

# Immobilieninvestments in Europa – Geldpolitische Wende im Anmarsch?

## Zwischen Theorie, Risiken und Irrationalität

Während im immobilien-spezifischen Kontext der Fokus im Wesentlichen auf Renditen liegt, werden Risiken zumeist vernachlässigt. Das Ausblenden von Risiken ist zwar eine praktikable, aber eben keine effiziente Risikovermeidungsstrategie. Diese Vorgehensweise ist im Wesen der Menschheit tief verankert. Menschen ignorieren Gefahren, die völlig offensichtlich sind, weil sie sich daran gewöhnt haben, bis die Gefahren außer Kontrolle geraten.

In der Immobilienfondsindustrie wird traditionell nach der Maxime „Wir legen nicht alle Eier in einen Korb“ verfahren. Hin und wieder wird zur Evaluierung des Risikos eines Investments auch die Volatilität als Kennzahl herangezogen. Eine tiefere Analyse der Verteilungsparameter unterbleibt in der Regel. Bereits in den beiden letztjährigen Studien zum Thema Rendite- und Risikoanalyse war es uns ein Anliegen, die Sensibilität für unwahrscheinliche Ereignisse zu erhöhen und haben uns verstärkt mit dem Thema „Verteilungsanalysen von Total Return Renditen“ beschäftigt. Zum einen wurde insbesondere herausgearbeitet, dass die klassische Normalverteilungsannahme in den seltensten Fällen für Immobilieninvestments die empirische Verteilung der Renditen adäquat beschreibt (Market Tracker – November 2016: „Risikoanalyse europäischer Gewerbeimmobilieninvestments bis 2020 – vom Eintritt höchst unwahrscheinlicher Ereignisse“). Zum anderen wurden modelltheoretische Renditen berechnet und versucht abgeleitete Risikoprämien zu plausibilisieren (Market Tracker – November 2017: „Gewerbliche Immobilieninvestments in Europa – Risikoevaluierung in Zeiten des Booms und der Unsicherheit“).

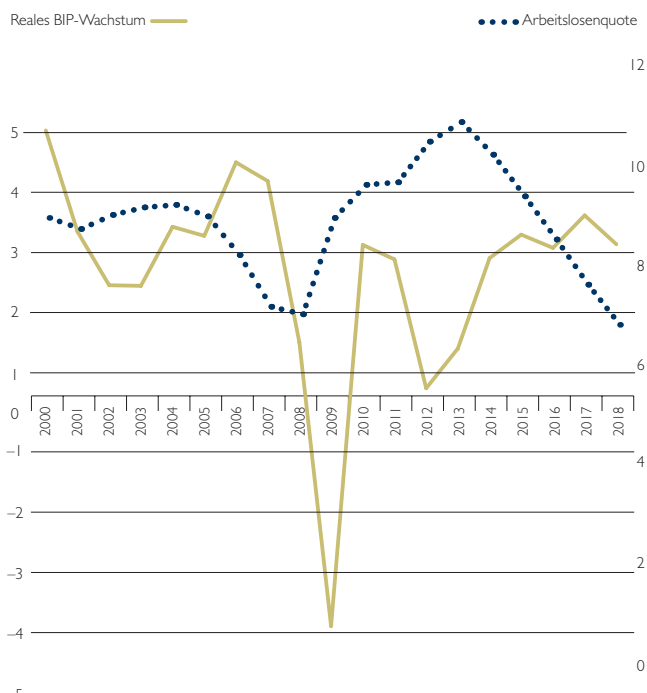
Im Rahmen der diesjährigen Analyse möchten wir fernab von Verteilungsannahmen und Rendite-Risiko-Kennziffern einen Analysebeitrag dazu leisten, welche Effekte Immobilienverkehrswerte erfahren, wenn sich wieder eine Normalisierung der Geldpolitik einstellt. Zudem werden aus den analytischen Zusammenhängen strategische Prämissen für die Immobilieninvestition abgeleitet.

## Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Europa zum Jahreswechsel 2018/2019

Bevor wir uns mit dem Immobilienmarkt- und auch mit dem Kapitalmarktrisiko beschäftigen, gilt es zuerst die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und damit das Länderrisiko zu betrachten. Trotz der nicht homogenen wirtschaftlichen Entwicklung der Volkswirtschaften in Europa, lässt sich erkennen, dass die Verflechtungen der wirtschaftlichen Aktivitäten der verschiedenen Länder des alten Kontinents immer größer werden. Diskrepanzen sind oft mehr politischer als wirtschaftlicher Natur. Einige Staaten befinden sich seit Jahren wieder auf einem langfristigen Wachstumspfad und auch viele wirtschaftlich schwächere Nationen entwickeln sich in den letzten Jahren sehr positiv.

