Kapitalanlage

Immobilienwirtschaft im Spannungsfeld der Niedrigzinsphase

Die Niedrigzinsphase begünstigte in den vergangenen Jahren besonders Immobilieninvestitionen speziell auch in Deutschland. Doch auch die negativen Effekte der Niedrigzinspolitik sollte man nicht aus den Augen verlieren, die im Zeitverlauf an Bedeutung gewinnen. Die Gefahr von Preisüberhitzungen aus dem Nachfrageüberhang sowie der Erweiterung des spekulativen Angebots beziehungsweise Fehlallokationen nimmt zu, was bei Immobilienanlagen einen verstärkten Fokus auf die Fundamentaldaten des Investments notwendig macht. Da das Zinsänderungsrisiko eines der wesentlichsten Risiken für Investoren gerade mit hohem Fremdkapitalanteil darstellt, ist es ratsam, diese Risiken zu reduzieren. Im aktuellen Umfeld bieten Kreditgeber neben langfristigen Fixzinsen auch mögliche Zinssicherungsinstrumente in Abhängigkeit der individuellen Einschätzung der Zinsentwicklung, des Risikoverhaltens und der präferierten Finanzierungslaufzeiten des Kreditnehmers, um die Marktteilnehmer der Immobilienwirtschaft für eine mögliche Zinswende rüsten zu können. Red.

Die Leitzinsen als Treiber der Zinsentwicklung, welche eng mit der korrespondierenden Inflationsrate und deren Veränderung verwoben sind, wurden von den Zentralbanken – bedingt durch die anhaltend niedrige Inflation und schwache Wirtschaftsentwicklung in den führenden Industrienationen – in den letzten Jahren kontinuierlich gesenkt. Im Ergebnis verdeutlicht eine sukzessive sinkende Zinsstrukturkurve diese Entwicklung (vergleiche Abbildung 1), welche sich letztlich nicht nur auf das kurzfristige, sondern auch in Bezug auf das langfristige Zinsniveau deutlich zeigt.

Die Autoren

Prof. Dr. Sven Bienert

MRICS REV, Geschäftsführer IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft, Universität Regensburg, Regensburg, Leiter Kommission Immobilien DVFA, Frankfurt am Main

Dr. Thomas Wiegelmann

FRICS, Managing Director, BLUE Asset Management GmbH, München, Hon. Adj. Prof. an der Bond University (Australien)

Ende Mai 2015 notierte in den USA, der Eurozone und Japan das allgemeine Zinsniveau weiterhin nahe den historischen Tiefständen. Die Europäische Zentralbank (EZB) belässt in einem schwachen konjunkturellen Umfeld ihren Leitzins mit 0,05 Prozent weiterhin auf dem Allzeittief – der Zinssatz der sogenannten Einlagefazilität (- 0,2 Prozent) und im Gefolge auch der 3-Monats-Euribor (- 0,013 Prozent) weisen weiterhin Negativzinssätze auf.

