

## Deka Immobilien Monitor

# Ertragsperspektiven von Büromärkten: Sichere Häfen bleiben teuer

**Marktbeobachter erkennen sowohl in Europa als auch in den USA Signale der wirtschaftlichen Erholung und einen, wenn auch nur zaghaften Trend, die Staats-schuldenproblematik in den Griff zu bekommen. Noch gehen risikoscheue Anleger allerdings in den „Häfen“ vor Anker, die ihnen vermeintlich hohe Sicherheit bieten – wie beispielsweise Immobilien an den deutschen Top-7-Standorten. Doch kommt es in den USA und Europa zur erwarteten „Wende zum Besseren“, werden in den kommenden Jahren auch wieder die Immobilienmärkte attraktiver, die heute sicherheitsorientierte Anleger noch weitgehend meiden, meint der Autor. (Red.)**

Die Wirtschaft im Euroraum machte im ersten Quartal 2013 dort weiter, wo sie 2012 aufgehört hatte: Sie schrumpfte. Im Vergleich zum Vorquartal verringerte sich das Bruttoinlandsprodukt (BIP) um 0,2 Prozent. Dies war bereits der sechste Rückgang in Folge. Die regionalen Unterschiede bleiben groß: Während Deutschland wächst und Frankreichs Wirtschaft ohne größere Krise vor sich hindümpelt, befinden sich Spanien und Italien sowie einige kleinere Länder in einer schweren Rezession. Mittlerweile deuten die wirtschaftlichen Indikatoren darauf hin, dass sich der Euroraum gemessen am BIP insgesamt im zweiten Quartal zumindest in den Stagnationsbereich bewegt haben dürfte.

Damit ist das Fundament gelegt, mit dem die Währungsunion im Laufe des Jahres aus der Rezession herauskommen wird. Allerdings dürfte die Erholung ein sehr zäher Prozess werden, der kaum positive Impulse am Arbeitsmarkt setzen wird. Im Mai ist die Arbeitslosenquote im Euroraum auf 12,2 Prozent gestiegen – ein neuer Rekordwert. Es dürfte noch lange dauern, bevor sie wieder erträglichere Werte erreicht.

### Der Autor



**Gunnar Meyke**

Economist, Immobilienresearch, Deka-Bank Deutsche Girozentrale, Frankfurt am Main

Am Zinsausblick für den Euroraum hat sich zuletzt wenig verändert: Zum einen hat die EZB angekündigt, die Leitzinsen für eine „ausgedehnte Periode“ niedrig zu halten. Zudem dürfte mit einem stärkeren Anstieg der Renditen von Bundesanleihen erst mittelfristig zu rechnen sein. Zuvor muss die konjunkturelle Erholung der Peripherieländer weit genug vorangeschritten sein. Erst dann wären sie in der Lage, höhere Zinsniveaus zu verkraften und die EZB könnte ihre Unterstützung etwas zurücknehmen.

### Mietmärkte in Europa unter Druck

An den Mietmärkten der wichtigsten europäischen Bürostandorte dürfte die schwache wirtschaftliche Entwicklung in diesem und im nächsten Jahr deutlich zu spüren sein. Eine geringe Nachfrage nach Büroflächen sollte steigende Leerstände nach sich ziehen und Druck auf die Mieten ausüben. Ab 2015 ist mit leicht rückläufigen Angebotsüberhängen und wieder nennenswertem Mietwachstum an den meisten Standorten zu rechnen. Allerdings dürfte der Leerstand selbst bei einer konjunkturellen Erholung vielerorts nur langsam abgebaut werden, da davon auszugehen ist, dass viele Unternehmen, die einen Personalabbau vorgenommen haben, ihren Flächenbedarf bisher noch nicht komplett angepasst haben.

An den Investmentmärkten sollte sich nur wenig am derzeitigen Bild ändern: Angesichts des weiterhin niedrigen Leitzinsniveaus und geringer Renditen für Staatsanleihen bonitätsstarker europäischer Länder dürften risikoscheue Anleger weiterhin niedrige Renditen für

Top-Immobilien in den als relativ sicher geltenden „Häfen“ akzeptieren. Für die deutschen Bürostandorte wird 2013 sogar ein weiterer leichter Rückgang der Spitzenrenditen erwartet. Erst ab 2015 sollten angesichts steigender Zinsen und eines verlangsamten Mietwachstums wieder höhere Anfangsrenditen an den wichtigsten deutschen Bürostandorten zu erzielen sein.

