünstiger zu beschaffen, was den Aufwärtsdruck auf die Immobilienpreise noch verstärkte. Der lebhafte Wettbewerb unter Finanzinstituten dürfte dazu geführt haben, dass das Risiko derartiger Kredite zu niedrig angesetzt wurde, was die Anfälligkeit des Finanzsystems als Ganzes vergrössert hat.

Jüngste Entwicklung

Die Preise für gewerbliche Immobilien haben sich im letzten Konjunkturzyklus sehr unterschiedlich entwickelt (Grafik 1). Bei den Gewerbeimmobilien waren in den meisten Ländern nur sehr geringe Änderungen zu verzeichnen, während gleichzeitig die Preise für Wohnimmobilien in einer Reihe von Ländern historische Höchstwerte erreicht haben.⁵ So kam es in den meisten englischsprachigen Ländern bei Gewerbeimmobilien zu keinem Boom. Nach einem Einbruch in der ersten Hälfte der neunziger Jahre waren in diesen Ländern die Preise für gewerbliche Immobilien relativ stabil. In den meisten europäischen Ländern haben sich die Märkte seit Mitte der neunziger Jahre kräftig erholt. Doch real betrachtet blieben die Preise deutlich unter dem Stand, der vor einem Jahrzehnt erreicht worden war. Nennenswerte Ausnahmen stellen Irland und die Niederlande dar, wo die Preise für Gewerbeimmobilien stark angezogen und in den letzten Jahren historische Rekordwerte erreicht haben. In Japan hielt der Rückgang der Preise an, was den Druck auf das fragile Bankensystem und die schwache Wirtschaft noch verstärkte.

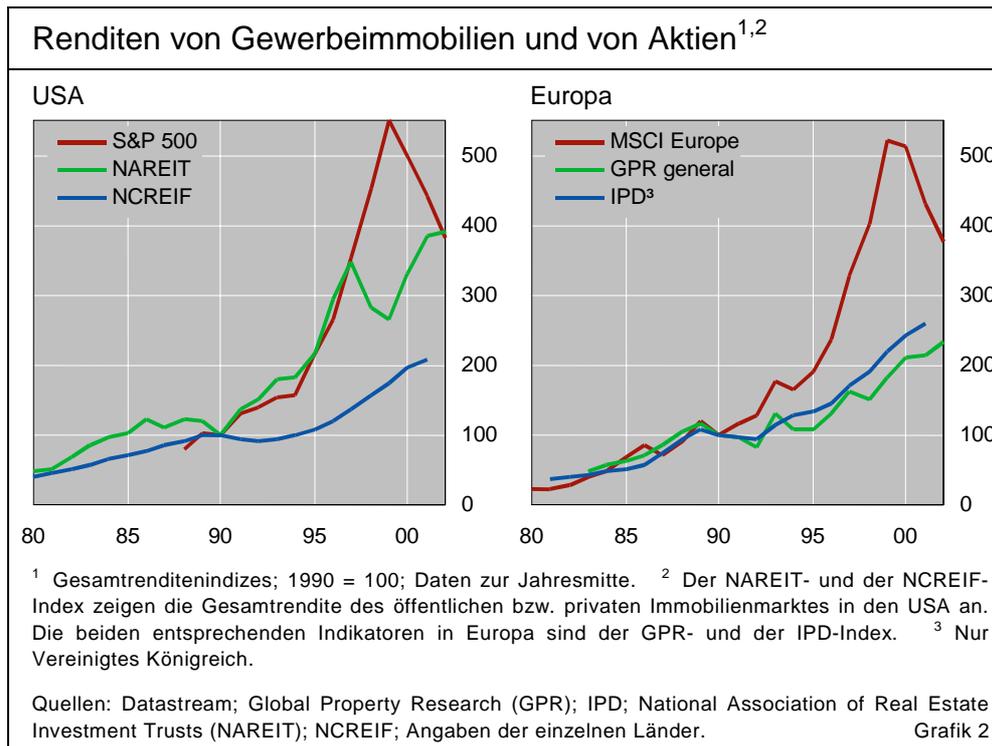
Während sich die Konjunktur weltweit abgeschwächt hat und die Finanzinstitute bei Unternehmenskrediten immer grössere Zahlungsausfälle verzeichnen, hat sich der Immobiliensektor sehr gut entwickelt, und die Banken haben sich in den meisten Ländern bisher als sehr widerstandsfähig erwiesen. Dies

... und Ausbleiben ausgeprägter Zyklen in den letzten Jahren

Immobilien Sektor entwickelt sich sehr gut

⁴ Kiyotaki und Moore (1997) haben ein theoretisches Modell entwickelt, bei dem die Besicherung der Kreditvergabe einen wirksamen Übertragungsmechanismus darstellt: Ein kleiner, vorübergehender Schock kann grosse, anhaltende Schwankungen der Preise von Vermögenswerten und der Produktion auslösen. Borio (1995) legt in einer länderübergreifenden Studie empirische Daten zur weit verbreiteten Verwendung von Immobilien als Sicherheiten vor.