Zinsumfeld deutet Trendwende an

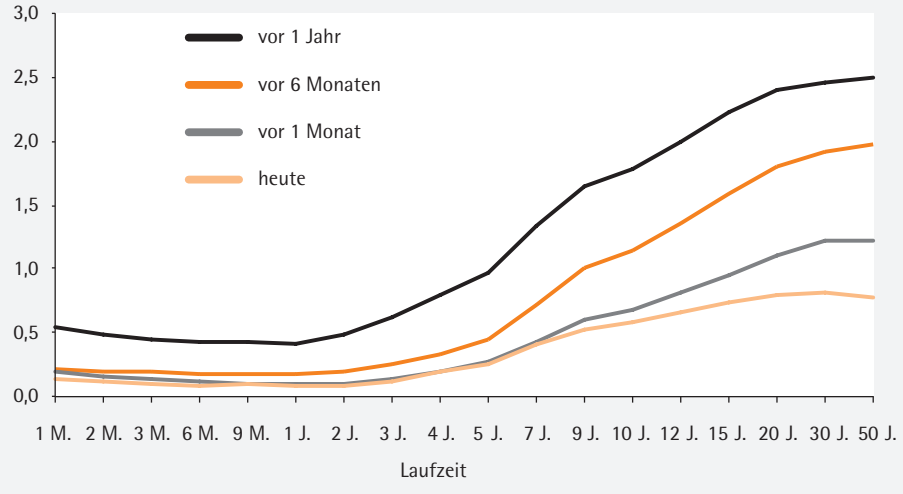
In den kommenden 12 Monaten wird die Zinsentwicklung in einigen Ländern womöglich eine andere Richtung einschlagen. Hintergrund ist, unter anderem laut dem Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands und dem Sachverständigenrat, die zunehmend auseinanderdriftende konjunkturelle Entwicklung in den USA und dem Vereinigten Königreich auf der einen sowie Japan und der Eurozone auf der anderen Seite. Folglich wird eine Trendwende in Bezug auf die gegenwärtige Niedrigzinsphase zunächst für die USA erwartet, wobei es auch hier regelmäßig wieder Diskussionsbeiträge gibt, die mit Verweis auf widersprüchliche Wirtschaftsdaten andere Erwartungen schüren. Für Europa als Ganzes existieren gegenwärtig hingegen kaum realwirtschaftliche Indikatoren, die darauf hinweisen, dass es sich bei der Niedrigzinsphase um ein eher kurzfristiges Phänomen handelt. Eine mögliche konjunkturelle Erholung induzieren allenfalls die sinkenden Rohstoffpreise oder der schwächere Euro-Außenwert – die zuletzt leicht anziehende Teuerungsrate ist hingegen mit 0,3 Prozent noch weit vom Inflationsziel in Höhe von 2 Prozent entfernt und beflügelt kaum steigende Zinsen.

Für die Immobilienwirtschaft wesentlich sind insbesondere die Zinsbewegungen am „langen Ende". Das langfristige Zinsniveau war seit Jahresbeginn ebenfalls durch massive Interventionen der EZB geprägt. Im Rahmen des sogenannten „Quantitative Easing" beschloss die EZB bereits Ende Januar 2015 den Ankauf von Staatsanleihen ab März 2015. Dies hatte bereits vor dem eigentlichen Beginn der Ankäufe signifikant fallende Renditen von Staatsanleihen zur Folge. Seit März 2015 erfolgten nunmehr Ankäufe von Staatsanleihen im Volumen von bisher 147 Milliarden Euro (per Ende Mai). Monatlich sollen weitere 60 Milliarden Euro folgen, bis im September 2016 die Summe von 1,14 Billionen Euro erreicht ist. Der Druck auf die Renditen war zunächst groß und führte Mitte April zum historischen Tiefstand zehnjähriger Bundesanleihen mit entsprechenden Auswirkungen auf das Baugeld. Seitdem sind die Konditionen für zehnjährige Zinsfestschreibungen bereits wieder um bis zu 70 Basispunkte gestiegen. Hintergrund dieser Korrektur sind vorangegangene Übertreibungen.

Investmentmärkte auf Rekordjagd

Entgegen der konjunkturellen Entwicklung in Europa allgemein lässt sich eine sehr positive Entwicklung der Immobilienwirtschaft beobachten. In Folge nega-

Abbildung 1: Entwicklung der Zinsstrukturkurve über die vergangenen 12 Monate in Europa (Angaben in Prozent)



Quelle: Bloomberg, Dekabank, Euribor Betrachtungszeitraum 31. März 2014 bis 31. März 2015

tiver Nominalverzinsungen der Staatsanleihen bonitätsstarker Länder, volatiler Aktienmärkte sowie teilweise überhitzter Anleihemärkte, die lediglich eine vergleichsweise geringe Verzinsung in Aussicht stellen, ist das Interesse und der Anlagebedarf in Bezug auf Immobilieninvestitionen gegenwärtig ungebrochen. Insbesondere die weltweite Nachfrage durch Staats- und Pensionsfonds, beispielsweise aus Nordeuropa, dem Mittleren Osten, den USA sowie dem pazifisch-asiatischen Raum ist weiterhin hoch. Die Immobilienwirtschaft lockt mit einer 2014 notierten Kapitalwertsteigerung (für Core-Immobilien aus 25 Märkten weltweit) von jährlich rund 8 bis 9 Prozent. Für 2015 wird eine abermalige Zuwachsrate von circa 4 bis 5 Prozent prognostiziert (laut JLL Research 2015).