Führt man die Prognosen für die Spitzenmieten und -renditen der 25 untersuchten Märkte in einer Gesamtertragsbetrachtung zusammen, so zeigt sich, dass idealtypische Investitionen in den nächsten Jahren mit durchschnittlich knapp drei Prozent pro Jahr (Medianwert) nur relative geringe Erträge erwirtschaften dürften. Mit Stockholm, Paris und München stehen dabei Büromärkte ganz unten auf der Rangliste, die aktuell zu den teuersten Standorten gehören. Diesen Status dürften sie zwar trotz leichter Anstiege der Anfangsrenditen behalten, allerdings lasten die hohen Kapitalwerte schwer auf den (prozentualen) Erträgen der nächsten Jahre.

Für die deutschen Top-7-Standorte wird ab 2015 eine starke Eintrübung der Ertragsperspektiven erwartet. Einzelne Märkte können zeitweise auch in die Verlustzone rutschen. In den Märkten der südlichen Peripherie des Euroraums sollten die Entwicklungen nahezu spiegelverkehrt verlaufen. Zunächst sollte der Einbruch bei den Spitzenmieten in den nächsten zwei bis drei Jahren langsam ein Ende finden, dann dürften die im historischen Vergleich hohen Anfangsrenditen bei der Ertragsrechnung positiv zum Tragen kommen. Wenn im weiteren Verlauf schließlich die Mieten wieder anziehen sollten, dürften diese Märkte die höchsten Gesamterträge im kontinentalen Vergleich aufweisen.

### Beginn der „sanften“ Zinswende in den USA

An den US-Rentenmärkten hat die Zinswende bereits begonnen: Im Mai und Juni verzeichneten Staatsanleihen einen

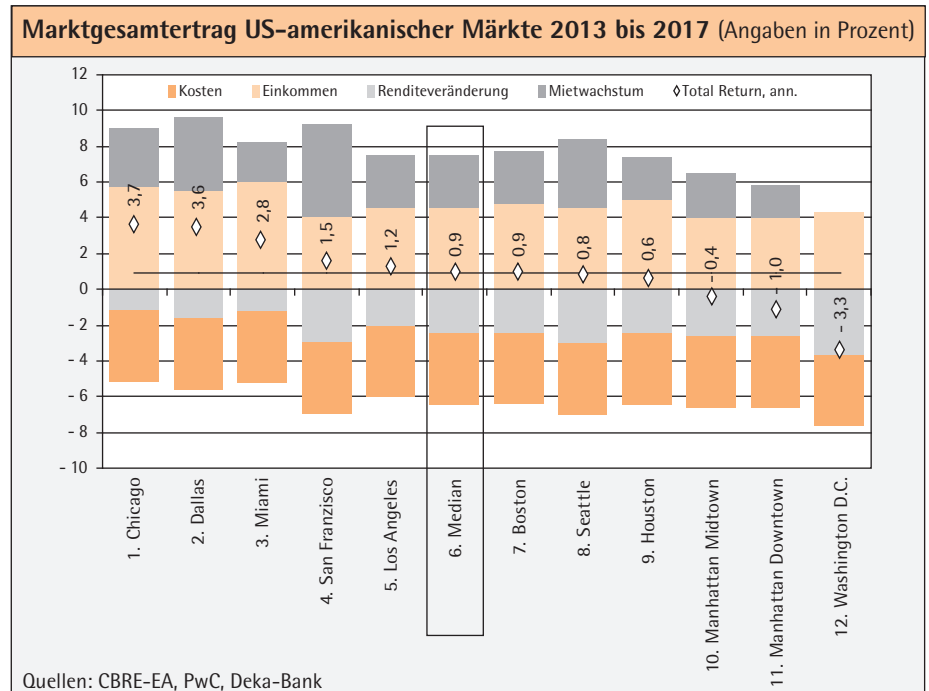
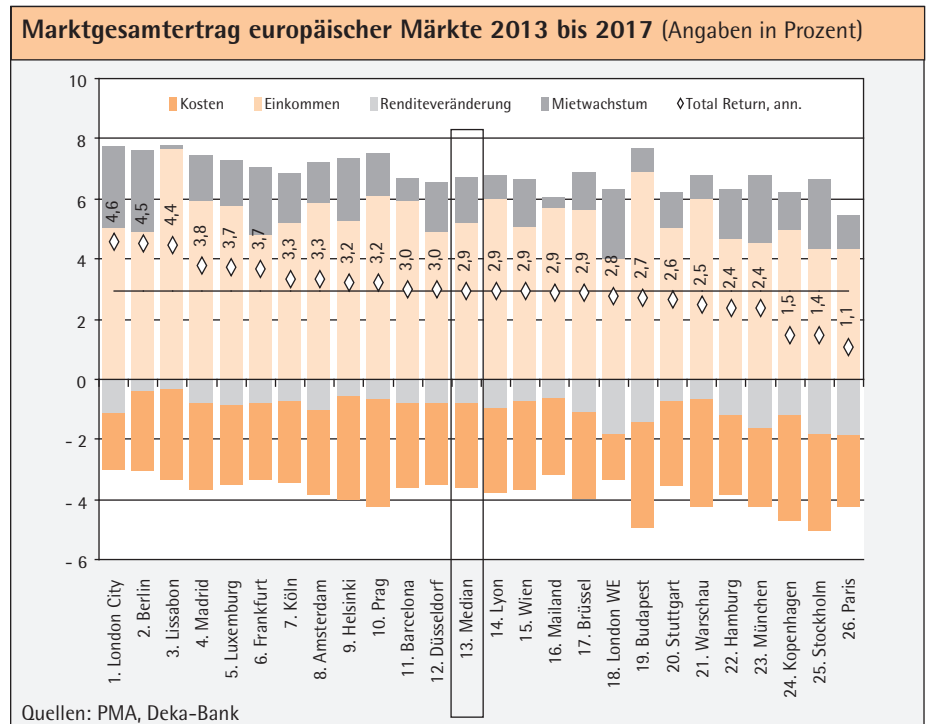
starken Renditeanstieg. Auslöser hierfür waren in erster Linie die Aussagen von Zentralbankchef Bernanke, die dahingehend interpretiert wurden, dass ab Herbst dieses Jahres der Umfang des Anleiheankaufprogramms der Fed (QE3) verringert wird.