⁵ In den meisten Industrieländern (mit der Ausnahme Deutschlands, Japans und der Schweiz) wurden an den Märkten für Wohnimmobilien seit 1998 hohe Gewinne erzielt. Real haben die Preise für Wohnimmobilien in einer Reihe von Ländern, u.a. Australien, Belgien, Dänemark, Frankreich, Irland, den Niederlanden, Norwegen, Spanien, Schweden, den USA und dem Vereinigten Königreich, historische Höchstwerte erreicht.



spiegelt sich in den historisch niederen Ausfallraten bei Immobilienkrediten wider. Darüber hinaus war in den letzten Jahren die Renditenentwicklung im Immobiliensektor besser als die am Aktienmarkt (Grafik 2), und der Sektor bot den Anlegern eine attraktive Möglichkeit der Diversifizierung.

Der stärkste Einfluss auf die Gewerbeimmobilienmärkte ging von der Nachfrage aus. In bestimmten Branchen, insbesondere in den Sektoren Technologie, Medien und Telekommunikation sowie beim Tourismus, war ein Nachfragerückgang zu verzeichnen. Dies steht in deutlichem Gegensatz zu den Marktbedingungen zu Beginn der neunziger Jahre, als es aufgrund eines Angebotsüberhangs bei Neubauten zu grösseren Problemen kam. In der nächsten Zeit besteht wohl ein gewisses Risiko, dass die Leerstände und die Ausfallraten kurzfristig zunehmen, doch angesichts einer moderaten Neubautätigkeit auf den meisten Märkten scheinen vielerorts die Bedingungen günstiger als zu Beginn der neunziger Jahre.

Neue Finanzierungsarten auf den Märkten für Gewerbeimmobilien

Der Gewerbeimmobiliensektor hat sich in der jüngsten Zeit u.a. als widerstandsfähig erwiesen, weil der Konjunkturabschwung flach und das Zinsniveau niedrig waren.⁶ Doch die Widerstandsfähigkeit lässt sich auch damit erklären, dass es in vielen Ländern gegen Ende der neunziger Jahre praktisch keinen Boom bei gewerblichen Immobilien gab. Zurückblickend dürfte auch die Entwicklung innovativer Finanzierungsmethoden für gewerbliche Immobilien im

⁶ S. dazu Kapitel VII des 72. BIZ-Jahresberichts (2002) und Sutton (2002). Darüber hinaus haben die zunehmende wirtschaftliche Integration und die Einführung des Euro Immobilieninvestitionen im Ausland gefördert und die europäischen Immobilienmärkte zusätzlich gestützt.

letzten Jahrzehnt zum Ausbleiben des Konjunkturzyklus in diesem Sektor beigetragen haben. Nachdem in den frühen neunziger Jahren die Finanzmittel aus traditionellen Quellen, wie Banken und Versicherungsgesellschaften, sehr viel spärlicher flossen, setzte die Entwicklung neuer Finanzierungsformen ein. Insbesondere die Finanzierung mittels öffentlich gehandelter Anteils- und Forderungspapiere hat sich schnell verbreitet, und ihre Bedeutung hat bisher beispiellos zugenommen.

Die Rolle öffentlicher Märkte bei der Finanzierung von Gewerbeimmobilien umfassend zu beschreiben ist nicht einfach. Je nach der Struktur der Finanzintermediation kann die Finanzierung sehr komplex sein und sich von Land zu Land erheblich unterscheiden. Darüber hinaus sind die zur Verfügung stehenden Informationen eher fragmentarisch. Dennoch lassen sich die wesentlichen Entwicklungstrends relativ gut skizzieren.

Öffentliche Märkte für Immobilienbeteiligungen

Immobilienpapiere
an öffentlichen
Aktienmärkten ...

Es gibt im Wesentlichen zwei Arten, sich über die Börse an Immobilienvermögen zu beteiligen: In Form von Aktien von Immobiliengesellschaften und in Form von Anteilen an Immobilienfonds (Real Estate Investment Trust: REIT). Definitionsgemäss müssen sowohl die Immobiliengesellschaften als auch die Immobilienfonds mindestens 75% ihrer Bruttoeinnahmen aus Immobilien (entweder Mieten oder Darlehenszinsen) oder aus der Entwicklung von Bauprojekten beziehen. Die Fondsgesellschaften unterscheiden sich in mehreren wichtigen Punkten von den börsennotierten Immobiliengesellschaften. Zunächst unterliegt ein REIT-Immobilienfonds aufgrund seiner besonderen Rechtsform nicht der Körperschaftssteuer; dafür hat er mindestens 95%⁷ seines Nettogewinns an die Anteilseigner auszuschütten. Zweitens zeichnet sich ein Immobilienfonds durch einen relativ niedrigen Verschuldungsgrad aus, wobei die Fremdfinanzierungsquote in den USA 45% beträgt und in Australien sogar noch niedriger liegt. Da sie ihre eigenen Mittel einsetzen, ist es eher unwahrscheinlich, dass sie auf eine grosse Nachfrage spekulieren und die Bautätigkeit forcieren. Drittens beteiligen sich Immobilienfonds kaum an Bau- und Entwicklungsprojekten. Ihre Einkünfte stammen im Wesentlichen aus Miet- und Hypothekarzinszahlungen, die im Verlauf eines Konjunkturzyklus stabiler sind. Im Gegensatz dazu sind einige der börsennotierten Immobiliengesellschaften (insbesondere in der Sonderverwaltungsregion Hongkong und in Japan) Mischkonzerne, die sich tendenziell eher an Entwicklungsprojekten oder auch an anderen Branchen wie Telekommunikation und Schifffahrt beteiligen.