Entsprechend der internationalen Entwicklung startete auch der deutsche Immobilieninvestmentmarkt aufgrund der gestiegenen Nachfrage internationaler Investoren und dem attraktiven Finanzierungsumfeld mit deutlichem Rückenwind in das Jahr 2015. Die gestiegene Nachfrage wird dabei zunehmend auch wieder von außereuropäischen Investoren aufgrund des für diese Anlegergruppe attraktiven Eurokurses beflügelt. In der Folge nahm der Anteil der Cross-Border-Immobilieninvestments (hier genauer der Kapitalquellen von außerhalb Europas) auch hierzulande von circa 14 Prozent im Jahr 2010 auf gegenwärtig deutlich über 30 Prozent signifikant zu.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die im historischen Vergleich weiterhin niedrigen Zinsen, ein für viele ausländische Investoren attraktiver Eurokurs und der Mangel an (gut verzinsten) Anlagealternativen sowie die auch dadurch bedingte Erhöhung von Immobilienquoten ebenso wie neue (internationale) Investorengruppen einen weiteren Anstieg des Investitionsvolumens und damit eine gute Immobilienkonjunktur für das Gesamtjahr 2015 erwarten lassen. Fraglich ist, wie bei jedem Immobilienzyklus, wann der Peak erreicht sein wird.

Signale für mögliche Überhitzungen nehmen zu

Befürchtungen einer wiederholten Überhitzung und einer daraus resultierenden Verwerfung wie 2007/2008 werden von einigen Experten regelmäßig mit Verweis auf die nunmehr erhöhte Gründlichkeit in den Ankaufs- und Finanzierungsprozessen sowie die realistischeren Erwartungen seitens der Investoren an zukünftige Einkommensströme als „begrenzt" eingestuft. Bei einem Vergleich mit der letzten Krise mag diese isolierte Aussage – zumindest in Grenzen – zutreffen; sie zeichnet jedoch bei einer gesamthaften Betrachtung ein nur unzureichendes Bild der gegenwärtigen Situation.

Aktuell muss zunächst festgestellt werden, dass aufgrund des hohen Wettbewerbs um gute Produkte so mancher Businessplan im Rahmen von Ankäufen durchaus wieder als ambitioniert beziehungsweise in Teilen „aggressiv" eingestuft werden kann. Der Due-Diligence-Prozess mag in der Summe gründlicher sein, aber die bewusst oder unbewusst eingegangenen Risiken akzentuieren sich selektiv zunehmend respektive die Risikofreude nimmt selektiv zu.

Spekulative Ausweitung des Angebotes

Selbiges kann für den Wettbewerb am Bankenmarkt beobachtet werden. Auch hier sind dank Basel III und den Erfahrungen der letzten Krise die Anforderungen an LTVs, DSCR und andere Covenants sowie die Amortisationsvorgaben gestiegen, dennoch nimmt auch hier die Risikobereitschaft im positiven Immobilienumfeld langsam wieder zu.

Fakt ist, dass Miet- und Investmentmärkte zunehmend auseinanderdriften. Damit steigen die Marktrisiken aufgrund von „ungesunden" Fundamentaldaten des jeweiligen Investments, dies in den unterschiedlichen Teilmärkten und/oder Immobiliensegmenten differenziert. Insgesamt lässt sich derzeit ein Nachfrageüberschuss im Investmentmarkt beobachten, der auf verzögerte Anpassungseffekte auf dem Immobilienmarkt im Vergleich zu anderen Sektoren des Kapitalmarktes zurückzuführen ist. Aufgrund der gestiegenen Preise nahm auch in den letzten zwei Jahren die Projektentwicklungstätigkeit wieder deutlich zu. Diese Projekte kommen nun sukzessive in die Vermietung beziehungsweise den Verkauf. Diese teilweise bereits wieder spekulative Ausweitung des Angebotes mag dabei perspektivisch dämpfend auf das Preisniveau wirken.