Während die europäische Wirtschaft im Rahmen der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise einen deutlichen Einbruch der wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit (2009: -4,3 %) erfahren und in der Hochphase der europäischen Schuldenkrise eine Stagnation der Wirtschaftsentwicklung (2012: -0,4 %) verzeichnen musste, hat sich das reale Wachstum des Bruttoinlandsproduktes in der Europäischen Union ab 2014 (+1,8 %) deutlich vorteilhaft entwickelt. In den letzten vier Jahren wuchs die europäische Wirtschaft durchschnittlich um rund +2,0 %. Diese Entwicklung ging mit einem Aufschwung auf dem Arbeitsmarkt einher. Während die Arbeitslosenquote 2013 noch knapp 11 % betrug, sind aktuell lediglich noch knapp 7 % der erwerbstätigen Personen – nach ILO-Definition (International Labour Organisation) – arbeitslos. Die positive Wirtschaftsentwicklung bietet ein stabiles Fundament für eine Investition in den europäischen Immobilienmarkt. Gleichwohl müssen mögliche Risiko- und Rückschlagpotenziale in einer Investitionsstrategie berücksichtigt werden.

ABB. 1: WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG IN DER EUROPÄISCHEN UNION (EU)



Quelle: Oxford Economics  
Kalkulation & Darstellung: Catella Research 2018

**Immobilienmarktentwicklungen und geldpolitische Gegebenheiten**  
 Der europäische gewerbliche Immobilienmarkt unterliegt einer sehr zyklischen Entwicklung. In der Vergangenheit ließen sich sowohl deutliche Auf- als auch Abwärtsbewegungen erkennen. Die Entwicklungen auf dem Markt sind ein Ergebnis der angebots- und nachfrage-seitigen fundamentalen Faktoren und spekulativen Verhaltens. Ein wesentlicher Faktor stellt zudem das Zinsniveau dar.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat sich in den letzten Jahren sowohl konventioneller als auch unkonventioneller Geldpolitik bedient. Im Rahmen der konventionellen geldpolitischen Maßnahmen hat die EZB den Hauptrefinanzierungssatz („Leitzins“) nach dem Aufflammen der US-Subprime-Krise abrupt von 4,25 % über 2,0 % auf 1,0 % gesenkt. Zwar wurde Ende 2011 noch eine leichte Zinserhöhung realisiert, doch danach hat die EZB den Zinssatz sukzessiv auf ein Null-Niveau (Anfang 2016) reduziert. Einhergehend wurden im Rahmen der unkonventionellen Maßnahmen verschiedene „Quantitative-Easing; QE“-Programme verabschiedet.

Durch diese Maßnahmen erfolgte eine massive Verlängerung der EZB-Bilanz. Seit Ende 2014 hat sich das Volumen an Staatsanleihen in der EZB-Bilanz um das 3,5-fache erhöht. Einhergehend – seit Ende 2009 bis heute – sind die Preise für gewerbliche Immobilien in Europa gestiegen. Allein im aktuellen „Super-Zyklus“ sind die Preise um 54 % anstiegen. Dies ist nicht lediglich auf die geldpolitischen Maßnahmen zurückzuführen. Doch ist der generelle Einfluss dieser monetären Politiken auf die Preise unumstritten. Die in den vergangenen Jahren implementierten geldpolitischen Maßnahmen haben zu einem massiven Zufluss an Liquidität in die europäischen Immobilienmärkte und zu einer Kompression der Anfangsrenditen der Immobilien für alle Nutzungsarten geführt.