... stetiges
Wachstum in
Europa ...

Die Immobilienbeteiligungsmärkte sind schnell gewachsen, wobei das Wachstum in den einzelnen Ländern unterschiedlich ausfiel (Tabelle 1). Der europäische Markt entwickelte sich in einer sehr frühen Phase börsennotierter Immobiliengesellschaften. Im Jahr 1990 erreichte der Wert der an der Börse gehandelten Aktien \$ 64 Mrd. In den letzten zehn Jahren hat sich der

⁷ Diese Anforderung wurde in den USA mit Wirkung vom 1. Januar 2001 auf 90% reduziert.

Entwicklung der öffentlichen Beteiligungsmärkte ¹									
Mrd. US-Dollar									
	1985	1987	1989	1991	1993	1995	1997	1999	2001
USA	7,7	9,7	11,7	13,0	32,2	57,5	140,5	124,3	154,9
Europa ²	17,7	37,2	58,7	60,2	82,2	94,3	107,2	122,5	118,8
Deutschland	3,3	8,0	9,6	13,4	24,3	34,2	28,8	44,3	45,4
Frankreich	2,9	5,0	16,3	17,0	20,1	19,6	14,5	11,2	11,0
Vereinigtes Königreich	7,1	13,6	16,4	14,9	21,2	21,8	40,3	40,6	32,3
Japan	12,0	40,5	67,5	37,8	32,2	38,9	33,3	27,6	27,2
Australien	–	–	–	–	7,8	12,4	16,6	25,9	22,5
Hongkong SVR	6,2	7,7	12,4	17,2	44,8	98,6 ³	57,8	49,5	40,8

¹ USA und Australien; börsennotierte Immobilienfonds (REIT bzw. LPT); andere Länder: börsennotierte Immobiliengesellschaften. Daten zum Jahresende. ² Alle westeuropäischen Länder. ³ Wert von 1996, dem Höhepunkt des Marktbooms.

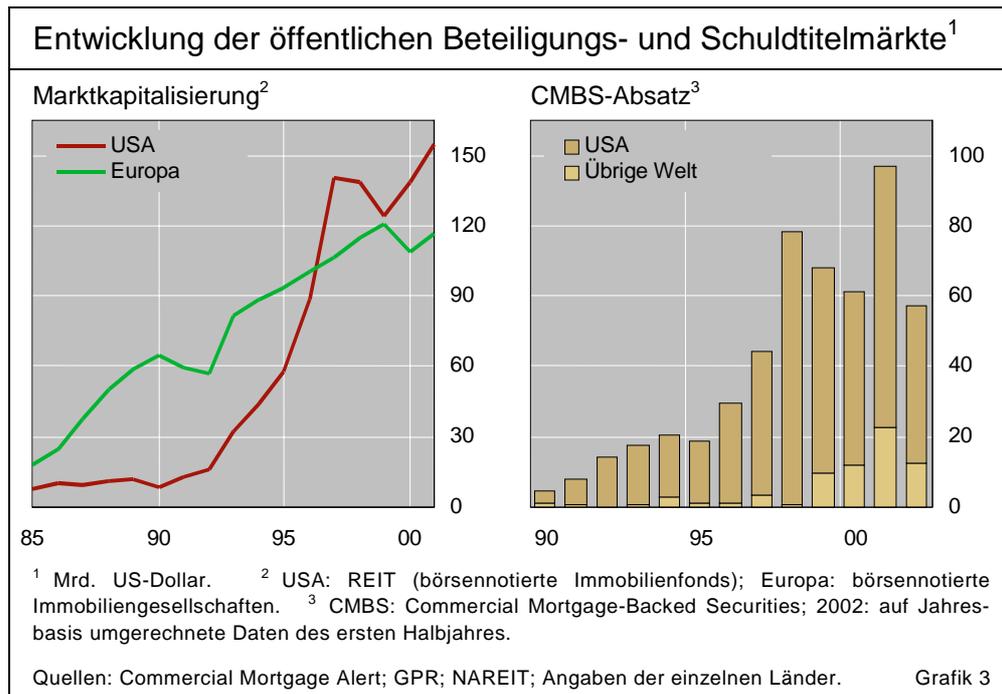
Quellen: GPR; NAREIT; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle 1

Wachstumstrend fortgesetzt. Im Vereinigten Königreich und Deutschland, den beiden führenden europäischen Märkten, hat sich das Marktvolumen seit 1991 mehr als verdoppelt. Eine bemerkenswerte Ausnahme stellt Frankreich dar, wo der Markt um nahezu ein Drittel schrumpfte.

