

Messeausgabe 2007

Große Spannweiten bei der Immobilienperformance

Daniel Piazolo

Deutschland bildet noch immer das Rendite-Schlusslicht unter den entwickelten Immobilienmärkten, stellt der Autor fest. Was jedoch angesichts des enormen internationalen Interesses an hiesigen Objekten wie ein Widerspruch erscheint, muss keiner sein. Denn für den deutschen Index berichten vor allem Offene Fonds und Versicherungen, die hauptsächlich Core-Immobilien besitzen, die sie von Sachverständigen bewerten lassen. Hierbei dürften die ermittelten Renditen teilweise deutlich niedriger sein als die der ausländischen Investoren, die vorzugsweise unterbewertete Immobilien erwerben. (Red.)

In einer sich globalisierenden Welt gibt es ausgeprägte Konvergenztendenzen, zum Beispiel in den Aktienmärkten oder bei Rohstoffpreisen. Solch eine Konvergenz der jeweiligen nationalen Entwicklung ist jedoch im Immobilienbereich noch relativ schwach. Es gibt bei der Performance der Immobilienmärkte – auch innerhalb des europäischen Binnenmarktes – noch sehr deutliche Unterschiede. So ist sowohl für das Jahr 2006 als auch in den vergangenen zehn Jahren insgesamt eine große Spannweite der jeweiligen nationalen Total Returns in den verschiedenen Ländern festzustellen. Der Total Return ist die Gesamrendite vor Steuern und vor Finanzierung von direkt gehaltenen Immobilien. Er ist in mehreren Ländern für den Zeitraum der letzten zehn Jahre erstaunlich konstant niedrig oder konstant hoch.

Bedeutende Spannweite der Grundstückserträge in 2006

Die IPD Investment Property Databank GmbH erfasst in Deutschland den Immobilienbestand der großen institutionellen Investoren und bietet im Gegenzug seinen Kunden umfassende Portfolioanalyse und Benchmarking-Dienstleistungen. Der Gesamtbenchmark für Deutschland, der Dix Deutsche Immobilien Index, repräsentiert mit seinen knapp 3 000 Immobilien aus 46 Portfolios mit einem Gesamtwert von 54 Milliarden Euro etwa 50 Prozent der Immobilien der institutionellen Investoren, die jährlich bewertet werden. Innerhalb der IPD Gruppe werden für die meisten europäischen Länder, aber auch zunehmend für außereuropäische Länder, repräsentative Benchmarks für die jeweilige nationale Portfolioanalyse ermittelt, die für einen internationalen Vergleich

verwendet werden können. Die Total Returns 2006 in den 16 Ländern, in denen IPD repräsentative Daten erhebt, reichen von 1,3 bis 27,2 Prozent und stellen somit eine beträchtliche Spanne von 25,9 Prozentpunkten. Deutschland ist mit einer Gesamrendite von 1,3 Prozent das Land mit der niedrigsten Immobilienperformance im Jahr 2006, während Irland eine durchschnittliche Gesamrendite von 27,2 Prozent erzielen kann. Diese riesigen Unterschiede innerhalb des gleichen Währungsraums sind bemerkenswert, da der relevante Leitzins identisch und die Gesamtinflationserwartungen recht ähnlich sind. In der Abbildung sind auch nicht europäische Länder dargestellt, die aber mit ihrer Immobilienperformance innerhalb der europäischen Spannweite liegen.

Diese Spanne für das Jahr 2006 ist etwas höher als in den letzten zehn Jahren typisch. Jedoch gab es auch schon früher deutliche Unterschiede. Die größte Spanne in dieser Periode war 1998 mit 34,5 Prozentpunkten in den elf Ländern, in denen IPD im entsprechenden Jahr Daten erhoben hat. Bis zum Jahr 2001 gab es eine Abnahme dieser Spannweite, was zum Teil zum voreiligen Ausrufen der internationalen Konvergenz der Immobilienmärkte führte. Jedoch gab es ab 2002 wieder divergierende Entwicklungen.

Es lässt sich eine bemerkenswerte Kontinuität bei den Ländern feststellen, die

entweder die Übersicht der nationalen Total Returns anführen oder abschließen. Die drei Länder Irland, Südafrika und Portugal hatten fünf, drei beziehungsweise zwei Mal den höchsten Total Return in der Zehnjahressicht. Der Nachzügler war immer Deutschland mit zehn Platzierungen entweder als Letzter oder Vorletzter. Mit einem deutlichen Abstand folgt Schweden mit drei dieser Platzierungen in solch einem Vergleich für die vergangenen zehn Jahre.