ABB. 2: ZYKLUS DES EUROPÄISCHEN GEWERBEIMMOBILIENMARKTES

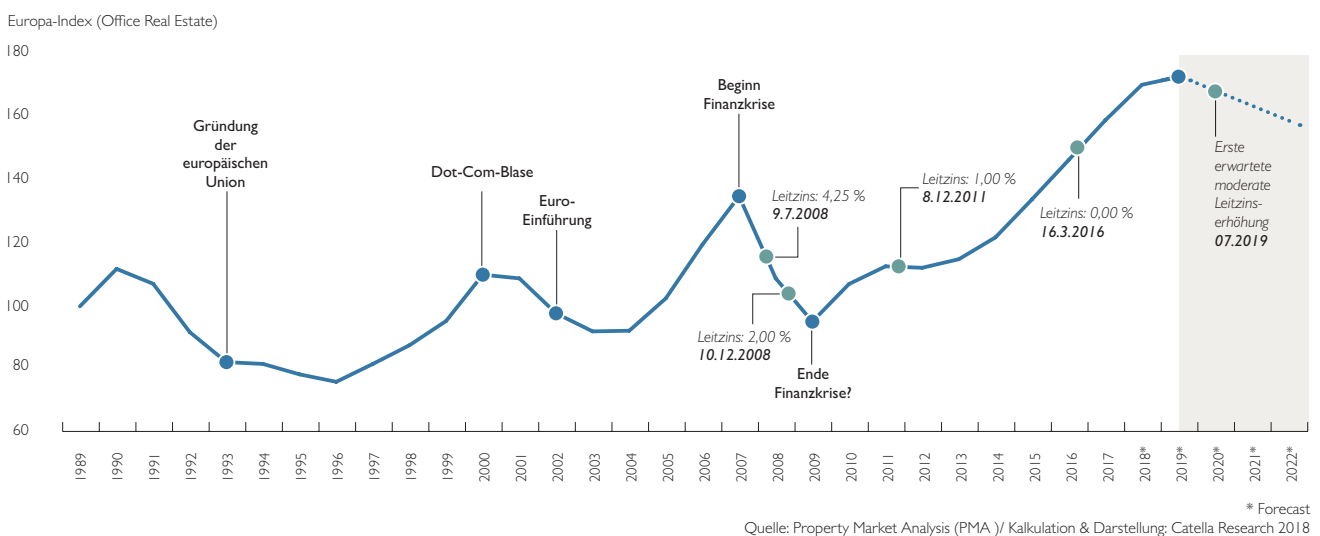
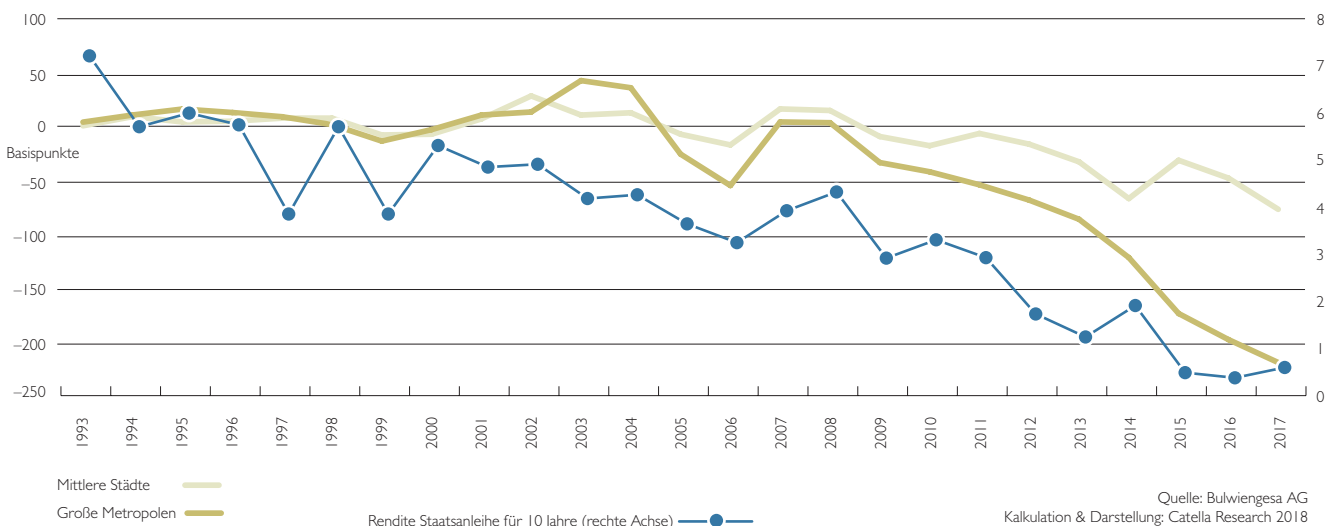


ABB 3: AGGREGIERTE ABSOLUTE VERÄNDERUNG DER ANFANGSRENDITEN IN DEUTSCHLAND





Bei Betrachtung der Nettoanfangsrenditen (NIY; Net Initial Yield) für die Nutzungsart Büro in Deutschland ist ersichtlich, dass die Verläufe der Anfangsrenditen für die großen und mittleren Städte ähnlich sind. Lediglich die Volatilität der Renditen ist bei den großen Metropolen etwas stärker ausgeprägt. Bei Betrachtung der aggregierten absoluten Veränderungen der Nettoanfangsrenditen im Vergleich zu der Veränderung der Verzinsung von 10-jährigen Bundesanleihen ist erkennbar, dass bis 2010 die Abhängigkeiten der Immobilienrenditen in großen Metropolen und der mittleren Städte zur Verzinsung der 10-jährigen Bundesanleihe (BUND) grundsätzlich vergleichbar waren. Spätestens ab 2010 ist deutlich ersichtlich, dass die Verzinsung der Immobilieninvestitionen in den großen Städten im Vergleich zu den mittleren Städten scherenhaft auseinanderläuft.

Die Intention des QE-Programmes besteht darin, die langfristigen Anleihezinsen deutlich zu senken. Neben den Langfristzinsen hat das QE-Programm aber auch eine starke Wirkung auf die Immobilienrenditen in den großen Metropolen ausgeübt. Die mittleren Märkte sind von diesem Effekt hingegen weniger stark betroffen.