Immobilienfondsgesellschaften beherrschten an den öffentlichen Beteiligungsmärkten der USA und Australien das Bild. In den USA entstand dieser Markt mit der Einführung der REIT in den sechziger Jahren, doch die Entwicklung am öffentlichen Beteiligungsmarkt blieb bis 1992 deutlich hinter der des entsprechenden europäischen Marktes zurück. Seither ist der Markt für Immobilienfondsanteile sehr schnell gewachsen und hat den europäischen öffentlichen Beteiligungsmarkt vom Volumen her im Jahr 1997 überholt; er stellt derzeit einen Börsenwert von \$ 150 Mrd. dar (Grafik 3). Im September 2001 überholten die Fondsgesellschaften die Pensionsfonds und wurden zum grössten institutionellen Anleger am Markt für Immobilientitel. Ihr Anteil an diesem Segment beträgt derzeit nahezu 40%, was einem Wert von ca. \$ 373 Mrd. entspricht. In Australien hat das schnelle Wachstum des Marktes für Aktien von börsengehandelten Immobilienfonds (Listed Property Trust: LPT) in den letzten 12 Jahren zu einer Börsenkapitalisierung von 44 Mrd. australischen Dollars geführt, was in etwa einem Drittel des gewerblichen Immobilienvermögens des Landes entspricht.

... und schnelle Expansion in den USA und Australien

Bei der rasanten Entwicklung der öffentlichen Immobilienaktienmärkte stellen Japan und die Sonderverwaltungsregion Hongkong bemerkenswerte Ausnahmen dar. In Japan ging in den letzten 12 Jahren die Börsenkapitalisierung der notierten Immobiliengesellschaften um ca. 60% zurück. Das Platzen der Gewerbeimmobilienblase belastet weiterhin den Bankensektor und die sich unterdurchschnittlich entwickelnde Wirtschaft. In Hongkong brach der Markt während der Asien-Krise ein und hat sich seither nicht wieder belebt.



Öffentliche Märkte für Schuldtitel

Die grösste Veränderung am Markt für Schuldtitel, die mit Gewerbeimmobilien besichert sind, war in den letzten zehn Jahren die schnelle Expansion des Segments für öffentlich gehandelte Titel, insbesondere in Form von durch Gewerbeimmobilien besicherte Wertpapiere (Commercial Mortgage-Backed Securities: CMBS). Diesem innovativen Produkt liegt ein Portfolio aus gewerblichen Immobiliendarlehen zugrunde, bei dem die Zinszahlungen an den Inhaber des Papiers, das öffentlich gehandelt werden kann, fliessen. Derartige Anleihen, eine interessante Weiterentwicklung der Residential-MBS (durch Wohnbauhypotheken unterlegte Papiere), gab es erstmals in den USA, doch der Markt für diese Papiere gewann erst zu Beginn der neunziger Jahre an Bedeutung. Seither setzt der CMBS-Markt nicht nur in den USA seine Expansion fort; auch in Europa wächst er immer schneller.

Erste Emissionen von CMBS-Anleihen in den USA ...

Das Vorgehen der Resolution Trust Corporation im Zusammenhang mit der Herauslösung der notleidenden Kredite der bausparkassenähnlichen amerikanischen Sparbanken erklärt zum grossen Teil die starke Zunahme des CMBS-Emissionsvolumens in den USA während der ersten Hälfte der neunziger Jahre. In der Folge verlagerte sich der Schwerpunkt des Marktes von zeitlich begrenzten Interventionen zur Bereinigung notleidender Immobilienkredite auf die aktive Erschliessung der Kapitalmärkte als Finanzierungsquelle und auf das Kreditportfoliomanagement. Das Konzept der CMBS-Anleihen beseitigte eine Reihe von Hindernissen, die institutionelle Anleger bisher von langfristigen Hypothekarschulden abgehalten hatten. Insbesondere war mit diesem neuen Markt das Cashflow-Risiko durch die Zusammenfassung einer Reihe von Immobilienkrediten geringer. Darüber hinaus verbesserte sich dank eines aktiven Sekundärmarktes die Liquidität der Anlagen, und die Investoren bekamen beim Management ihrer Engagements in gewerblich genutzten

Objekten mehr Flexibilität. Im September 2001 belief sich in den USA der Anteil der CMBS-Anleihen am insgesamt \$ 1,68 Bio. grossen Markt für mit gewerblichen Hypotheken unterlegte Schuldtitel auf 14,8%; der Marktanteil, liegt damit über dem der Versicherungsgesellschaften und wird lediglich von dem der Geschäftsbanken übertroffen.