Auch ist das geopolitische Umfeld mit höheren Risiken behaftet als im Krisenjahr 2008. Last, but not least hätte ein massiver weiterer Anstieg der langfristigen Zinsen klar negative Auswirkungen auf die gesamte Immobilienkonjunktur – einen Vorgeschmack liefern gegenwärtig die deutschen und europäischen Immobilienaktien, diese profitierten von den niedrigen Zinsen überproportional und reagieren nunmehr diametral entgegengesetzt. So ist der europäische Immobiliensektor momentan der Schwächste aller 19 Sub-Indizes des Stoxx Europe 600.

Die erhöhten Nachfrageeffekte, die bisher zu einem kontinuierlichen Anstieg des Preisniveaus beigetragen haben, senken somit die Aussicht einer attraktiven Gesamtkapitalverzinsung für künftige direkte Immobilieninvestitionen sukzessive. Folglich steigt die Konkurrenz mit anderen Anlageklassen merklich. Sind neue Immobilieninvestments also bereits nicht mehr attraktiv? – Ein einfaches

Rechenbeispiel kann dies leicht widerlegen. Es bietet sich daher an beziehungsweise ist geboten, das Rendite-Risiko-Verhältnis immer auch in Relation zum breiteren Anlageuniversum zu beurteilen. Anders ausgedrückt: Eine Handelsimmobilie mit einer Brutto-Anfangsrendite von beispielsweise 6,5 Prozent in einer nachhaltig attraktiven Lage und mit einem zukunftsfähigen Nutzungskonzept, die mit einem LTV von 70 Prozent und 3,5 Prozent finanziert werden kann, ist gegebenenfalls trotz vorhandener (und managebarer) Risiken in Bezug auf auslaufende Mietvereinbarungen relativ gesehen attraktiver als eine Anleihe mit Null- oder teilweise negativer Verzinsung.

Insgesamt kann festgestellt werden: Die negativen Effekte der Niedrigzinspolitik gewinnen im Zeitverlauf an Bedeutung und die Gefahr von Fehlallokationen beziehungsweise Preisüberhitzungen nimmt zu. Damit wird bei Immobilienanlagen ein verstärkter Fokus auf die Fundamentaldaten des Investments notwendig und konsequentes Risikomanagement der Zinsänderungsrisiken – aber auch anderer Gefahrenpotenziale – gewinnt an Bedeutung.

Immobilie als „sicherer Hafen"?

Dennoch sprechen viele Aspekte für den deutschen Immobilienmarkt als relativ „sicheren Hafen". Zunächst sind die gute deutsche konjunkturelle Lage und die im internationalen Vergleich geringere Volatilität in vielen Teilmärkten als deutlich positiv einzustufen. Zudem sind gerade die marktunabhängigen Immobilieneigenschaften bei Inflation und Deflation in Relation zu anderen Anlageformen für Investoren interessant. So wird der Immobilienanlage gemeinhin ein geringeres Inflationsrisiko in Bezug auf erwartete und auch unerwartete Inflationsgefahren attestiert.

In einem deflationären Umfeld schneiden Immobilienanlagen bei empirischen Studien zwar bei einer vergleichenden Gegenüberstellung weniger attraktiv ab als beispielsweise Geldvermögen. Zumindest ist jedoch eine konstante Realverzinsung bei sinkenden nominellen Preisen beziehungsweise nominellen Verlusten mit Immobilien möglich, das heißt reale Vermögensverluste werden vermieden.

Interessant sind immer vergleichende Gegenüberstellungen mit anderen Anlageklassen. Im Folgenden soll dies exemplarisch für den Geldmarkt erfolgen. Aus der Retrospektive lässt sich die Frage beantworten, inwieweit die Direktinvestitionen in deutsche Immobilien in der Lage waren, bestimmte Renditeanforderungen zu erfüllen und ob dabei eine relative Vorteilhaftigkeit bei Immobilienrenditen gegenüber konkurrierenden Anlageklassen, hier also exemplarisch dem Geldmarkt, erzielt werden konnte.