Renditeschlusslicht Deutschland

Es ist daher keine Überraschung, dass sich diese Länder Deutschland und Schweden am Ende der Übersicht des durchschnittlichen Zehnjahres-Total-Return wiederfinden. Von 1997 bis 2006 war die durchschnittliche Gesamrendite in Deutschland nur 3,3 Prozent. Relativ gut dazu steht Schweden mit einer zweistelligen Gesamrendite von 10,5 Prozent dar. Auch alle anderen Länder für die mindestens zehn Jahre Daten erhoben wurden, haben eine durchschnittliche jährliche Rendite von mehr als zehn Prozent. Irland weist sogar eine durchschnittliche Gesamrendite von mehr als 20 Prozent pro Jahr für das vergangene Jahrzehnt aus.

Der größte Unterschied im Zehnjahres-Total-Return zwischen den neun Ländern war somit mehr als 17,2 Prozent pro Jahr. Diese Spannweite der relativen Performance bietet global agierenden Investoren genügend Chancen, Anlagemöglichkeiten mit unterschiedlichen Rendite-Risiko-Profilen auszuwählen. Gleichzeitig erfordert dies von einem Investor, dass Länder identifiziert werden, die verschiedene Performancemuster aufweisen. Somit stelle sich die Frage, ob bestimmte Gruppierungen von Ländern bestehen, deren Performancemuster ähnlich aussehen.

Die durchschnittliche Korrelation zwischen den individuellen Total Returns der Länder beträgt 34 Prozent, dabei gibt es ein Drittel negative Korrelationen zwischen den einzelnen Ländern. Die niedrigsten Korrelationen treten zwischen drei Gruppen von Ländern mit Portugal als Ausreißer auf. Portugal weist ein Performancemuster der Total Returns auf, wie keines der anderen in den drei Gruppen vertretenen Ländern.

● Gruppe 1: Die Länder Australien, Kanada, Dänemark, Frankreich, Japan, Norwegen, Südafrika, Spanien, Großbritannien und die USA wiesen alle zuletzt starke

Der Autor

Dr. Daniel Piazolo ist Geschäftsführer der IPD Investment Property Databank GmbH, Wiesbaden.

Total Returns verglichen zu ihren Fünf- und Zehnjahres-Durchschnitten aus. Dabei ist auch als vergleichbares Element bei diesen Ländern festzustellen, dass die Bruttorendite in den vergangenen Jahren kontinuierlich gesunken ist.

● Gruppe 2: Die Länder Finnland, Irland, Niederlande, Schweden und Schweiz haben ebenfalls kürzlich einen Aufschwung der Total Returns erfahren, jedoch ist dies im Zusammenhang mit ähnlich hohen Total Returns in den späten neunziger Jahre in Finnland, Irland, Niederlanden und Schweden zu sehen. In Irland und den Niederlanden sind die Bruttorenditen in den späten neunziger Jahren signifikant gefallen, dann wieder etwas gestiegen, bis zu einem erneuten Abfall seit 2004.

● Gruppe 3: Im Gegensatz zu den anderen Ländern haben Italien und Deutschland in den vergangenen Jahren keine ausgeprägte Verbesserung der Total Returns verzeichnen können. Während es in den anderen Ländern seit 2002 zu einem Anstieg der Gesamtrendite kam, sank sie in Italien und Deutschland. Über die Jahre blieb die Bruttorendite in diesen beiden Ländern relativ konstant während sich in den anderen Ländern eine deutliche Reduzierung zeigte. In Deutschland verhaarte die Bruttorendite fast stationär bei sechs Prozent für das letzte Jahrzehnt.

Chancen für den Einsatz von Derivaten auf Immobilienindizes

Wie gezeigt, sind die internationalen Immobilienmärkte noch recht unterschiedlich, auch wenn einzelne Länder zu Gruppen mit ähnlichem Performancemuster zusammengefasst werden können. Durch diese Unterschiede ergeben sich interessante Diversifikationsmöglichkeiten für international tätige Investoren. Während früher solch eine Diversifikation im Immobilienbereich beträchtliche Mittel gebunden hat, ist durch Derivate auf Immobilienindizes ein Engagement in anderen Märkten auch mit deutlich kleineren Volumen möglich.