In der übrigen Welt gab es bis Mitte der neunziger Jahre praktisch keine CMBS-Anleihemärkte. In die Märkte kam Bewegung, als die Banken sich um Kapitalentlastung bemühten und als die Anleger aufgrund der sich beschleunigenden wirtschaftlichen Integration grenzüberschreitend in Immobilien investieren wollten. Im Jahr 2001 erreichte das CMBS-Emissionsvolumen in Europa einen Rekordwert von \$ 18,7 Mrd. Im Vereinigten Königreich und Italien waren die Zuwächse mit 60% bzw. 280% am stärksten und erreichten ein Volumen von \$ 8,2 bzw. \$ 7,3 Mrd.

... in der Folge
Ausdehnung auf
Europa

Seit der Einführung des Euro hat auch im Euro-Raum die Verbriefung von Immobilienkrediten in Form von Pfandbriefinstrumenten deutlich zugenommen.⁸ Heute sind ca. 19% der Hypothekarkredite in Europa über Pfandbriefe refinanziert, und im Umlauf befindet sich ein Volumen von ca. € 562 Mrd.⁹ Spitzenreiter sind Deutschland und Dänemark mit einem Marktanteil von 43% bzw. 29%.

Die Auswirkungen der neuen Finanzierungsquellen

Die rasante Entwicklung der Mittelbeschaffung an öffentlichen Finanzmärkten dürfte zumindest in dreierlei Hinsicht zu einer Abflachung des Zyklus für Gewerbeimmobilien beigetragen haben. Erstens dürfte die Eröffnung einer neuen Finanzierungsquelle zu einer Glättung des Finanzierungszyklus beigetragen haben. Zweitens verbesserte sich die Marktdisziplin, nicht zuletzt dank der erhöhten Transparenz der Informationen. Drittens schliesslich wurde insbesondere durch eine geringere Konzentration auf fremdfinanzierte Intermediäre eine bessere Verteilung der Risiken erreicht.

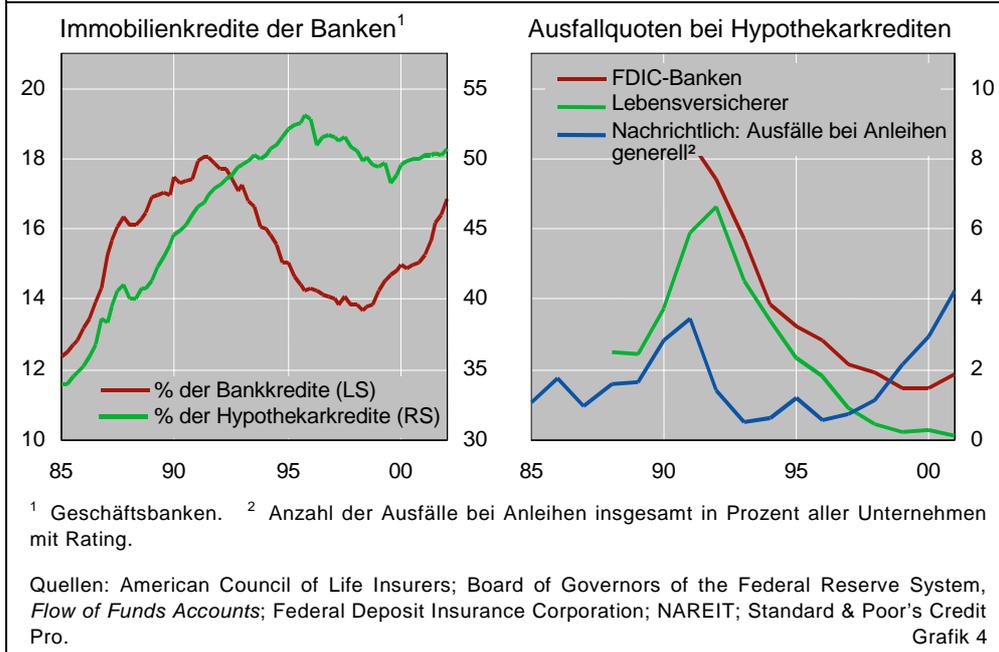
Aufgrund der schnellen Expansion der öffentlichen Immobilienmärkte verlagerte sich der Schwerpunkt bei der Immobilienfinanzierung weg von der Finanzierung durch Bankkredite, und die Rolle der traditionellen Finanzintermediäre wurde beschnitten. Der Zugang zu einem breiteren Spektrum von Finanzquellen trug nachweislich dazu bei, den Kapitalfluss in den gewerblichen Immobiliensektor gleichmässiger zu gestalten. Die Entstehung der REIT- und CMBS-Märkte geht auf den Beginn der neunziger Jahre zurück, als das klassische Hypothekarkreditgeschäft mit Gewerbeimmobilien einbrach, da

Durch die
Verbriefung von
Immobilien neue
Finanzierungs-
quellen ...

⁸ Hypotheken-/Pfandbriefe sind durch erstrangige Hypothekarkredite unterlegt. Sie unterscheiden sich von MBS darin, dass sie in der Bilanz des Emittenten verbleiben. Mastroeni (2001) beschreibt die jüngste Entwicklung der Pfandbriefprodukte im Euro-Raum und in vielen osteuropäischen Ländern.

