

MIPIM Special

Mit globalen Investmentstrategien aus dem Renditetal

Ein Ende des gegenwärtigen Zyklusses sei aufgrund der niedrigen Zinsen noch nicht eindeutig abzusehen – mittelfristig könne mit weiteren Kapitalzuflüssen gerechnet werden. Davon sind unsere Autoren überzeugt. Investoren würden in der Regel aber Zinserhöhungen einpreisen. Danach wird im vorliegenden Beitrag die Situation auf mehreren internationalen Märkten vorgestellt. In einem Ausblick wird darauf verwiesen, dass in den kommenden Jahren mit einer stetigen Abnahme der Korrelation zwischen Asien, den USA und Europa zu rechnen sei. Hauptgrund: unterschiedliche Zinsbewegungen. Investoren würden ihre Investmentstrategie folglich in den kommenden Jahren weltumspannender ausrichten.

Red.

Wir befinden uns mittlerweile im achten Jahr des Investmentzyklusses – und die jüngere Vergangenheit hat gezeigt, dass Superzyklen über zehn Jahre und länger bisher nur isoliert auf Länderebene aufgetreten sind.¹⁾ Aufgrund des steigenden Drucks auf die Anfangsrenditen in nahezu allen europäischen Märkten fällt es einer wachsenden Anzahl von Anlegern mittlerweile schwer, die Preise, insbesondere im historischen Kontext, als nachhaltig zu bewerten.

Nicht zuletzt sprechen regelmäßige Zyklen für ein effizientes Marktumfeld. Eine Analyse der immobilienwirtschaftlichen Frühindikatoren zeigt jedoch, dass zu-

mindest mittelfristig mit weiteren Kapitalzuflüssen gerechnet werden kann. Ein Ende des gegenwärtigen Zyklusses ist also aufgrund der künstlich niedrigen Zinsen immer noch nicht eindeutig abzusehen. Für Investoren ist es jedoch von zentraler Bedeutung, den aktuellen Zeitpunkt im fortschreitenden Immobilienzyklus richtig einzuschätzen.

2016 wuchsen nur wenige Volkswirtschaften oberhalb ihrer langjährigen Trendrate, dennoch werden die Immobilienmärkte mehrheitlich positiv beeinflusst. Die europaweit robuste Mieternachfrage trifft auf eine eingeschränkte Verfügbarkeit von modernen, hochwertigen Flächen. Da der Neubau darauf noch nicht in ausreichendem Maße reagiert, ist kurz- bis mittelfristig von weiter sinkenden Leerständen auszugehen. Viele Bestandshalter profitieren zudem bereits seit gut zwei Jahren von steigenden Mieteinnahmen durch Leerstandabbau und dürften auch für die kommenden Jahre mit einem moderaten, aber stabilen Wachstum der Marktmieten rechnen. Erst wenn die Konjunktur anzieht, sollte auch der Neubau an Dynamik gewinnen.

Hohe Zinsspreads – Risiko oder Chance?

Durch die anfängliche Zurückhaltung der Banken in den Jahren nach der Finanzkrise konnten Versicherungen, Pensionskassen und vor allem auch Fonds in der Immobilienfinanzierung Marktanteile gewinnen. Der Wettbewerb ist trotz der stetig fallenden Margen sehr hoch. Mittlerweile holen sich Banken Marktanteile zurück, indem sie die Senior Tranche auf bis zu 75 Prozent erweitern und somit das Geschäftsmodell vieler Mezzanine-Fonds unter Druck setzen.

Die Differenz zwischen Renditen auf Core-Immobilien und Anleihen ist historisch immer noch sehr hoch. Sie betrug im Dezember 2016 im Durchschnitt etwa 350 Basispunkte gegenüber Staatsanleihen und rund 300 Basispunkte gegenüber Unternehmensanleihen (BBB). Bleiben also die Zinsen weiterhin sehr tief, dürfte die Renditekompression noch nicht abgeschlossen sein.

