

Deka Immobilien Monitor

Ertragsperspektiven von Büromärkten: Hochpreisphase in Europa von längerer Dauer

Die Geldpolitik in Europa und den USA ist derzeit unterschiedlich ausgerichtet. Die EZB hat die Zinsen gesenkt und die Fed wird voraussichtlich 2015 die Zinsen wieder anheben. Auch innerhalb Europas sind Unterschiede zu bemerken. Dennoch dürften laut Autor in den europäischen Büroimmobilienmärkten der allgemeine Trend sinkender Spitzenrenditen auch im nächsten Jahr noch anhalten – insbesondere auf der iberischen Halbinsel. Spitzenrenditen sind erst von 2017 an wieder zu erwarten und das zunächst in London und Stockholm. Bei den Marktgesamterträgen sieht die Verteilung anders aus. Da liegt die iberische Halbinsel vorn, gefolgt von Amsterdam und London City sowie Berlin. In den USA wiederum führen Dallas und Chicago das Ranking an. (Red.)

Keine Frage, die Preise für Büroimmobilien an den Topstandorten in Europa und den USA sind hoch. Gemessen an den Anfangsrenditen haben die Top-Bürostandorte auf beiden Seiten des Atlantiks Preise erreicht, die vielerorts im Bereich der Niveaus vor Ausbruch der globalen Finanzkrise von 2008/09 liegen. Vereinzelt liegen die Anfangsrenditen sogar bereits unter den Rekordtiefstständen der Vorkrisenzeit. Getrieben werden die Investmentmärkte nun schon seit einigen Jahren vor allem von sehr niedrigen Zinsen. Doch je länger dieser Zustand anhält, desto stärker stellt sich die Frage, wie lange der Trend Bestand haben wird.

In diesem Umfeld ist der Blick auf die Zentralbanken von besonderer Bedeutung. Denn die Erwartungen bezüglich der zukünftigen Entwicklung der Leitzinsen sind ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die langfristigen Zinsen und damit mittelfristig auch für die Anfangsrenditen von Büroimmobilien. Zwar ist der Zusammenhang zwischen langfristigen Zinsen und den Anfangsrenditen von Gewerbeimmobilien eher lose, da die Entwick-

lung der Anfangsrenditen von weiteren Faktoren abhängt. Dennoch sollten steigende Zinsen letztendlich auch Aufwärtssdruck auf Immobilienrenditen ausüben.

Zentralbanken werden getrennte Wege gehen

Beim Blick auf die Zentralbanken hat sich der Eindruck verfestigt, dass der globale Gleichklang der Geldpolitik zur Krisenbewältigung zu Ende geht. Die Europäische Zentralbank (EZB) und die US-Notenbank (Fed) dürften für die nächste Zeit getrennte Wege gehen. Diesseits des Atlantiks hat die EZB auf ihrer Sitzung im Juni ein expansives Maßnahmenbündel mit Zinssenkungen beschlossen, mit einer ersten Leitzinserhöhung ist nun wohl erst im Herbst 2017 zu rechnen. Dagegen wird die Fed ihre Staatsanleihekäufe noch in diesem Jahr auf null zurück fahren und voraussichtlich Mitte 2015 mit Zinserhöhungen beginnen.

Doch nicht nur zwischen dem Euroraum und den USA sollte der Gleichlauf in der Geldpolitik bald erst einmal beendet sein, auch innerhalb Europas dürften die Unterschiede größer werden. So hat die britische Wirtschaft seit Anfang 2013 einen deutlich steileren Erholungspfad als diejenige des Euroraums eingeschlagen. Dabei bewegt sich die Inflationsrate nahe des geldpolitischen Zielwerts von zwei Prozent. Nach Aussagen der Bank of England könnte die hohe Wachstumsdynamik die noch bestehende wirtschaftliche Unterauslastung damit schneller als bisher erwartet abbauen. Die erste Leitzinserhöhung dürfte somit in nicht „allzu ferner“ Zukunft folgen, aus unserer Sicht im

ersten Quartal 2015 – und damit rund zweieinhalb Jahre vor der EZB. Auch die schwedische Zentralbank, die noch Anfang Juli mit einer Leitzinssenkung auf die sehr niedrigen Inflationsraten reagierte, dürfte gegen Ende 2015 ihren Leitzins wieder anheben.