⁹ Diese Zahlen sind mit Vorsicht zu interpretieren, denn sie enthalten Pfandbriefe, die mit Wohnimmobilien- und mit Gewerbeimmobilienkrediten unterlegt sind. Am entsprechenden US-Markt, dem MBS-Markt, waren im Jahr 2001 \$ 2,8 Bio. in Umlauf.

Markt für gewerbliche Immobilien in den USA



Banken und Sparkassen schwer unter Druck geraten und gezwungen waren, ihre Bilanzen zu sanieren. Als dann umgekehrt nach 1999 die Dynamik an den öffentlichen Märkten deutlich nachliess, war bei den traditionellen Finanzierungsquellen wieder eine Belebung festzustellen. Die Nettoanlagen von Pensionsfonds und Privatanlegern in Immobilien nahmen immer mehr zu, und die Ausleihungen der Geschäftsbanken stiegen ständig (Grafik 4).

Die Entwicklung öffentlicher Märkte hat ferner auch die Informations- und Offenlegungspflichten an öffentlichen Märkten die Entwicklung einer Infrastruktur für die prompte Übermittlung von Informationen über die Renditenentwicklung bei Immobilien und Anleihen vorangetrieben. Da Analysten, Anleger, Berater und Rating-Agenturen der Wertentwicklung der verschiedenen Anlagen zunehmende Beachtung schenkten, wurden immer mehr, ausführlichere und aktuellere Informationen bereitgestellt.

Diese Faktoren trugen zur Verbesserung der Marktdisziplin bei. Insbesondere verlässlichere Daten, nicht nur über die Bedingungen am Immobilienmarkt, sondern auch über allgemeine Trends der Branche, haben es den Marktteilnehmern entschieden leichter gemacht, Ungleichgewichte am Immobilien- und am Kapitalmarkt zu erkennen. Als Beispiel sei auf die Entwicklung des US-amerikanischen REIT-Marktes in den Jahren 1997-99 verwiesen. In dieser Zeit nahm die Bautätigkeit zu, und die Leerstandsquoten stiegen leicht an. Der REIT-Markt reagierte schnell auf die rückläufigen Markttrenditen. Die fallenden Kurse zwangen die REIT-Fondsgesellschaften zu Abstrichen bei ihrer Investitionsstrategie und trugen mit dazu bei, dass sich keine substanziellen Ungleichgewichte entwickeln konnten.

... verbesserte
Transparenz ...

... erhöhte Markt-
disziplin ...

Die Entwicklung der öffentlichen Märkte hat auch zu einer besseren Streuung der Risiken über die gesamte Wirtschaft hinweg beigetragen. Angesichts des Wachstums der mit wenig Fremdkapital ausgestatteten Immobilienfonds dürfte der Markt aufgrund seiner Eigentümerstruktur Schocks gegenüber widerstandsfähiger geworden sein. Dazu kommt, dass die Verbriefung von gewerblichen Hypothekendarlehen für Banken und andere Finanzinstitute ein nützliches Instrument ist, um ihre jeweiligen immobilienbezogenen Kreditportfolios zu steuern. Beispielsweise dürfte derzeit die Liquidität von CMBS-Anleihen derjenigen von Unternehmensanleihen entsprechen. Die rege Emission von Aktien und Anleihen und der Handel am Sekundärmarkt machen es den Marktteilnehmern möglich, ihr Risikomanagement zu verbessern und ihre Verbindlichkeiten besser abzustimmen. Der Druck im Zusammenhang mit fallenden Immobilienpreisen kann sich so über die Kapitalmärkte auf mehr Investoren verteilen und konzentriert sich nicht mehr auf den Bankensektor allein. Deshalb dürfte das potenzielle Engagement von Finanzinstituten mit hohem Fremdfinanzierungsanteil am gewerblichen Immobiliensektor zurückgegangen sein. Dadurch dürfte sich die Wahrscheinlichkeit von Anspannungen im Finanzsektor verringern.

... und widerstandsfähigere Finanzinstitute

Das Ende der Konjunkturzyklen bei Gewerbeimmobilien?