Direktanlage versus Geldmarkt

Die zum Vergleich erforderliche Performancemessung von Immobilieninvestments in direkte Immobilienanlagen lässt sich aufgrund fehlender laufender Preisbildungen nur durch Rückgriff auf spezialisierte Indexanbieter durchführen. Die Investment Property Databank (kurz: IPD beziehungsweise nunmehr MSCI) bietet hierfür eine Performancedatenbank, die durch die Aggregation von laufender Rendite und Wertänderungsrendite den sogenannten Total Return der Immobilien als Kerngröße abbildet (Deutscher Immobilien Index, DIX). Wichtig bei der Renditebewertung von Immobilienanlagen institutioneller Investoren ist besonders die mittel- bis langfristige Perspektive, da der Anlageerfolg in längeren Zeiträumen entscheidend für die umfassende Beurteilung der Assetklasse ist.

Institutionelle Investoren fordern oft eine gewisse Zielrendite, um beispielsweise ihren eigenen Zahlungsverpflichtungen langfristig nachkommen zu können. Diese könnte zum Beispiel 4 Prozent pro Jahr betragen. Bei einer Betrachtung der Direktanlagen gemäß DIX im Zeitraum 1989 bis 2014 zeigen sich in diesem Kontext folgende Ergebnisse: Zunächst war die Gesamtperformance bei beliebigen Kombinationen der (jeweils einmaligen) An- und Verkaufszeitpunkte in diesem Zeitraum nie negativ – in Zeiten der Negativzinsen eine wichtige Erkenntnis. Hervorzuheben ist aber auch die schwache Performance von Investments, die nach dem Jahr 2000 realisiert wurden und auch bei langer Haltedauer nicht die hier definierte Mindestrendite erzielen konnten. Erst seit dem Jahr 2009 führten Ankäufe – eine Performance analog zum Gesamtmarkt unterstellt – zum Erwirtschaften der vorgenannten Mindestrendite. Gemäß der Auswertung waren bei Investments während einer vorteilhafteren Marktphase bis zu 8 Prozent pro Jahr als Total Return erzielbar.

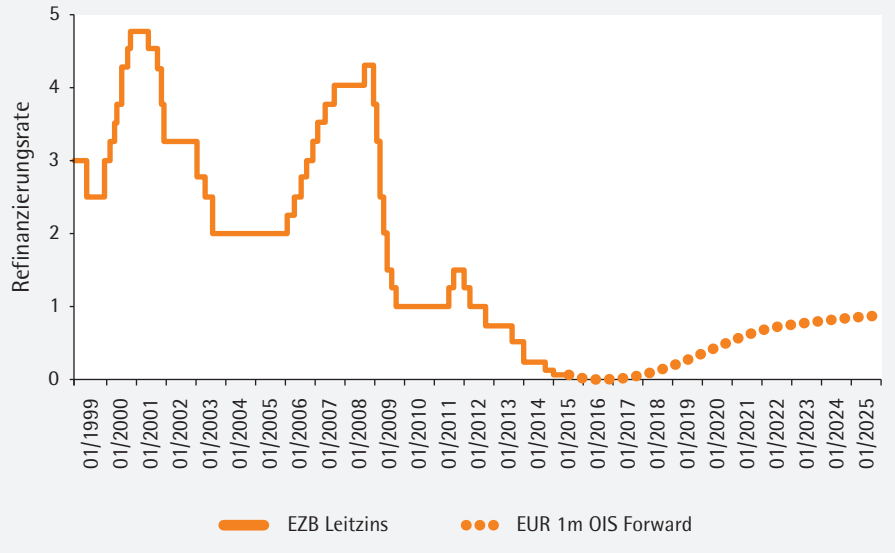
Stellt man nun diese Ergebnisse den im selben Zeitraum am Geldmarkt realisierbaren Renditen gegenüber und definiert als klare Outperformance eine Grenze von mindestens 2 Prozent pro Jahr, so zeigt sich folgendes Bild: Die Auswertung belegt die Vermutung, dass Immobilieninvestments in den letzten Jahren sehr an relativer Attraktivität zum Geldmarkt gewonnen haben. Direkt gehaltene Immobilien, die seit 2004 gekauft wurden und Ende 2013 im Bestand des Investors waren, hatten in den allermeisten Fällen eine relativ bessere Performance. Eine vergleichbare Outperformance war nur sehr vereinzelt im Zeitraum 1989 bis 2003 der Fall. Dieser relative Performancevorsprung im Vergleich zum Geldmarkt wurde somit gerade durch das Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre begünstigt. Unweigerlich rückt dadurch die Fragestellung der zukünftigen Zinsentwicklung und entsprechenden Zinsprognosen in den Vordergrund.