Tatsächlich mehrten sich in den letzten Monaten die positiven Signale aus der US-Wirtschaft: Die Preisentwicklung am Häusermarkt ist weiterhin stark, die jüngsten Daten zum Zustand des Bankensystems sind ermutigend ausgefallen und mit einem Beschäftigungsaufbau von monatlich 200 000 Stellen entwickelte sich der Arbeitsmarkt im ersten Halbjahr gut. Angesichts dessen verlief das Wirtschaftswachstum, gemessen am BIP, bis zur Jahresmitte eher enttäuschend. Seit Jahresbeginn wird die Volkswirtschaft durch eine restriktive Finanzpolitik gebremst. Bereits im Januar stiegen vor allem die Sozialversicherungsbeiträge für Arbeitnehmer. Damit sollte es sich nur um eine zeitlich befristete Wachstumsabschwächung handeln.

Allerdings treten Anfang 2014 weitere Einsparmaßnahmen des Staates sowie Steuererhöhungen in Kraft, welche auf eine fehlende Einigung hinsichtlich der beschlossenen automatischen Ausgabenkürzungen zurückzuführen sind. Sie dürften die wirtschaftliche Dynamik erneut bremsen. Die begonnene Zinswende sollte sich als eine „sanfte Wende“ entpuppen, denn aus makroökonomischer Sicht dürfte das Potenzial für weitere Renditeanstiege zunächst weitgehend ausgeschöpft sein. Daher ist nur von einem moderaten weiteren Anstieg in den nächsten Monaten auszugehen. Die erste Anhebung der US-Leitzinsen erwartet die Deka-Bank erst Mitte 2015.

## Niedrige Cap Rates belasten Ertragsperspektiven

Die Mietmärkte an den bedeutendsten US-amerikanischen Bürostandorten entwickelten sich seit 2011 weitgehend positiv. Jedoch sollte sich die relativ schwache wirtschaftliche Dynamik zumindest im laufenden Jahr belastend auswirken und das Mietwachstum deutlich bremsen. Für die folgenden Jahre dürfte die Beschäftigungsentwicklung in der Privatwirtschaft aber Anlass zum Optimismus für die weitere Entwicklung der US-Büromärkte geben. Lediglich der öffentliche Sektor wird durch Sparmaß-



nahmen und Ausgabenkürzungen auf absehbare Zeit eher weniger Büroflächen nachfragen als früher. Auch wenn Core-Objekte im Fokus nationaler und internationaler Anleger bleiben dürften, sind – ausgehend von derzeit vielerorts sehr niedrigen Ausgangsniveaus – bis 2017 Anstiege der Cap Rates um durchschnittlich rund 60 Basispunkte zu erwarten. Dabei spielen sowohl steigende Zinsen als auch eine geringere Risikoaversion bei Investoren eine Rolle.

In Kombination mit moderaten Mietanstiegen im Class-A-Segment sollte dies

in den nächsten Jahren zu tendenziell stagnierenden Kapitalwerten führen. Auf Fünfjahressicht ergeben sich aus diesen Prognosen Gesamterträge auf Marktebene für idealtypische Investitionen von nur noch 0,9 Prozent pro Jahr (Medianwert).

Im Fall von Chicago, Dallas und Miami wirken sich die aktuell vergleichsweise hohen Cap Rates positiv in der Ertragsrechnung aus. Umgekehrt belasten die derzeit niedrigen Cap Rates die Ertragsperspektiven für Manhattan und Washington, D.C. besonders stark.