Ein Derivat auf einen Immobilienindex ist zum Beispiel ein Immobilienswap, bei dem zwei Parteien vertraglich festlegen, für einen bestimmten Zeitraum die Gesamtrendite eines Immobilienmarktes, wie zum Beispiel repräsentiert durch den Dix für Deutschland, gegen einen Zinssatz wie den Libor plus einem vereinbarten Aufschlag zu tauschen. Dabei wird ein nominaler Vertragswert wie zum Beispiel zehn Millionen Euro festgelegt.

Abbildung 1: Total Returns 2006 nach Ländern (Angaben in Prozent)

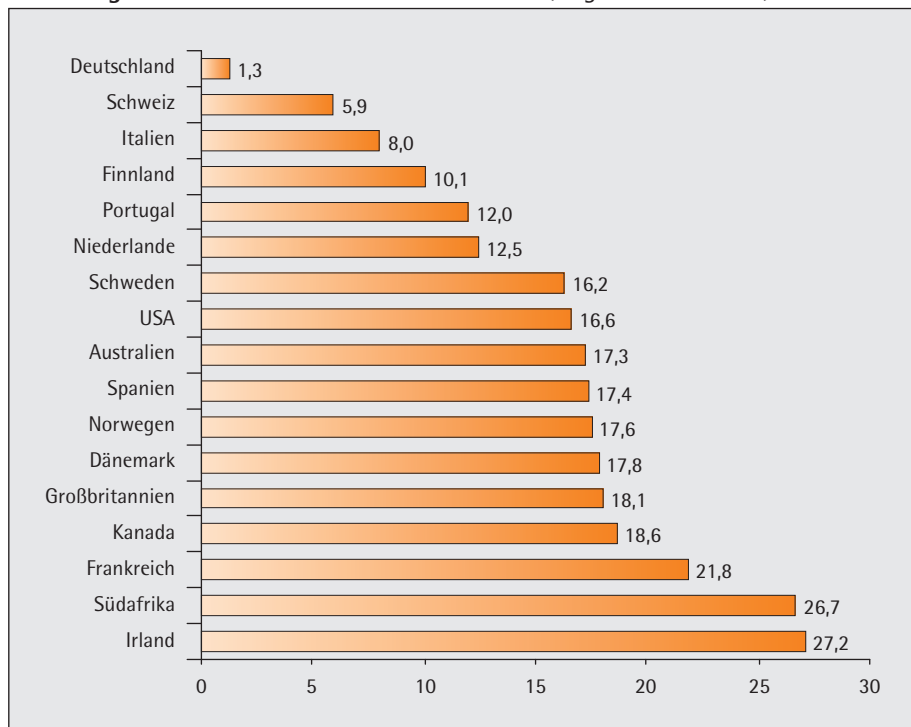


Abbildung 2: Spannweite der nationalen Total Returns (Angaben in Prozent)

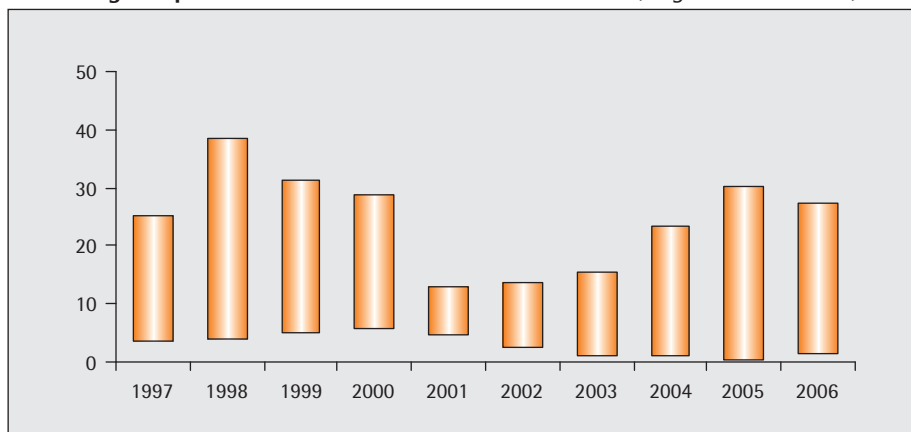


Abbildung 3: Total Returns aller Bestandsgrundstücke im Zehnjahresdurchschnitt nach Ländern (Angaben in Prozent per annum)