Zinssicherungsinstrumente und Risikomanagement

Bisher gelang es der EZB, die wirtschaftliche Lage im Euroraum mit umfangreichen geldpolitischen quantitativen Lockerungsmaßnahmen zu stabilisieren. Entsprechend der beschriebenen konjunkturellen Aussichten ist für 2015 eine Fortsetzung der derzeitigen Geldpolitik in der Eurozone zu erwarten. Folglich dürften sich der Leitzins und die damit verbundenen Finanzierungsbedingungen nur wenig ändern (vergleiche Abbildung 2). Dennoch ist ein weiterer Aufwärtstrend der (langfristigen) Kapitalmarktrenditen möglich, mit entsprechenden Auswirkungen auf die langfristigen Zinsfestschreibungen für Baugeld.

„Zinswende – wann und wie?" ist auch die zentrale Frage, mit welcher sich Kreditnehmer bei der Wahl der Zinssicherungsinstrumente und der damit verbundenen Einschätzung der künftigen Zinsentwicklung konfrontiert sehen. Rückblickend hat sich im Vergleich die variable Verzinsung seit 1967 in der Mehrzahl der Fälle als günstiger erwiesen als die feste Verzinsung (vergleiche Abbildung 3). Einschränkend muss hier – um vorschnellen Rückschlüssen den Wind aus den Segeln zu nehmen – angemerkt werden, dass die gegenwärtige Situation in der rückblickenden Betrachtung einmalig ist und somit historische Analogien gegebenenfalls nur bedingt Hilfestellung für die künftige Ausrichtung bieten können. Anders ausgedrückt: In einem historischen niedrigen Zinsumfeld spricht viel dafür, sich diese Zinskonditionen möglichst langfristig zu sichern.

Abbildung 2: Dauer der Nullzinspolitik der EZB (Angaben in Prozent)



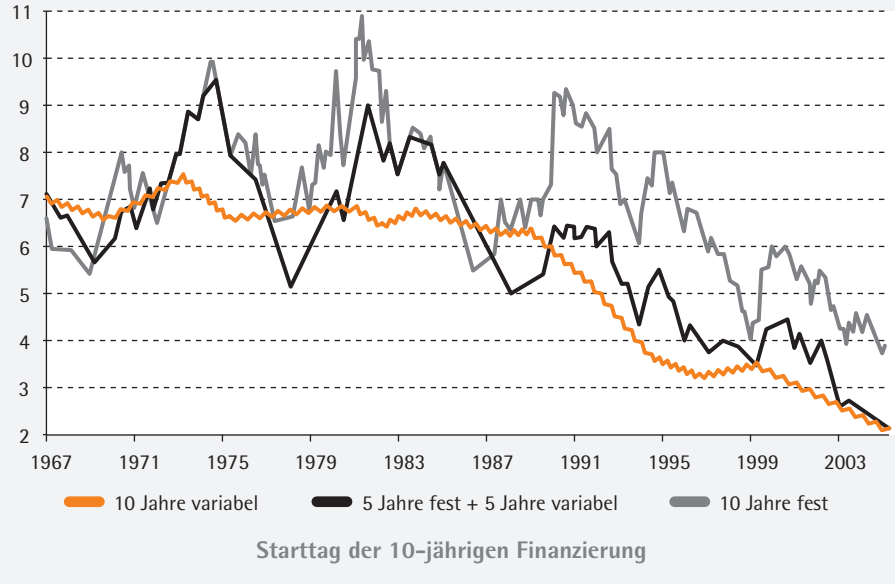
Quelle: Darstellung bereitgestellt von KPMG AG/Datenquelle: Bloomberg, Dekabank

Entgegen der vorangegangen Jahrzehnte befindet sich das Zinsniveau in einem gegenwärtigen Umfeld, in welchem nur noch – wie oben ausführlich dargelegt – begrenzt sinkende Zinsen erwartet werden können.