Investoren preisen in der Regel mittelfristig Zinserhöhungen ein. Im Zuge der Zinsanstiege nach der US-Wahl sowie der FED-Leitzinserhöhung im Dezember 2016 haben viele Investoren ihre Renditeanforderungen für Core-Immobilien deutlich angepasst. Nominale Zielrenditen zwischen drei und fünf Prozent pro Jahr, bei Inflationsraten von etwa 0,5 Prozent, entsprechen nahezu den nominalen Renditeanforderungen zwischen fünf und sieben Prozent pro Jahr, welche in einem normal-inflationären Umfeld lange als Richtwert galten. Ein nachhaltiger Anstieg der Teuerungsrate würde aber wohl auch diese deutlich tieferen Zielrenditen unter Druck setzen.

Auf langfristige Trends an Mietermärkten setzen

Investoren sollten sich zukünftig möglichst stark gegenüber einem sich potenziell veränderten Inflations- und Zinsumfeld absichern. Dies dürfte am besten gelingen, indem langfristige Wachstumssegmente übergewichtet werden. Dabei handelt es sich um Standorte und Nutzungsarten, in denen Bestandshalter bei einer steigenden Inflation von Mietindexierungen profitieren.

Vor allem die Nachfrage nach urbanen und innenstadtnahen, jedoch außerhalb der klassischen Central Business Districts (CBD) gelegenen Bürogebäuden dürfte weiter zunehmen. Aufstrebende Stadtteillagen wie London Kings Cross haben bewiesen, dass auch innerstädtische Randlagen durchaus hohes Mietwachstum erzielen können. Ähnliche Wachstumspotenziale könnten zum Beispiel Paris North-East, Barcelona 22@ oder Berlin Friedrichshain aufweisen.

Die Autoren

Matthias Naumann



Director, Head of Strategy Europe, Alternatives and Real Assets

Martin Lippmann



Vice President, Research & Strategy Europe, Alternatives and Real Assets, beide RREEF Investment GmbH, Frankfurt am Main

Dagegen scheint das hohe Preisniveau in wirtschaftlich schwachen Märkten wie beispielsweise Mailand, Warschau und Paris WBD das Marktrisiko nicht mehr adäquat abzubilden. Zwar ist in den kommenden zwölf bis 18 Monaten noch mit steigenden Marktwerten zu rechnen, doch dürfte es auf mittlere Sicht von etwa fünf Jahren zu ersten leichten Wertanpassungen kommen.

Renditekompression hält in Deutschland an

Die deutsche Wirtschaft präsentiert sich sehr stabil und das freundliche Geschäftsklima wirkt sich positiv auf die Flächennachfrage aus. Gleichzeitig führt der hohe Anlagedruck zu einer Renditekompression bei Immobilieninvestitionen, die über die nächsten sechs bis zwölf Monate anhalten dürfte. Wenn die Zinsen wie erwartet wieder steigen, werden auch die Spreads gegenüber Bundesanleihen sinken und dürften somit das Ende des aktuellen Zyklusses einläuten. Bereits jetzt sind Investoren bei Zukäufen im Spitzensegment auf überdurchschnittliche Mietwachstumspotenziale angewiesen und müssen darauf hoffen, dass das Zinsumfeld langfristig auf einem relativ niedrigen Niveau verharrt.

Der spanische Immobilienmarkt bleibt trotz der bereits deutlich gestiegenen Preise attraktiv. Das wirtschaftliche Umfeld zeigt sich robust, die Nachfrage nach Büroflächen steigt stetig an, sodass die überdurchschnittlich hohen Mietwachstumserwartungen in den vergangenen zwölf Monaten sogar übertroffen wurden. Allerdings zeigen Anfangsrenditen von unter vier Prozent im Spitzensegment auch, dass ein großer Teil der ursprünglichen Wachstumspotenziale bereits ausgeschöpft ist. Daher ist bei der Wahl von Märkten und Mikrolagen weiterhin Vorsicht geboten. Der Fokus sollte auf den Metropolregionen Barcelona und Madrid liegen.