Spitzenrenditen unter Druck

An den europäischen Büroimmobilienmärkten dürften angesichts der weiterhin sehr niedrigen Niveaus langfristiger Zinsen, verbesserter Finanzierungskondition und einer ungebrochen hohen Investorenachfrage der Trend sinkender Spitzenrenditen auch im nächsten Jahr noch anhalten. Stärkere Renditerückgänge erwarten wir vor allem für die Büromärkte der iberischen Halbinsel. Leichte Renditeanstiege im Umfeld steigender Zinsen sollten erst ab 2016 zu erwarten sein.

Als Vorläufer dürften sich angesichts der erwarteten Entwicklungen bei den Zinsen London und Stockholm erweisen. Für die Spitzenrenditen im Euroraum ist erst ab 2017 mit Anstiegen zu rechnen. Bis dahin sollte die erwartete wirtschaftliche Erholung zu einem – wenn auch nur verhaltenen – Aufschwung an den Mietmärkten führen, der im Laufe der Zeit an Breite gewinnen dürfte. Allerdings sollte dies aus heutiger Sicht den Effekt steigender Anfangsrenditen nicht komplett kompensieren, sodass 2017 und 2018 leichte Kapitalwertrückgänge zu erwarten sind. Für die Erträge idealtypischer Investitionen auf Marktebene, basierend auf den Prognosen der Spitzenmieten und -renditen, bedeutet dies, dass die Gesamterträge aller 25 berücksichtigten europäischen Büromärkte im Mittel von sieben Prozent in 2014 auf etwa 1,5 Prozent in 2017 und 2018 sinken. Es käme aber zu keinem Abrutschen des flächengewichteten Mittelwerts in die Verlustzone.

Für die analysierten sieben deutschen Standorte erwarten wir 2014/2015 mit durchschnittlichen Erträgen von knapp acht Prozent beziehungsweise gut sechs Prozent das fünfte und sechste Boomjahr. Erst ab 2017 dürften sinkende Kapital-

Der Autor



Gunnar Meyke

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

werte die Erträge an den Big-7-Standorten auf null zusammenschmelzen lassen. Vereinzelt sind auch leichte Verluste möglich. Einen Vorgeschmack auf die Entwicklung an den wichtigsten deutschen Büromärkten könnten die Standorte London West End und Stockholm geben, die derzeit zu den teuersten Märkten des Kontinents gehören. Hier dürften die erwarteten früheren Renditeanstiege die Ertragsrechnung zeitlich eher belasten, sodass bereits ab 2016 zumindest leichte Verluste möglich sind. Für die Londoner City stellt sich die Ertragsrechnung in erster Linie aufgrund der aktuell höheren Spitzenrendite ab 2016 etwas positiver dar.