Managementstrategien

In diesem Umfeld entscheiden sich Marktteilnehmer zunehmend für den Abschluss mit längeren Festschreibungen der Zinskonditionen. Neben einem langfristigen Fixzins bieten die Kreditgeber heutzutage hierzu eine breite Auswahl an möglichen Zinssicherungsinstrumenten in Abhängigkeit der individuellen Einschätzung der Zinsentwicklung, der eigenen Risikoaversion beziehungsweise -affinität und der präferierenden Finanzierungslaufzeiten. Hierzu zählen Caps (optionale Zinssicherung), Payer Swaptions (optionale Festsatzsicherung), Payer Swaps (Festsatzsicherung) und Futurs beziehungsweise Options, also sogenannte Forward-Deals. Wie in jedem Zinsumfeld muss sich das Management jedoch jeweils unternehmensspezifisch strategisch geschickt positionieren, um den Zinsänderungsrisiken entsprechend begegnen zu können.

Abbildung 3: Finanzierungskosten im Backtest seit 1967 (Angaben in Prozent)



Quelle: Bereitgestellt von Unicredit Bank AG/Datenquelle ICAP, Betrachtungszeitraum 14. Oktober 2013 bis 14. Oktober 2014

Aspekte wie die Frage nach dem optionalen Zeitpunkt für den effektiven Erwerb von Sicherungsinstrumenten (Stichwort: kritischer Marktzinssatz) oder aber die Notwendigkeit, die Flexibilität der Handelbarkeit des Portfolios nicht durch zu viele Fixzinsgeschäfte zu stark einzuschränken, sind nur einige der Stichworte, die in diesem Kontext bedacht werden müssen.

Ausgehend von der Risikoeinstellung und Erwartungshaltung des Managements in Bezug auf die zukünftige Zinsentwicklung werden Strategien aus Zinssicherungsinstrumenten und weiterführenden risikomindernden Instrumentarien entwickelt und umgesetzt, die die Marktteilnehmer der Immobilienwirtschaft für eine mögliche Zinswende „rüsten" können. Um den vorherrschenden Unsicherheiten und drohenden Risiken gewappnet begegnen zu können, werden folglich unterschiedliche Maßnahmen zur Risikoreduktion getroffen, wie exemplarisch:

- Verringerung der Fremdfinanzierungsquote (LTV/LTC)
- Diversifikation der Zinsbindungsfristen im Portfolio
- Steuerung der Hedgingquote in Abhängigkeit des Chancen-Risiko-Profils
- Diversifikation der Finanzierungsinstrumente
- Nach Möglichkeit längere Festschreibung der Zinskondition
- Konservative Annahmen für die Anschlussfinanzierung
- Zinsänderungsrisiko und Einfluss auf die Covenants in Stresstests und Szenariorechnungen analysieren

Nachdem das Zinsänderungsrisiko eines der wesentlichen Risiken für Immobilienunternehmen und Investoren mit hohem Fremdkapitalanteil darstellt, ist die Immobilienwirtschaft trotz einer verhaltenen Zinsänderungsprognose gut beraten, durch geeignete Vorsichtsmaßnahmen und Stresstests diese Risiken sinnvoll zu steuern beziehungsweise proaktiv zu reduzieren.

Der Beitrag greift in Teilen auf die Ausarbeitung „Niedrigzinsumfeld und die Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft" zurück, die von der DVFA Kommission Immobilien in Zusammenarbeit mit der IRE|BS International Real Estate Business School an der Universität Regensburg erarbeitet wurde.