Niederländischer Büromarkt wird internationaler

Der niederländische Büromarkt hat in den letzten zwölf bis 18 Monaten starken Zuspruch von internationalen Investoren erfahren, nachdem sich die wirtschaftlichen Indikatoren zwischenzeitlich wieder deutlich aufhellten. Insbesondere der Büromarkt Amsterdam bleibt im

Abbildung 1: Investment-Empfehlung nach Land und Sektor über die nächsten fünf Jahre

Markt	Büro	Trend:	Shopping-C.	Trend:	Logistik	Trend:
Spanien	Übergewichten	▶◀	Übergewichten	▼	Übergewichten	▶◀
Schweden	Übergewichten	▼	Übergewichten	▶◀	Übergewichten	▼
Niederlande	Übergewichten	▲	Übergewichten	▲	Über/Neutral	▼
DE (Top 7)	Übergewichten	▶◀	Übergewichten	▶◀	Über/Neutral	▼
Frankreich (Reg.)	Über/Neutral	▲	Über/Neutral	▶◀	Übergewichten	▲
Paris	Über/Neutral	▼	n/a	n/a	Übergewichten	▲
Belgien	Neutral/Unter	▶◀	Übergewichten	▶◀	Übergewichten	▲
Tschechien	Untergewichten	▼	Neutral/Unter	▶◀	Über/Neutral	▶◀
Finnland	Neutral	▲	Über/Neutral	▲	Untergewichten	▼
Italien	Untergewichten	▼	Über/Neutral	▼	Untergewichten	▼
London	Untergewichten	▲	n/a	n/a	Untergewichten	▶◀
UK (Reg.)	Untergewichten	▲	Untergewichten	▲	Untergewichten	▶◀
Polen	Untergewichten	▶◀	Untergewichten	▼	Untergewichten	▼

Büro	Trend	Beschreibung
Übergewichten	▲	Positive Marktentwicklung über 5 Jahre – Allokation ausweiten.
Übergewichten	▶◀	Positive Marktentwicklung über 2 Jahre, dann Abkühlung. Nur selektive Zukäufe, Teilportfolio durch Verkäufe unterdurchschnittlicher Bestände optimieren.
Übergewichten	▼	Zyklus ist kurz vor dem Ende, Marktkorrektur erwartet. Strategische Verkäufe.
Neutral	▲	Aktuell nur durchschnittliche Marktperformance, aber Ausblick positiv. Zukaufen.
Neutral	▶◀	Durchschnitt. Mittelfristig kaum Dynamik erwartet. Selektive Zukäufe Asset getrieben.
Neutral	▼	Aktuell nur durchschnittliche Marktperformance, aber Ausblick positiv. Verkaufen.
Untergewichten	▲	Konsolidierung der Marktwerte ist noch nicht abgeschlossen. Ausblick positiv. Zukaufen.
Untergewichten	▶◀	Negative Marktentwicklung über 2 Jahre, dann Bodenbildung. Nur selektive Zukäufe, Teilportfolio durch Verkäufe unterdurchschnittlicher Bestände optimieren.
Untergewichten	▼	Negative Marktentwicklung über 5 Jahre – Allokation reduzieren.

Quelle: Deutsche Asset Management Research, Dezember 2016

Vergleich zu anderen Märkten wie Mailand, Wien oder Stockholm weiterhin attraktiv.

Die französischen Immobilienmärkte sind seit Jahresbeginn deutlich stärker in den Fokus von Investoren gerückt. Aber die Diskrepanz innerhalb der Städte, Teilmärkte und Gebäudequalitäten ist aktuell deutlich größer als in anderen kern-europäischen Ländern. Bestimmte Segmente (zum Beispiel Paris CBD oder Paris WBD) scheinen bereits überpreist. Die Volkswirtschaft ist in den kommenden Quartalen zudem weiteren Unsicherheiten ausgesetzt, sodass die Wachstumserwartungen von manchen Käufern möglicherweise überschätzt werden.