Höchste Erträge auf der iberischen Halbinsel

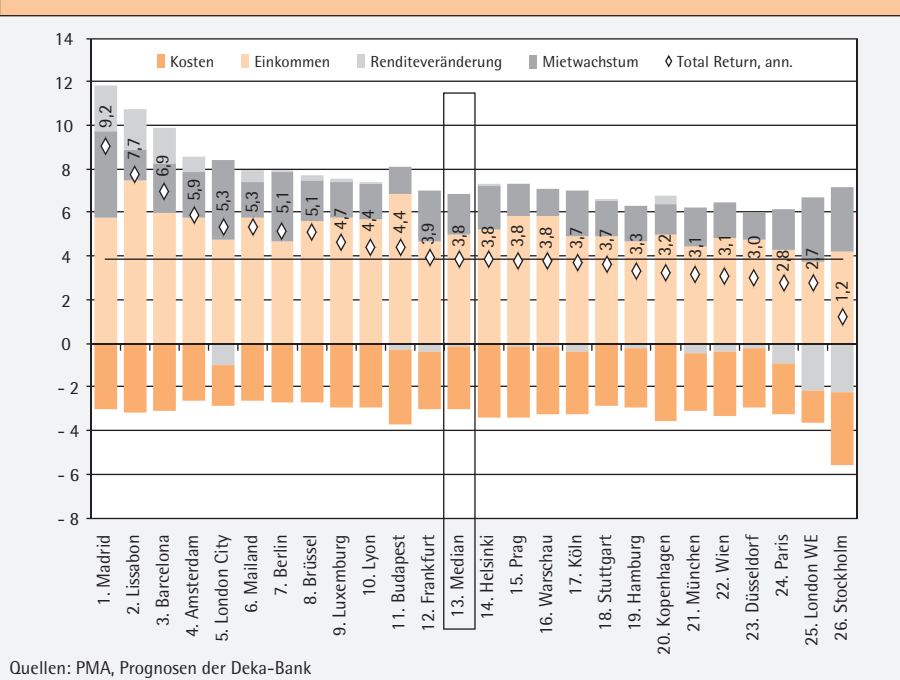
Für die wichtigsten südeuropäischen Märkte scheint die Trendwende hin zu positiven Erträgen eingeläutet worden zu sein. Für den kompletten Prognosezeitraum bis einschließlich 2018 liegen mit Madrid, Lissabon und Barcelona drei Standorte der iberischen Halbinsel mit prognostizierten Marktgesamterträgen zwischen knapp sieben Prozent und gut neun Prozent pro Jahr in der europäischen Rangliste ganz vorn. Dabei dürften sich jeweils im laufenden Jahr die höchsten Erträge ergeben, die sich zum Teil bereits durch die Rückgänge der Spitzenrenditen im ersten Quartal „realisiert“ haben. Daneben weisen Amsterdam und London City ebenfalls gute Ertragsperspektiven auf.

Für die deutschen Standorte ergeben sich anhand unserer Prognosen Erträge zwischen drei und gut fünf Prozent, wobei Berlin die besten Ertragsperspektiven zugebilligt werden. Dagegen befinden sich mit Düsseldorf und München die Märkte am unteren Ende der Liste, die – neben Stuttgart – in den vergangenen drei Jahren das stärkste Mietwachstum unter den Big-7-Standorten verzeichnet haben. Noch geringere Gesamterträge ergeben sich bis 2018 laut unseren Prognosen für Paris, London West End und Stockholm. Dies sind die drei Standorte mit den gegenwärtig niedrigsten Anfangsrenditen. Im Mittel über alle 25 Märkte ergibt sich ein Gesamtertrag von 3,8 Prozent pro Jahr (Medianwert).

US-Büromärkte voraussichtlich früher unter Preisdruck

An den US-Büromärkten dürfte das Umfeld höherer Zinsen bereits im nächsten

Europa: Prognostizierte Marktgesamterträge 2014 bis 2018 pro Jahr (in Prozent)



USA: Prognostizierte Marktgesamterträge 2014 bis 2018 pro Jahr (in Prozent)



Jahr zu steigenden Cap Rates führen. Allerdings erwarten wir keinen sprunghaften Anstieg der Cap Rates, sondern vielmehr einen schleichenden Prozess mit einem durchschnittlichen Anstieg von zehn bis 20 Basispunkten pro Jahr. Für die auf Basis von Spitzen-Cap-Rates und Durchschnittsmieten im Class A-Segment berechneten Gesamterträge bedeutet dies eine kontinuierliche Belastung.

Positive Impulse sind dagegen von der Entwicklung am Arbeitsmarkt zu erwarten, die sich in einer steigenden Flä-

chennachfrage und schließlich in relativ kräftigen Mietanstiegen manifestieren sollte. Auf Fünfjahressicht dürfte es gemäß unseren Prognosen im Mittel über die elf untersuchten Büromärkte jedoch nur für Gesamterträge von 0,6 Prozent pro Jahr reichen (Medianwert). Mit Dallas und Chicago weisen die beiden Märkte die besten Ertragsperspektiven auf, welche die höchsten Cap Rates und vergleichsweise gute Prognosen für die Entwicklung der Mieten aufweisen. Am unteren Ende der Liste rangiert Washington D.C. mit prognostizierten Verlusten von 1,5 Prozent pro Jahr.