Auch bei der direkten Betrachtung des Zusammenhangs der konventionellen und unkonventionellen Geldpolitiken auf die Immobilienrenditen ist erkennbar, dass die beiden Politikmaßnahmen mit den Renditen in den großen Metropolen deutlich stärker korrelieren. Die Korrelationswerte zwischen Nettoanfangsrenditen in großen Metropolen und den Geldpolitiken (konventionelle Geldpolitik: 0,74; unkonventionelle Geldpolitik: -0,91) sind im Vergleich zu den mittleren Städten (konventionelle Geldpolitik: 0,55; unkonventionelle Geldpolitik: -0,78) betragsmäßig deutlich höher ausgeprägt.

#### Ein geldpolitisches Szenario bis 2022

Der künftige Kurs der EZB wird durchaus kontrovers diskutiert. Während Gegner der Politik ein Ende der aus ihrer Sicht verfehlten Strategie fordern, verlangen Befürworter eine bedingungslose Fortsetzung der Maßnahmen. Das aktuelle Umfeld aus stabilem Wirtschaftswachstum bei moderater Inflation wird sich wohl auch ohne zusätzliche geldpolitische Impulse tragen. Die Staatsverschuldung in den meisten Ländern der Eurozone würde bei höheren Zinsen noch tragfähig sein, da auslaufende hochverzinsten Anleihen aus Zeiten vor der Finanzkrise immer noch zu vergleichsweise moderaten Konditionen prolongiert werden. Auch sind die Banken heute besser

kapitalisiert und finanzieren sich langfristiger. Mittelfristig wird eine Normalisierung der Geldpolitik daher erwartet. Das Vorgehen der US-amerikanischen Federal Reserve Bank (FeD) zeigt, dass ein Ausstieg aus der „Low-Interest-Rate“-Politik über eine ausgedehnte Zeitperiode erfolgreich gestaltet werden kann. Nach Einstellung des Public Sector Purchase Programs (PSPP) bis Ende des Jahres 2018 wäre eine Leitzinserhöhung schon Mitte des Jahres 2019 möglich. Wenn sich die EZB am Zinszyklus der FeD orientieren wird, ist von drei Zinsschritten pro Jahr auszugehen.

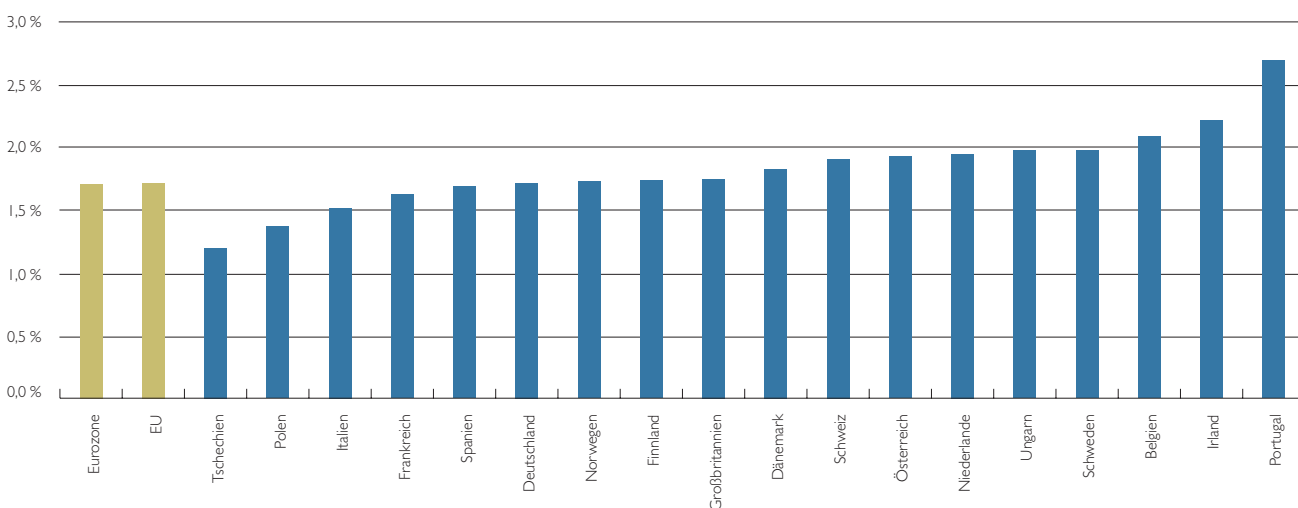
Aufgrund der potenziellen monetären restriktiveren Politik wird erwartet, dass in allen europäischen Ländern die Verzinsung der Staatsanleihenrendite deutlich ansteigen wird. Die Verzinsung einer fiktiven europäischen Staatsanleihe (Eurozone) notiert aktuell bei 1,04 %. Deutschland kann sich mit 0,38 % derzeit sehr günstig refinanzieren. Polen hingegen zahlt mit 3,27 % vergleichsweise hohe Zinsen.

Wir erwarten, dass eine veränderte Geldpolitik die Zinsen der nationalen Staatsanleihen um bis zu 270 Basispunkte bis 2022 erhöhen könnte. Im Mittel könnte für eine fiktive europäische Staatsanleihe (Eurozone) die Staatsanleihenrendite um 171 Basispunkte auf 2,75 % bis 2022 ansteigen. Aufgrund von Allokationseffekten muss eine solche Entwicklung auch für Immobilieninvestitionen durchaus in Betracht gezogen werden. Vor diesem Hintergrund sollte ein Immobilieninvestment eingeschränkt elastisch auf diese Entwicklung reagieren.