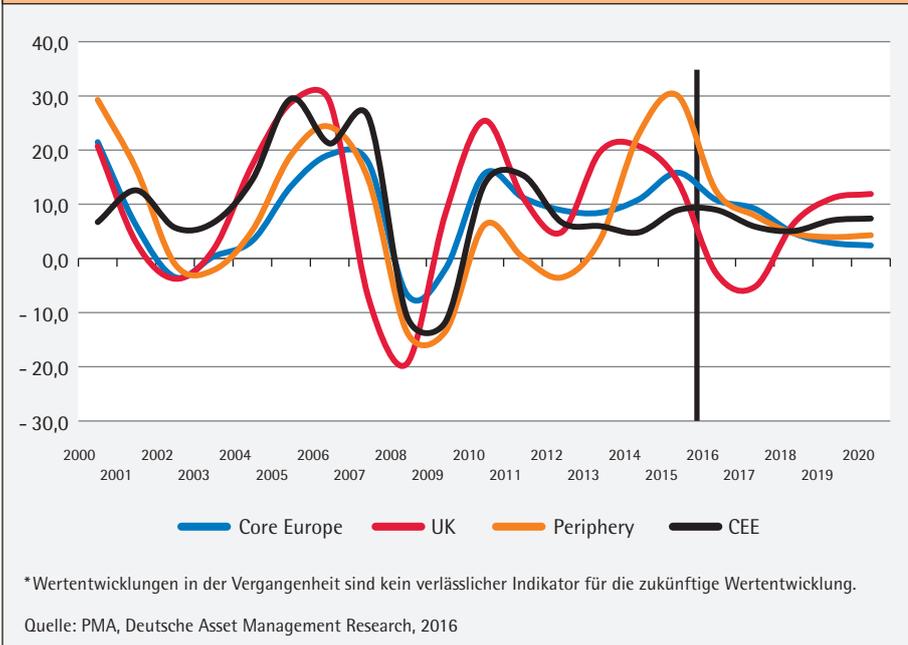
Die Nettoanfangsrenditen im Stockholmer Büromarkt haben mittlerweile die 3,5-Prozent-Schwelle unterschritten,

sodass der Markt auch im internationalen Vergleich als sehr hochpreisig einzustufen ist. Sowohl Wirtschaftswachstum als auch Flächennachfrage bleiben deutlich über dem europäischen Durchschnitt. Eine spürbare Angebotsreaktion seitens der Projektentwickler ist jedoch nicht zu erkennen. Die Aussichten für robustes Mietwachstum sind also weiterhin freundlich und das negative Zinsumfeld sowie die niedrige Inflation sorgen für akzeptable risikoadjustierte Renditen.

Anfangsrenditen in Schweden sinken

Der italienische Immobilienmarkt hat in den letzten Jahren sehr stark von Kapitalzuflüssen einheimischer Investoren profi-

Abbildung 2: Prognostizierte Bürorenditen nach Region in Europa, 2016 bis 2020, p.a. (Angaben in Prozent)*



tiert, obwohl der Mietmarkt keine nachhaltigen Anzeichen einer Erholung gezeigt hat. Aufgrund der weiterhin nur schwachen Konjunktur bleibt die Mieternachfrage bestenfalls moderat. Fertigstellungen haben in einzelnen Teilmärkten sogar zu weiter ansteigenden Leerständen geführt. Niedrige Anfangsrenditen zwischen 4,0 und 4,5 Prozent für Büroobjekte in Mailand scheinen daher im Vergleich zu anderen kerneuropäischen Märkten nicht gerechtfertigt. Selektive Opportunitäten bestehen in den Segmenten Einzelhandel und Logistik.

In Polen haben Vorschläge zur Regulierung und Besteuerung Investoren verunsichert. Die Initiativen haben dafür gesorgt, dass die Risiken für die polnische Wirtschaft in den vergangenen zwölf Monaten tendenziell zugenommen haben, obwohl die meisten der Vorhaben noch nicht oder nur in abgeschwächter Form umgesetzt wurden. In Kombination mit dem signifikanten Überangebot an modernen Büro- und Logistikflächen erscheint eine strategische Ausweitung der Länderallokation aktuell nicht gerechtfertigt.

