

## Deka Immobilien Monitor

# Ertragsperspektiven von Büromärkten: Das Ende der Phase rasanter Wertzuwächse

Mit der Schrumpfung der Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal setzte sich die Rezession in der Eurozone fort. Mittlerweile kommen die schlechten Nachrichten nicht mehr nur aus den südlichen Peripheriestaaten der Währungsunion, auch der deutsch-französische Konjunkturmotor beginnt zu stottern. Daran konnten auch die Entscheidungen der EZB über das neue Programm zum unbegrenzten Ankauf von Staatsanleihen sowie die des deutschen Verfassungsgerichts zum EFSF/ESM nichts ändern.

In diesem Umfeld werden die Belastungen für die europäischen Büroimmobilienmärkte wachsen. An den meisten Standorten dürften in den nächsten beiden Jahren mit wenigen Ausnahmen kaum steigende Mieten zu erzielen sein. In den Ländern, die sich in einer tieferen Rezession befinden, muss auch mit spür-

baren Mietrückgängen gerechnet werden. Sinkende Erwartungen hinsichtlich der Mietentwicklung und restriktive Finanzierungsbedingungen sollten sich in tendenziell höheren Nettoanfangsrenditen ausdrücken.

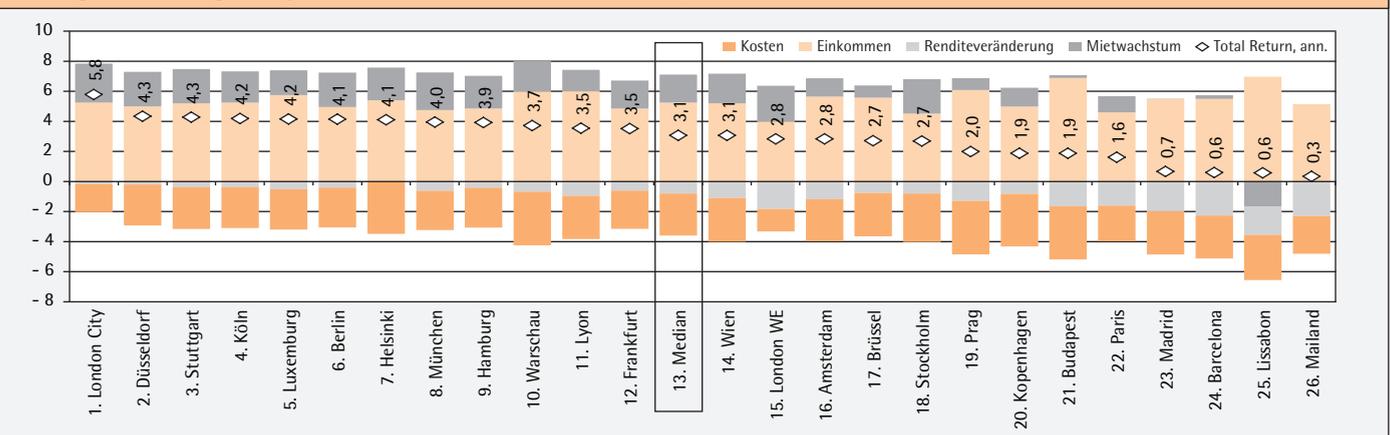
### Europäische Märkte: teuer oder risikoreich

Auf Basis der prognostizierten Spitzenmieten und -renditen ergeben sich Marktgesamterträge von im Mittel gut drei Prozent pro Jahr für idealtypische Investitionen in europäische Büroimmobilien. Angesichts der unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklungen in Europa mag überraschen, dass die Ertragsperspektiven für die meisten Standorte in einem relativ engen Intervall zwischen knapp zwei und gut vier Prozent

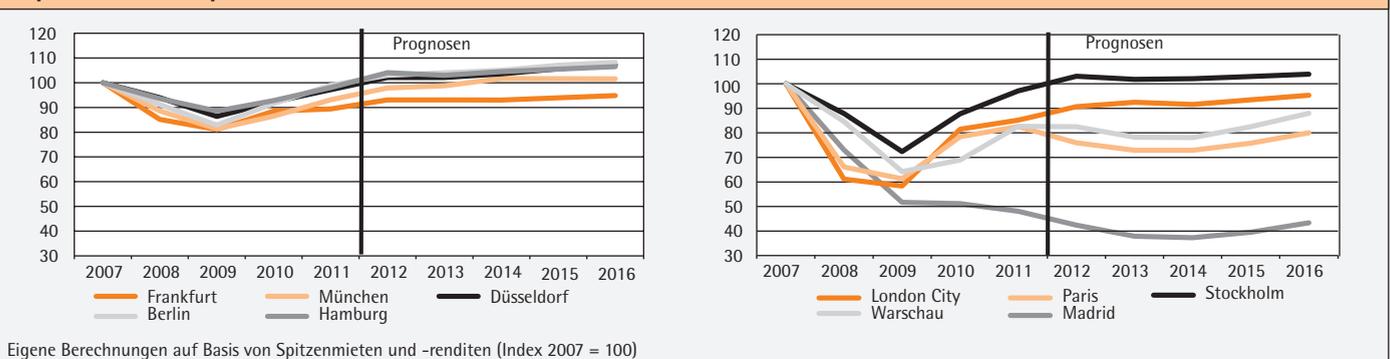
liegen. In diesem Zusammenhang ist der Blick auf die historische und prognostizierte Entwicklung der aus Mieten und Renditen abgeleiteten Kapitalwerte aufschlussreich. Als Referenzpunkt dient dabei das Jahr 2007, als die Kapitalwerte an vielen Standorten neue Rekorde verzeichneten.