#### Die Entwicklung der Mieten bis 2022

Catella Research erwartet, dass aufgrund der positiven wirtschaftlichen Entwicklung in zahlreichen europäischen Städten die Mieten für Büroinvestments bis 2022 deutlich ansteigen werden. Im europäischen Vergleich führt Berlin die Mietwachstumsliste mit +20,0 % deutlich an. Doch auch für Paris La Défense (+15,5 %), für München (+15,3 %) für Stockholm (+14,5 %) und für Frankfurt (+13,5 %) werden signifikante Mietsteigerungen erwartet. Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass sich in den großen Metropolen die größten Zuwachsraten realisieren dürften. Mittlere Städte und kleine Städte weisen positive Wachstumsraten unterhalb der 10 % auf. In London wird erwartet, dass in verschiedenen Teilmärkten das Mietniveau sogar um bis zu 3,2 % sinken könnte.

ABB 4: ERWARTETER ANSTIEG DER STAATSANLEIHENRENDITEN BIS 2022



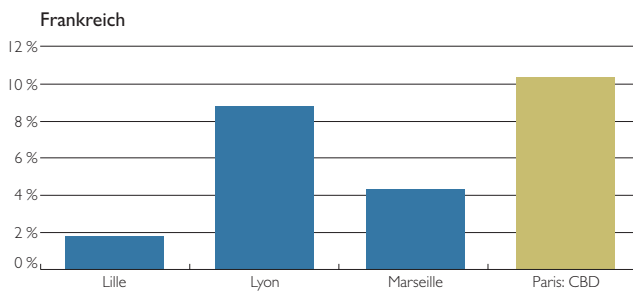
Quelle: Oxford Economics  
Kalkulation & Darstellung: Catella Research 2018

Die höhere erwartete Mietdynamik in den größeren Metropolen – neben einer erhöhten Liquidität – führt dazu, dass zahlreiche Fondskonzepte lediglich die großen Städte in ihre geographische Allokation einschließen. Dies greift aber zu kurz, da primär ausschließlich der Immobilienmarkt analysiert wird. Der Kapitalmarkt und mögliche Allokationseffekte auf diesem Markt – ausgelöst durch ein anders Zinsniveau – werden weitgehend außer Acht gelassen.