Auch die Türkei und Russland haben in der Vergangenheit immer wieder das Interesse von internationalen Investoren geweckt. Beeindruckt von der Marktgröße (Moskau) und vom dynamischen Wirtschaftswachstum (Türkei) erschien ein Marktzugang erstrebenswert, wenn auch häufig noch nicht umsetzbar. Aufgrund der politischen Rahmenbedingungen in diesen Ländern überwiegt bei vielen Immobilieninvestoren aber noch die Zurückhaltung.

Zurückhaltung in Türkei und Russland

Aufgrund des starken Wettbewerbs fällt es vielen Investoren seit Jahren schwer, das vorgesehene Kapital in ihren Heimatregionen zu platzieren. Doch bis vor wenigen Jahren war es eher die Ausnahme, dass sich institutionelle Investoren aus Europa strategisch mit den Märkten in Übersee beschäftigt haben. Mittlerweile wird jedoch vermehrt in Asien und Nordamerika investiert. Denn eine globale Investmentstrategie erweitert die Hand-

lungsfähigkeit maßgeblich: Während laut Real Capital Analytics in Europa seit 2008 im Durchschnitt Gewerbeimmobilien im Volumen von 137 Milliarden Euro pro Jahr umgesetzt worden sind, betrug das Transaktionsvolumen in den USA und Asien zusammen 212 Milliarden Euro. Das strategische Investmentuniversum erweitert sich mit einer globalen Anlagestrategie also um über 150 Prozent.

Auch in den USA und in Asien haben die Preise in den letzten Jahren stark angezogen, sodass sich die Renditepotenziale in vielen Märkten auf einem ähnlich moderaten Niveau wie in Europa bewegen. Jedoch hat die Vergangenheit gezeigt, dass über eine Haltedauer von zehn Jahren Immobilien in den USA und in Asien in der Regel eine höhere Performance aufweisen als europäische Immobilienbestände.²⁾ An dieser Stelle sind bereits die Kosten für Währungsabsicherungen integriert, welche je nach Währung zwischen 50 Basispunkten Ertrag und 200 Basispunkten Aufwand pro Jahr betragen können.

Europäische Investoren dürften in Zukunft wieder verstärkt von Diversifikationsvorteilen profitieren. Diese hatten in den letzten zehn Jahren stark abgenommen, da sich die globalen Märkte seit der Finanzkrise tendenziell im Einklang bewegt haben. In den kommenden Jahren ist jedoch mit einer stetigen Abnahme der Korrelation zwischen den drei Regionen zu rechnen, was vor allem auf unterschiedliche Zinsbewegungen zurückzuführen sein wird. Dadurch dürften kurzfristig die europäischen Märkte attraktiver erscheinen, mittelfristig könnten aber die Märkte in den USA und Asien wieder die besseren Einstiegschancen bieten.

In den kommenden Jahren wird es darauf ankommen, dass Investoren ihre Immobilienstrategien globaler ausrichten. Maßgeschneiderte Produkte von weltweit in verschiedenen Segmenten agierenden Fondsmanagern eröffnen auch kleineren institutionellen Investoren die Möglichkeiten, von den Vorteilen einer globalen Diversifikation zu profitieren. Aufgrund der zu erwartenden abnehmenden Korrelation zwischen den Regionen dürften sich hierdurch langfristig steigende Renditepotenziale ergeben.

Fußnoten

- 1) Nach den Daten von IPD weist der Schweizer Immobilienmarkt seit dem Jahr 2002 eine positive Wertänderungsrendite aus.
- 2) Basierend auf historischen Datenreihen von PMA (Europa), JLL (Asien-Pazifik) und NCREIF (USA).

Sie haben Fragen zum Abonnement?



Rufen Sie an:
(069) 97 08 33-25
(Karin Matkovics)

Fritz Knapp Verlag | Postfach 70 03 62 | 60553 Frankfurt am Main