An den fünf wichtigsten deutschen Bürostandorten waren in Folge der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise zwischen 2007 und 2009 Wertverluste im Bereich von zehn bis 20 Prozent zu beobachten. Bereits Ende dieses Jahres dürften jedoch in Hamburg, Berlin und Düsseldorf wieder die Vorkrisenniveaus überschritten werden, München dürfte nur knapp unter dem Wert von 2007 liegen. Einzig in Frankfurt wird der letzte Höchststand noch im nennenswerten Umfang verfehlt.

Marktgesamtertrag europäischer Märkte 2012 bis 2016 (Angaben in Prozent)



Kapitalwerte europäischer Märkte



Eigene Berechnungen auf Basis von Spitzenmieten und -renditen (Index 2007 = 100)

Quellen: PMA, DekaBank

Am Beispiel Madrid zeigt sich die Problematik vieler Peripheriestandorte der Eurozone: Der Einbruch des Kapitalwerts bis 2009 um fast 50 Prozent war zwar heftig, aber in der Größenordnung zum Beispiel durchaus mit der Londoner City vergleichbar. Erst ab 2010 trennten sich die Pfade deutlich. Während die meisten europäischen Büromärkte eine ausgeprägte Erholung erlebten, führte die Schuldenkrise zu weiteren Verlusten an den Märkten der besonders betroffenen Staaten. Bis 2014 dürfte der Kapitalwert in Madrid innerhalb von sieben Jahren um mehr als 60 Prozent gefallen sein.

Der Blick auf die 25 analysierten europäischen Büromärkte offenbart somit ein gewisses Dilemma für Investoren: Die als relativ risikoarm angesehenen Standorte, wie etwa die Top-Märkte in Deutschland, Skandinavien oder London, haben in den vergangenen drei Jahren so deutliche Werteanstiege erfahren, dass sie im historischen Vergleich als „teuer“ anzusehen sind. Dadurch sind die zukünftigen Ertragsperspektiven begrenzt. Andererseits werden den Dekalog-Prognosen zufolge Investitionen in risikoreiche, aber im historischen Vergleich günstige Märkte derzeit nicht mit höheren Erträgen belohnt. Dafür sind die wirtschaftlichen Aussichten in den

Ländern der südlichen Peripherie der Eurozone zu trübe.

**US-Märkte: Kapitalwerte werden unter Druck geraten**

Auch der Blick über den Atlantik auf die US-amerikanischen Büromärkte kann aktuell kaum Alternativen liefern. Hier konnten die Kapitalwerte, basierend auf den Durchschnittsmieten und -renditen im Class A-Segment, im vergangenen und im laufenden Jahr zumeist erhebliche Anstiege verzeichnen. Ausschlaggebend dafür waren überwiegend deutliche Rückgänge der Cap Rates. Diese haben aktuell sehr niedrige Niveaus erreicht, was sich in den nächsten Jahren als Belastung für die Ertragsperspektiven erweisen sollte: Unmittelbar bedeuten geringe Cap Rates ein niedriges laufendes Mietekommen. Zudem dürften vielerorts nur moderate Mietanstiege dazu führen, dass die Cap Rates gegen Ende des Prognosefensters wieder „nach oben“ tendieren.