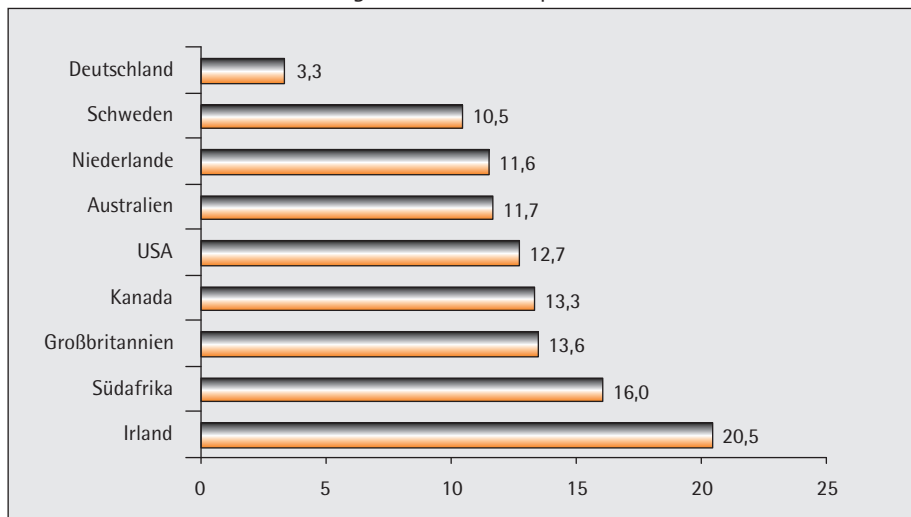


Abbildung 4: Ländergruppen mit ähnlichen Performancestrukturen

Gruppe 1	Gruppe 2	Gruppe 3
Australien	Finnland	Deutschland
Kanada	Irland	Italien
Dänemark	Niederlande	
Frankreich	Schweden	
Japan	Schweiz	
Norwegen		
Durchschnittliche Korrelation zwischen Gruppe 1 und Gruppe 2 = 46 Prozent Gruppe 3 = - 71 Prozent	Durchschnittliche Korrelation zwischen Gruppe 2 und Gruppe 1 = 46 Prozent Gruppe 3 = - 23 Prozent	Durchschnittliche Korrelation zwischen Gruppe 3 und Gruppe 1 = - 71 Prozent Gruppe 2 = - 23 Prozent

Abbildung 5: Total Return aller Bestandsgrundstücke (Angaben in Prozent)

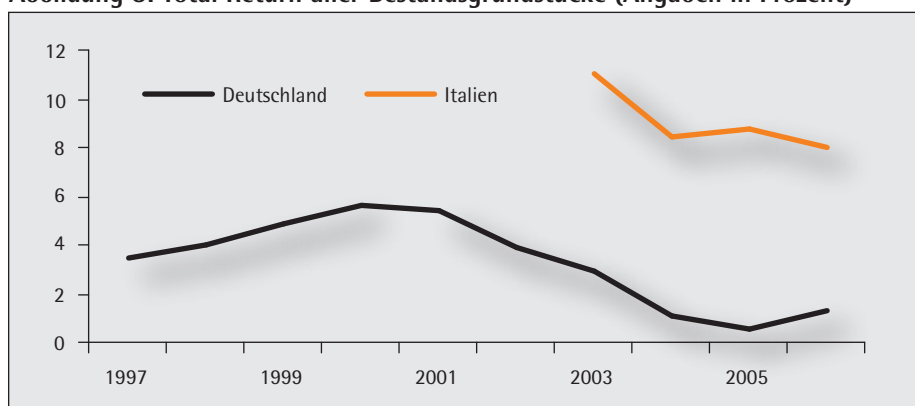
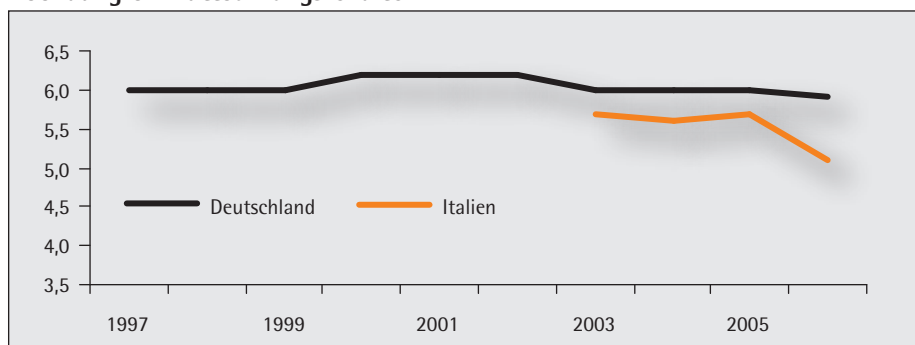


Abbildung 6: Bruttoanfangsrenditen*



* Es ist zu beachten, dass die Bruttoanfangsrenditen nicht reibungslos vergleichbar sind.