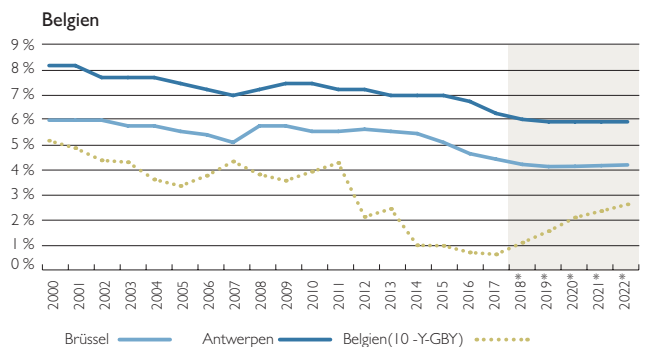
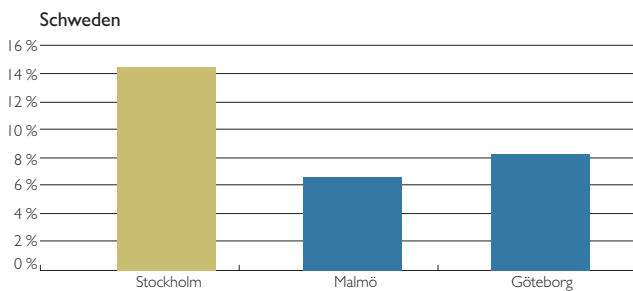
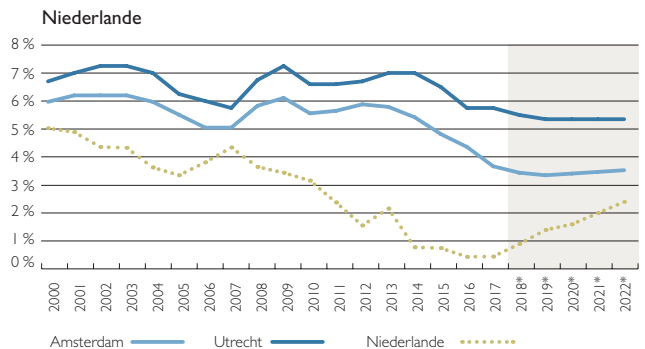
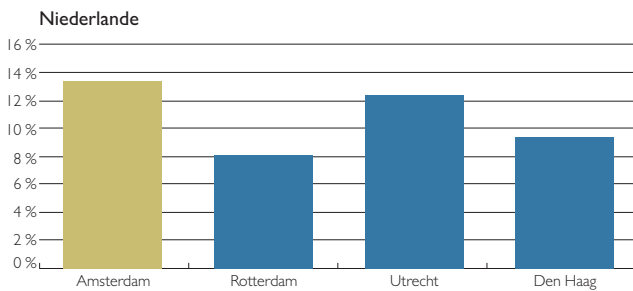
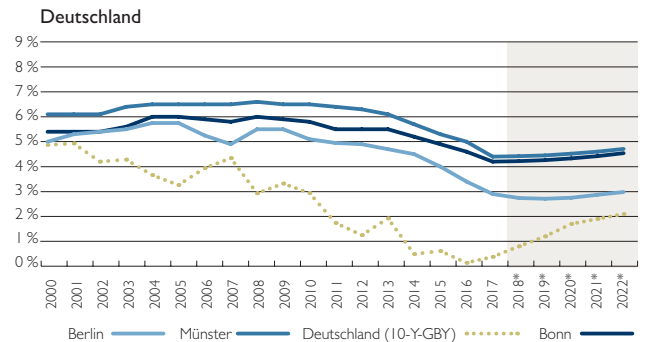
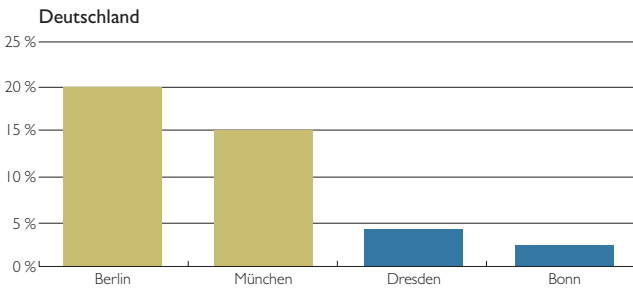
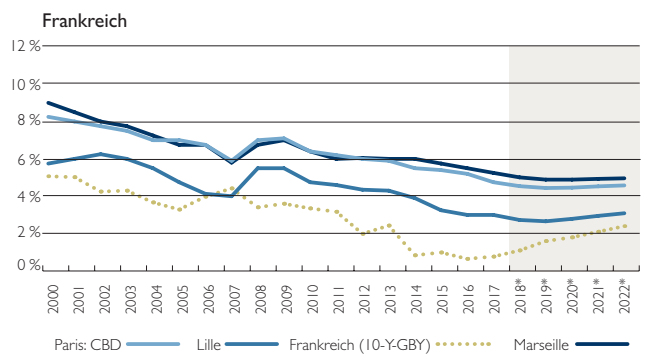
**Die Entwicklung der Nettoanfangsrenditen bis 2022**

In einer Marktaufschwungsphase gehen in der Regel steigende Mieten und steigende Faktoren – und damit sinkende Anfangsrenditen – einher. Analog ist eine wirtschaftliche depressive Phase dadurch gekennzeichnet, dass Mieten und Faktoren im Zeitablauf sinken. Für die nächsten Jahre ist allerdings davon auszugehen, dass auf der einen Seite die Mieten in den Städten aufgrund der günstigen

**ABB 5: ERWARTETES BÜRO-MIETPREISWACHSTUM FÜR VERSCHIEDENE STÄDTE IN EUROPA BIS 2022**



**ABB 6: BÜRO-NETTOANFANGSRENDITEN FÜR VERSCHIEDENE STÄDTE IN EUROPA BIS 2022**



Quelle: Bulwiengesa AG; Catella Real Estate AG Kalkulation & Darstellung: Catella Research 2018

Quelle: Property Market Analysis (PMA) Kalkulation & Darstellung: Catella Research 2018