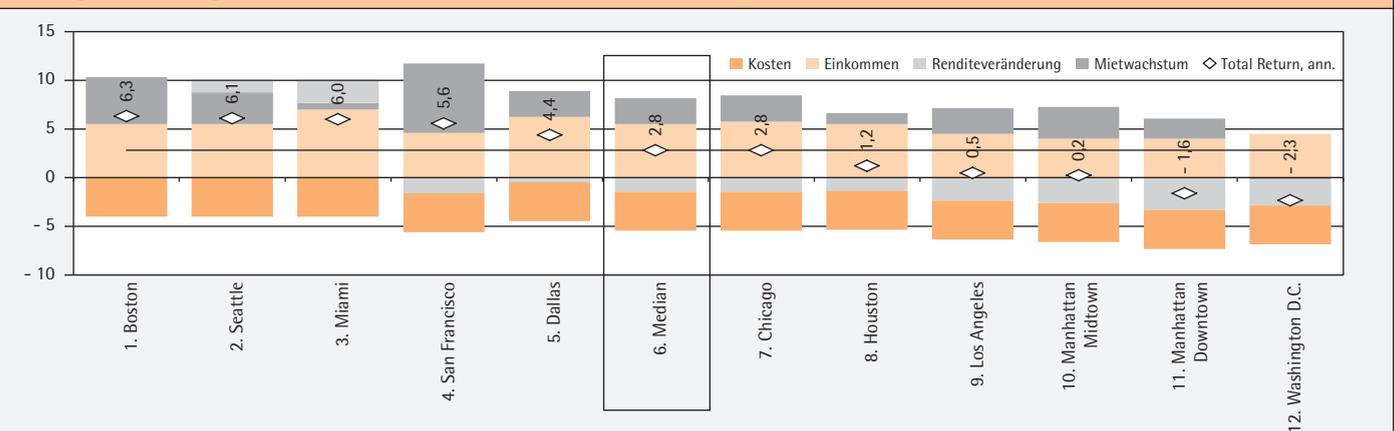
Daraus resultieren prognostizierte Kapitalwertverluste ab 2015 für fast alle betrachteten US-amerikanischen Büromärkte. Für den gesamten Prognosezeit-

raum 2012 bis 2016 erscheinen die Ertragsperspektiven für Boston, Seattle, Miami und San Francisco mit jeweils mehr als fünf Prozent pro Jahr relativ attraktiv. Allerdings wird an diesen Standorten bereits im laufenden Jahr ein Großteil des errechneten Ertrags erwirtschaftet, entweder durch stark gesunkene Cap Rates oder durch einen kräftigen Mietanstieg wie in San Francisco zu Jahresbeginn. Den Dekalog-Prognosen zufolge müssen in den nächsten Jahren auch an diesen Standorten die Erwartungen an die Gesamterträge herunter geschraubt werden.

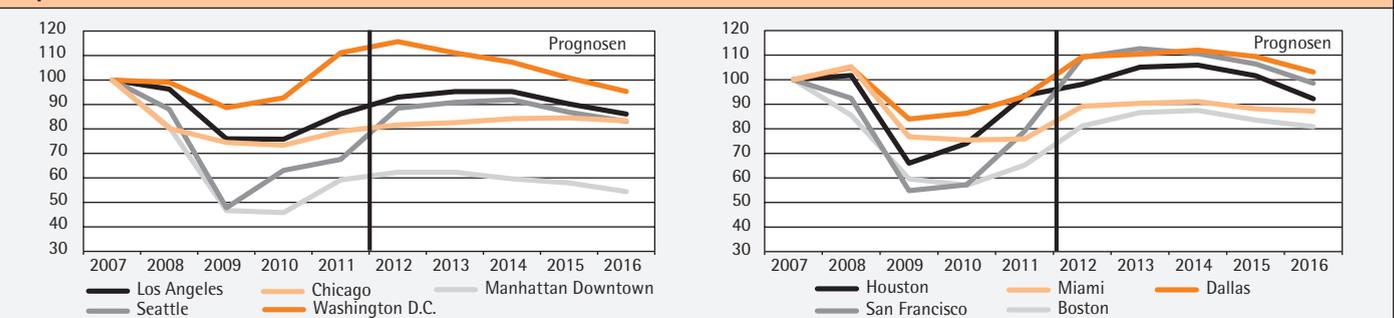
In dieser Hinsicht ähneln die untersuchten US-amerikanischen Büromärkte den europäischen. Vielerorts werden die Marktgesamterträge in den nächsten Jahren unter den Niveaus der letzten zwei bis drei Jahre liegen. Allerdings müssen sich Investoren auch in anderen Anlageklassen mit geringeren Erträgen bescheiden. Für diese Erkenntnis genügt ein Blick auf die aktuellen Renditeniveaus von Staatsanleihen der als relativ bonitätsstark angesehenen Länder inner- und außerhalb der Eurozone.

*Gunnar Meyke, Economist, Immobilienresearch, DekaBank Deutsche Girozentrale, Frankfurt am Main*

**Marktgesamtertrag US-amerikanischer Märkte 2012 bis 2016 (Angaben in Prozent)**



**Kapitalwerte US-amerikanischer Märkte**



Eigene Berechnungen auf Basis von Durchschnittsmieten und -renditen im Class A-Segment (Index 2007 = 100)

Quellen: Korpacz, CBRE-EA, DekaBank