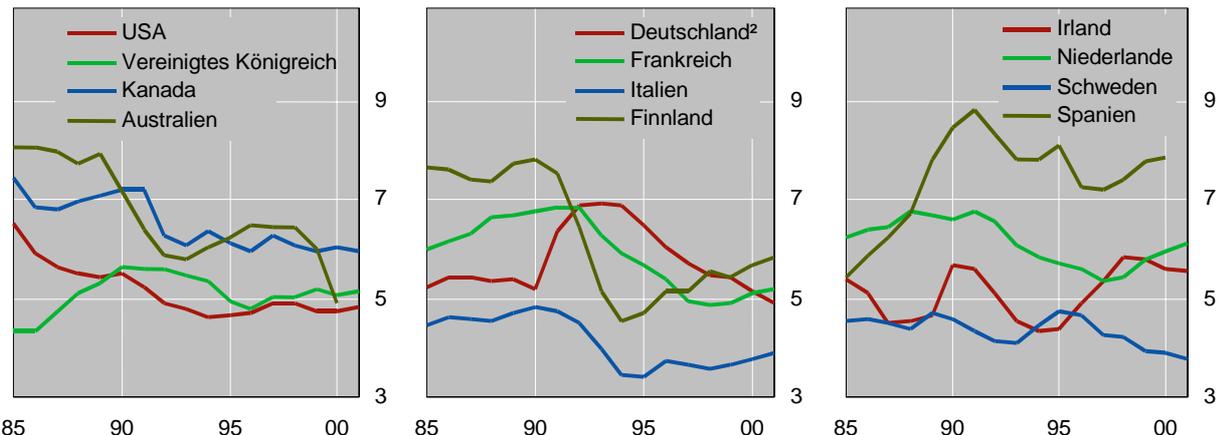
Aufgrund der dargestellten Zusammenhänge dürfte sich die Entwicklung der öffentlichen Märkte für Aktien und Schuldtitel in der nächsten Zeit stabilisierend auf die Gewerbeimmobilienmärkte auswirken. Es wäre jedoch unklug zu meinen, dass der Gewerbeimmobilienmarkt keinen Zyklen mehr unterliege. Die Gefahr besteht, dass man die Rolle der sich entwickelnden öffentlichen Märkte bei der Abschwächung des Zyklus in den neunziger Jahren überschätzt. Nach wie vor gibt es eine Reihe von Faktoren, die Immobilienzyklen auslösen oder verstärken, und sie werden auch in Zukunft von Bedeutung sein. Die engere Verflechtung der Gewerbeimmobilienmärkte mit den Kapitalmärkten bedeutet nicht zwangsläufig, dass der Immobiliensektor immun gegen Schocks ist. Denn an den Immobilienmärkten wird auch bei guten gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten mit neuen Ursachen von Marktvolatilität zu rechnen sein.

Zyklen gibt es noch, weil ...

Erstens kann der Ende der neunziger Jahre ausgebliebene Konjunkturzyklus bei Gewerbeimmobilien wohl im Wesentlichen mit den Altlasten der vorangegangenen Boomphase erklärt werden. Der Abbau der Überkapazitäten dauerte Jahre, und die Marktteilnehmer dürften aufgrund ihrer schlechten Erfahrungen mit Gewerbeimmobilien in der Vergangenheit ihr entsprechendes Risikomanagement verbessert haben. In den meisten Ländern war der Anteil der Bautätigkeit (ohne Wohnbau) am Bruttosozialprodukt in den letzten Jahren geringer als 1990 (Grafik 5). Der Rückgang der Bautätigkeit war in den Ländern am stärksten, in denen die Immobilienpreise zu Beginn der neunziger Jahre stark gefallen waren; dazu zählen Australien, Kanada, Finnland, Frankreich und Italien. Von diesem Schema weicht lediglich Irland ab, wo die Neubautätigkeit sehr stark zugenommen hat und die Immobilienpreise seit 1995 in die Höhe geschossen sind.

... im jetzigen Zyklus der langsame Abbau der Überkapazitäten von grosser Bedeutung war ...

Bautätigkeit ohne Wohnungsbau insgesamt¹



¹ In Prozent des BIP. ² Vor 1991 nur Westdeutschland; Sprung wegen Wiedervereinigung.

Quellen: Europäische Kommission; OECD; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 5

... die Bauzeiten lang und die Informationen weiterhin unvollständig sind ...

Zweitens bleiben lange Angebots- und Bauzeiten, die für den rigiden Immobiliensektor typisch sind, hinsichtlich der Ausbildung von Zyklen von grundlegender Bedeutung. Unternehmen, die Immobilienprojekte entwickeln, neigen dazu, bei steigenden Immobilienpreisen das Angebot zu vergrößern. Doch da es mehrere Jahre dauern kann, bis ein Neubau bezugsfertig ist, ist die Nachfrage bis dann vielleicht wieder schwächer, was zu einem Rückgang der Preise führt. Dass das Angebot auf Nachfrageänderungen nur mit Verzögerung reagiert, stellt einen Effizienzverlust dar und wird auch in Zukunft Immobilienzyklen auslösen.

... sich die Banken weiterhin stark im Gewerbeimmobiliensektor engagieren ...

Drittens bleibt die enge Verbindung zwischen dem Banken- und dem Immobiliensektor bestehen. Trotz des schnellen Wachstums der öffentlichen Märkte für Aktien und Schuldtitel stellen Bankkredite noch immer die wichtigste Art der Finanzierung gewerblich genutzter Immobilien dar. Wie oben geschildert können steigende Immobilienpreise die Bankbilanzen verbessern und die Vergabe zusätzlicher Kredite an den Immobiliensektor begünstigen. Umgekehrt können sinkende Immobilienwerte nach wie vor Spannungen innerhalb des Bankensystems auslösen. Im Rahmen des neuen Umfelds muss sich erst noch zeigen, wie gross die Widerstandsfähigkeit der Banken und der anderen Finanzinstitute gegenüber fallenden Immobilienpreisen ist.