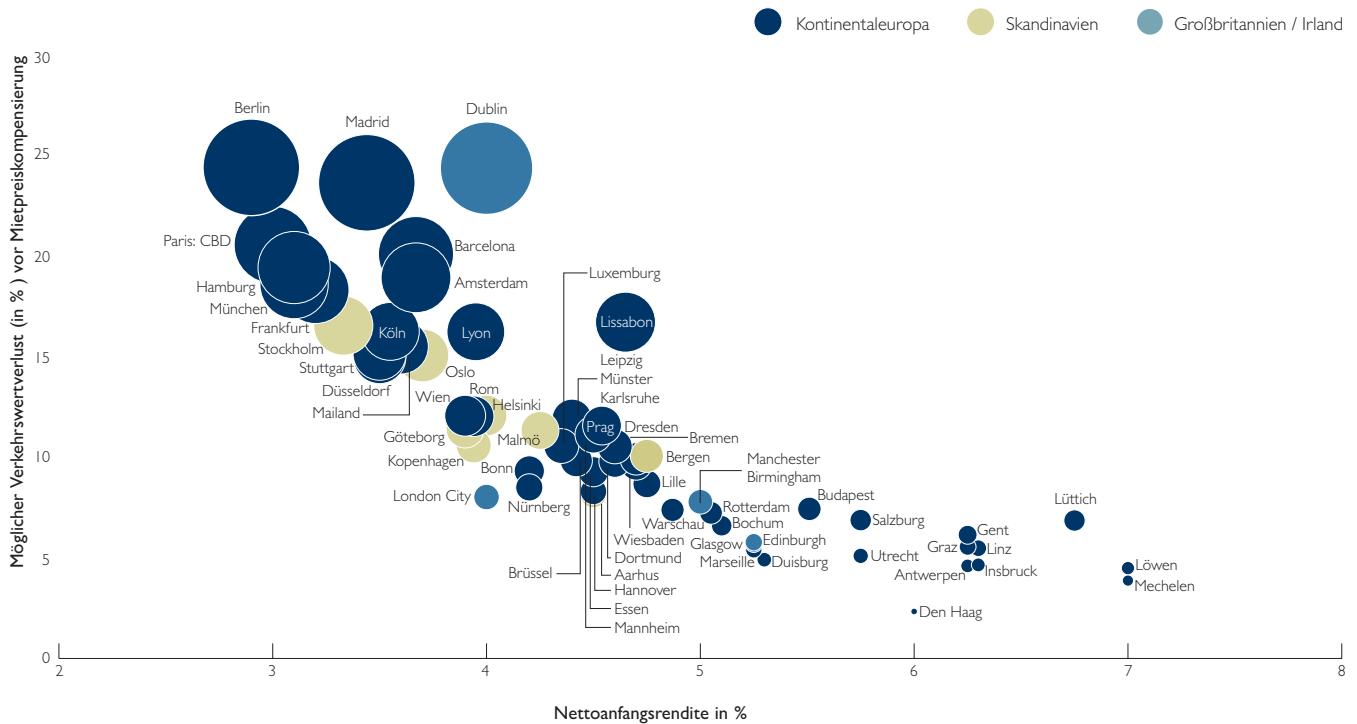
konjunkturellen Entwicklung weiterhin ansteigen werden. Allerdings kann auf der anderen Seite aufgrund der erwarteten restriktiveren Geldpolitik nicht davon ausgegangen werden, dass die Faktoren weiterhin ansteigen. Sofern das europäische Zinsniveau wieder ansteigt, werden alternative Investments zu Teilen durch Fixed-Income-Investments substituiert. Vielmehr ist also damit zu rechnen, dass der Markt eine Renditedekompression erfahren wird.

Die Anfangsrenditen in Berlin liegen aktuell bei unter 3,0 %. München, Frankfurt und Hamburg weisen Renditen um bzw. leicht oberhalb der 3-Prozent-Marke auf. In deutschen Mittelstädten wie Münster, Leipzig und Hannover liegen die Anfangsrenditen bei knapp 4,5 %. Dies entspricht einem Aufschlag von nahezu 50 %. Auch im europäischen Ausland lassen sich in Städten wie Aarhus (4,5 %), Lille (4,75 %), Rotterdam (5,05 %) und Utrecht (5,75 %) deutlich höhere Anfangsrenditen erzielen als in den entsprechenden Metropolen.

Immobilieninvestments in den Mittelstädten stehen somit bei einer Zinsänderung im geringeren Wettbewerb zu wieder höher verzinsten Fixed-Income-Investments als niedrig verzinsten Immobilieninvestments in den großen Metropolen. Mögliche positive Leverage-Effekte lassen sich zudem auch bei gestiegenen Zinsen weiterhin ausbilden. Die Verzinsung der Gesamtkapitalrentabilität für Immobilieninvestitionen in den großen Metropolen nach operativen Kosten ist oft so niedrig, dass einige Investitionen finanziell negativ gehebelt sind. Steigende langfristige Darlehenszinsen verstärken die Entwicklung, dass Leverage-Effekte Eigenkapitalrenditen mindern können.

Diese Effekte lassen sich auch quantitativ darstellen, indem die Zinselastizität zwischen Anfangsrendite und Staatsanleihenrendite ausgewertet wird. Hierbei lässt sich grundsätzlich erkennen, dass das Niveau der Zinselastizitäten für große Metropolen deutlich ausgeprägter ist. Somit hat eine Reduktion der Staatsanleihenrendite auch einen stärkeren Rückgang der Immobilien-Anfangsrenditen in den großen Metropolen zur Folge. Entsprechend zieht eine Zinserhöhung der Staatsanleihenrendite aber auch eine starke Reaktion der Anfangsrenditen nach sich.

ABB 7: ADAPTIVE ERWARTUNGEN UND VERKEHRSWERTANALYSEN 2018



Anmerkung: Die Größe der jeweiligen Blase symbolisiert das notwendige Mietpreiswachstum, um den Zinseffekt vollständig kompensieren zu können.