Dieser nominale Wert wird nicht getauscht, sondern nur die jeweiligen Renditen. Somit kann sich ein Investor durch einen Immobilienswap mit einer hohen Implementierungsgeschwindigkeit und mit relativ geringeren Transaktionskosten international diversifizieren. Die Markteintrittsbarrieren für Investitionen im Ausland sind somit deutlich niedriger als beim physischen Erwerb, und diese Allokationsmöglichkeit erleichtert damit ein effizientes Portfoliomanagement.

Seit drei Jahren ist dieses Engagement durch Derivate auf den IPD UK Immobilienindex möglich, und es hat sich ein Wachstumsmarkt herausgebildet. So wurden bis zum Ende des zweiten Quartals 2007 auf den IPD UK Index kumu-

liert 473 Derivateverträge mit einem nominalen Wert von fast elf Milliarden Euro gehandelt. Alleine im zweiten Quartal 2007 wurden 90 Verträge mit einem nominalen Vertragswert von 1,4 Milliarden Euro neu abgeschlossen. Relativ zur selben Periode im Jahr 2006 entsprach dies einem Wachstum von 67 Prozent. Die durchschnittliche Vertragsgröße für ein Derivat auf den IPD UK Index beträgt 23 Millionen Euro.

Die Hoffnung ist, dass sich auch in Deutschland und in anderen kontinentaleuropäischen Ländern ein ähnlicher Wachstumsmarkt für Derivate auf Immobilienindizes entwickeln kann. Der Beginn wurde schon gemacht. Im vierten Quartal 2006 wurde das erste Deri-

vat auf den Dix gehandelt. Bis zum Ende des zweiten Quartals 2007 wurden insgesamt 21 Derivatverträge mit einem nominalen Wert von 270 Millionen Euro abgeschlossen. Auf den französischen IPD Index wurden 30 Verträge bis zum Ende des zweiten Quartals 2007 gehandelt, die einen nominalen Wert von sogar einer Milliarde Euro haben. Die Wachstumserwartungen für Derivate auf Immobilienindizes sind hoch. So rechnet Deutsche Bank Research (2007) mit einem nominalen Vertragswert von Derivaten auf den Dix in der Höhe von 25 Milliarden Euro schon im Jahr 2010. Der nominale Wert von Derivaten auf den IPD UK Index soll dann sogar schon 150 Milliarden Euro erreicht haben. Dies sind recht vielversprechende Aussichten.

Derivate auf Immobilienindizes sind aber nicht in allen Fällen einem Direktinvestment vorzuziehen. Denn da die Immobilienindizes den Markt abbilden, ist mit einem Derivat auch keine Outperformance zum Markt erzielbar. Dagegen kann ein guter Immobilienmanager mit geschickten Investments den Markt schlagen und somit sein „Alpha“, seine Outperformance generieren. Auch ist zu beachten, dass die Finanzintermediäre eine gewisse Gebühr verlangen, sodass sich die Performance reduziert und dadurch bei einer langfristigen Investitionsbindung das Direktinvestment niedrigere Transaktionskosten als Derivate verursachen kann. Abhängig vom gewählten Hebel der Derivatekonstruktion kann das Risikoprofil deutlich höher sein als beim Direktinvestment.

Ein Alpha relativ zum internationalen Marktdurchschnitt kann auch durch eine geschickte nationale Marktauswahl erreicht werden, solange deutliche Unterschiede in der Immobilienperformance vorhanden sind. Diese nationale Marktauswahl wird durch Derivate auf Immobilienindizes kostengünstig ermöglicht. Somit impliziert eine große Spannweite der internationalen Immobilienrendite große Wachstumschancen für Immobilienderivate.

Anmerkung

Die IPD Quellen für die verwendeten Daten sind IPD Investment Property Databank (2007) und Frodsham (2007).

Literaturverzeichnis

Deutsche Bank Research (2007). Property Derivatives Marching Across Europe. Juni 2007. Frankfurt. IPD Investment Property Databank (2007). Market Digest Global. IPD Investment Property Databank GmbH. Wiesbaden. Frodsham, Malcolm (2007). IPD Impulse: International Property Returns. Mai 2007. Investment Property Databank Ltd. London.