... die Kapitalmärkte gegen Schocks nicht immun sind ...

Viertens sind Kapitalmärkte ebenfalls anfällig. Die für den Anleger unter Liquiditätsaspekten attraktive Verbriefung ist ein zweiseitiges Schwert: Diejenigen, die Kapital in Anspruch nehmen, haben schnell Zugriff auf eine breite Basis von Finanzmitteln; genauso schnell können aber diejenigen, die Kapital anbieten, ihre Mittel wieder von den Märkten abziehen. Die Kurschwankungen am Aktienmarkt in den letzten Jahren haben deutlich gezeigt, wie sensibel das Kapitalangebot auf Stimmungsänderungen reagiert. In Boomzeiten dürften euphorische Erwartungen und die Illusion von Liquidität die Marktteilnehmer dazu verleiten, ihre Bedingungen im Emissionsgeschäft zu lockern. Entsprechend dürfte ein Baissemarkt Kapitalflucht und Pessimismus auslösen, was die Kurse noch weiter sinken lässt. Ein derartiger Teufelskreis

fallender Kurse konnte in den letzten Jahren in Japan und der Sonderverwaltungsregion Hongkong beobachtet werden.

Fünftens schliesslich gibt es aufgrund der enger gewordenen Verzahnung der Gewerbeimmobilien- mit den Kapitalmärkten neue potenzielle Ursachen für Marktvolatilität, die auch dann den Zufluss von Kapital einschränken, wenn die Bedingungen am Immobilienmarkt an sich günstig sind. Marktstörungen wie das Zahlungsmoratorium der russischen Anleihen und der Zusammenbruch von Long-Term Capital Management im Jahr 1998 haben den CMBS-Renditenabstand um ganze 100 Basispunkte vergrössert und praktisch über Nacht ein Austrocknen der Liquidität verursacht. Ein weiteres Beispiel ist der Konkurs von Criimi Mae im Herbst 1998. Da dieser Immobilienfonds damals der wichtigste Käufer von CMBS-Tranchen mit niedrigem Rating war, verursachte der Konkurs einen Nachfrageausfall, der in gewisser Weise bis heute Wirkung zeigt. Die beschränkte Aufnahmekapazität des Marktes für Tranchen mit hohem Risiko ist eines der bedeutendsten Hindernisse, die einer weiteren Expansion des CMBS-Marktes im Wege stehen.

... und weil neue Ursachen für Marktvolatilität denkbar sind

Zusammenfassung

Die Entwicklung der öffentlichen Märkte für Aktien und Schuldtitel hat zu einer engeren Verflechtung von Immobilien- und Kapitalmärkten geführt. Langfristig betrachtet dürften zurückgehende Gewerbeimmobilienpreise den Bankensektor weniger stark in Mitleidenschaft ziehen, weil sich das Risiko auf eine grössere Anzahl unterschiedlicher Investoren verteilt. Dementsprechend ist es weniger wahrscheinlich, dass Schwankungen der Gewerbeimmobilienpreise durch gleichlaufende Finanzierungszyklen verstärkt werden. Es wäre jedoch unklug, davon auszugehen, dass der Gewerbeimmobiliensektor keinen Zyklen mehr unterworfen sein wird. Die Geschichte hat gezeigt, dass die Kapitalmärkte Schocks gegenüber genauso anfällig sind wie die Banken, und für den gewerblichen Immobilienmarkt könnte dies sogar bedeuten, dass mit neuen Ursachen von Volatilität zu rechnen sein wird.

Bibliografie

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1993): „Preise für reale Vermögenswerte und die Bewältigung finanzieller Notlagen“, 63. *Jahresbericht*, Basel, S. 171-200.

——— (2002): „Die Wechselbeziehung zwischen Finanzsektor und Realwirtschaft“, 72. *Jahresbericht*, Basel, S. 137-57.

Borio, C. (1995): „The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison“, in *Financial structure and the monetary policy transmission mechanism*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Hrsg.), Basel, S. 59-105.

Borio, C. und P. Lowe (2002): „Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus“, presented at the 2002 Asset Price Bubbles Conference in Chicago, *BIS Working Papers*, Nr. 114, Juli.

Hilbers, P., Q. Lei und L. Zacho (2001): „Real estate market developments and financial sector soundness“, *IMF Working Paper*, WP/01/129.

Kiyotaki, N. und J. Moore (1997): „Credit cycles“, *Journal of Political Economy*, Vol. 105, Nr. 2, S. 211-48.

Mastroeni, O. (2001): „Pfandbrief-style products in Europe“, in *BIS Papers*, Nr. 5, S. 44-66.

Sutton, G. (2002): „Ursachen von Preisänderungen bei Wohnimmoblien“, in dieser Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*.

Wheaton, W. (1999): „Real estate ‚cycles‘: some fundamentals“, *Real Estate Economics*, Vol. 27, S. 209-30.