Quelle: Catella Real Estate AG Kalkulation & Darstellung: Catella Research 2018

### Zusammenfassung und strategische Implikationen für die Immobilieninvestition 2019

„Miete“ und „Rendite / Faktoren“ stellen zwei Seiten derselben Medaille dar und dürfen nicht isoliert voneinander betrachtet werden. Beide Komponenten gilt es nachfolgend zusammenzuführen. In der Analyse wurde unterstellt, dass die Staatsanleihenrenditen im Mittel um 140 Basispunkte bis 2022 ansteigen werden. Durch die Kombination der Zinserwartung mit der Elastizitätenbetrachtung lässt sich ein erwarteter Verkehrswertverlust vor einer möglichen Mietpreiskompensierung modellieren. Es lässt sich offenbar erkennen, dass zahlreiche große Städte Verkehrswertverluste von mehr als 15 % bis 2022 hinnehmen müssen. Für europäische Mittelstädte fällt dieser Effekt deutlich geringer aus.

Offenbar existiert zwischen Verkehrswertverlusten und dem Niveau der Nettoanfangsrendite kein linearer Zusammenhang. Vielmehr ist ein fallender konvexer Zusammenhang erkennbar. Erkennbar sind ab einer Nettoanfangsrendite von knapp 4,5 % mögliche Verkehrswertverluste deutlich weniger stark ausgeprägt. Das heißt aber eben auch, dass die Wahl „höher verzinsten (riskanterer) Städte“ ab einer Anfangsrendite von 4,5 % keinen nennenswerten Vorteil hinsichtlich der Verkehrswertverluste mit sich bringt.

Diese Analyse bildet primär die Effekte des Kapitalmarktes ab. Folgerichtig müssen die Immobilienmärkte und damit die Mietwachstumspotenziale wieder in die Analyse einbezogen werden, um ein Gesamtmodell auswerten zu können. Aufgrund einer robusten wirtschaftlichen Entwicklung und einer moderaten Bautätigkeit ist erkennbar, dass sich ein aus dem Kapitalmarkt ergebender Verkehrswertverlust durch Mietpreisentwicklungen kompensiert werden kann. Hierzu müsste beispielsweise für ein Immobilieninvestment in Berlin ein Mietwachstum von 32,3 % realisiert werden. Zwar ordnet die Forecast-Analyse Berlin mit 20,0 % auch ein hohes Wachs-

tumspotenzial zu. Gleichwohl muss das Wachstumspotenzial auch realisiert werden. Dies kann nur stattfinden, wenn die Immobilien eine sehr geringe Restlaufzeit der Mietverträge (WAULT; Weighted Average Unexpired Lease Term) aufweisen, sodass durch Nachvermietungen die Mietpreissteigerungen auch vertraglich und faktisch umsetzbar sind.

Wenn dies der Fall ist, kann man allerdings schwerlich behaupten, dass die Immobilie noch ein „Core“-Investment ist. Vielmehr muss das Asset dann in das „Core Plus“- oder das „Value Add“-Segment eingeordnet werden. Bei Immobilieninvestments in den kleineren Städten können Immobilienmanager den Preiseffekt bereits durch die Realisierung geringer Mietwachstumsraten kompensieren und der Anleger erhält zugleich eine höhere Ausschüttungsrendite. Es bietet sich aktuell somit an, gerade im Rahmen von Core-Strategien Immobilieninvestitionen in die mittleren Städte zu tätigen. Bei Immobilieninvestments in mittleren Städten können Immobilienmanager den Preiseffekt bereits durch die Realisierung geringer Mietwachstumsraten kompensieren. Investitionen in große Städte eignen sich derzeit im Rahmen von „Core Plus“- und „Value Add“-Strategien, da so am effizientesten Mietpotenziale auch tatsächlich realisiert werden können.

Bei Annahme der Realisierung der EZB-Zielinflation von 2,0 % p.a. in den nächsten vier Jahren ergibt sich, dass die Anpassung der Miete an die Inflationsrate und aufgrund von Zinseszinsseffekten effektiv um 8,24 % erhöht werden kann. Allein dieses Szenario für die Mieterhöhungsmöglichkeiten ist ausreichend, um in zahlreichen mittleren Städten den Zinseffekt kompensieren zu können. Zugleich erhält der Anleger mit Immobilieninvestitionen in den Mittelstädten eine höhere Ausschüttungsrendite. Gleichwohl bleibt weiterhin spannend zu sehen, ob die EZB nicht doch – am Vorabend des Abschieds von Draghi – eine erste symbolische Zinserhöhung einläutet.

Mit Standorten in 14 Ländern weltweit ist Catella führender Spezialist in Immobilieninvestitionen, Asset Management und Banking in Europa. Die Gruppe hat einen Umsatz von 211 Mio und verwaltet ein Vermögen von ca. 16 Milliarden SEK. Catella ist in Nasdaq Stockholm im Mid-Cap-Segment gelistet.

#### Ihre Ansprechpartner

Dr. Thomas Beyerle  
thomas.beyerle@catella.de  
+49(0) 69 3101930 220

Maximilian Radert, M.Sc., LL.M.  
maximilian.radert@catella-investment.com  
+49(0) 89 186 1665 280