

Die „Japanisierung“ der europäischen Büroimmobilienmärkte – welche Investmentstandorte sind noch fair bepreist?

1. Einleitung

In der Immobilieninvestmentbranche wird traditionell nach der Maxime „Wir legen nicht alle Eier in einen Korb“ verfahren. Um das Risiko eines Investments zu evaluieren, wird seit der Finanzkrise immer stärker die Volatilität als Kennzahl herangezogen. Die Quantifizierung von Risiken kann auf unterschiedliche Arten erfolgen: zum einen durch die deterministische Analyse von Rendite-Risiko-Kennziffern, wie Catella Research 2017 anhand abgeleiteter Risikoprämien plausibilisiert hat; zum anderen durch die stochastische Analyse der Verteilungsparameter von Renditefunktionen (Market Tracker Dezember 2016). 2018 haben wir aufgezeigt, welche Effekte Immobilienverkehrswerte erfahren, wenn sich wieder eine Normalisierung der Geldpolitik einstellen könnte (Market Tracker Dezember 2018). Die Messung des Risikos kann folglich aus sehr unterschiedlichen Blickwinkeln erfolgen. Zuletzt haben wir die Renditeerwartungen bzw. Risikoprämien von institutionellen Anlegern für verschiedene Risikostile von „Core“ bis zu „Opportunistic“ quantitativ erfasst. Im Rahmen unserer aktuellen Analyse möchten wir herausarbeiten, welche Standorte im Kontext einer anhaltenden Niedrigzinspolitik gepaart mit steigenden Immobilienpreisen noch fair bepreist erscheinen. Dies bedarf einer kritischen Auseinandersetzung mit den gängigen Bewertungsverfahren und einer Quantifizierung der mannigfaltigen Risikoquellen.

2. Geldpolitik und Immobilienpreise

Im Rahmen der Coronakrise ist die im Jahr 2018 skizzierte Zinswende kurz- bis mittelfristig als sehr unwahrscheinlich einzustufen. Aktuell rechnet nunmehr kein Marktteilnehmer mit einem markant höheren Zinsniveau in den nächsten Jahren. Auch hat die Europäische Zentralbank (EZB) in Person von Christine Lagarde auf der Ratssitzung im Oktober weitere geldpolitische Lockerungen in Aussicht gestellt, um den wirtschaftlichen Risiken der Corona-Pandemie umfassend zu begegnen. Gleichwohl gibt es gute Gründe für die Notwendigkeit einer langfristigen Zinswende. Zu nennen sind hier gesamtwirtschaftliche Wohlfahrtsverluste, Vermögenseinbußen der Kleinsparer einhergehend mit einer drohenden Altersarmut, die Destabilisierung des Bankensektors, die Zombifizierung der Wirtschaft und die Einschränkung des Wettbewerbs durch M&A-Deals.

ABB. 1:

GRÜNDE FÜR DIE NOTWENDIGKEIT EINER LANGFRISTIGEN ZINSWENDE

■ GESAMTWIRTSCHAFTLICHE WOHLFAHRTSVERLUSTE:

Der Nullzins prämiert Schuldner und nicht Gläubiger – den Konsum, nicht die Produktivität. Ohne positiven Zins, ohne Aussicht auf eine positive Rendite, hört das Sparen und das Investieren auf. Bleiben Ersatz- und Erweiterungsinvestitionen aus, erodiert der Wohlstand: Am Ende fällt die moderne Volkswirtschaft zurück in eine primitive Substanzwirtschaft.

■ KLEINSPARER ERLEIDEN REALE VERMÖGENSVERLUSTE:

Die Haushalte mit mittlerem Einkommen legen ihr Vermögen trotz Niedrigzinsphase in sichere und damit in niedrig verzinsten Anlageformen an, um das kleine Vermögen nicht unnötig Kapitalmarktschwankungen aussetzen. Dieses Anlageverhalten führt aber oft zu einem realen Vermögensverlust.

■ DROHENDE ALTERSARMUT:

Die Einzahlung in die gesetzliche Altersversicherung reicht künftig nicht mehr aus, um auskömmlich für den Lebensabend vorzusorgen. Private Altersvorsorge ist vonnöten. Die private Vorsorge gestaltet sich bei einer lang andauernden Niedrigzinsphase allerdings sehr schwierig. Drohende Altersarmut ist die Folge.

■ DESTABILISIERUNG DES BANKENSEKTORS:

Die Banken leben in erster Linie von der Zinsdifferenz. Die aber schrumpft. Es überrascht daher nicht, dass europäische Banken gegenüber amerikanischen Banken einen deutlichen Wettbewerbsnachteil haben. Schließlich lag der Leitzins in den USA trotz einiger kleinerer Zinssenkungen deutlich über dem europäischen Referenzzins.

■ DIE ZOMBIFIZIERUNG DER WIRTSCHAFT SCHREITET VORAN:

Der Nullzins entzieht Firmen Kraft und Dynamik, zehrt ihre Innovationskraft auf – hält Unternehmen über Wasser, die unter normalen Zinsbedingungen längst untergegangen wären. Es sind zu viele Unternehmen am Markt, die nicht mehr wettbewerbsfähig sind.

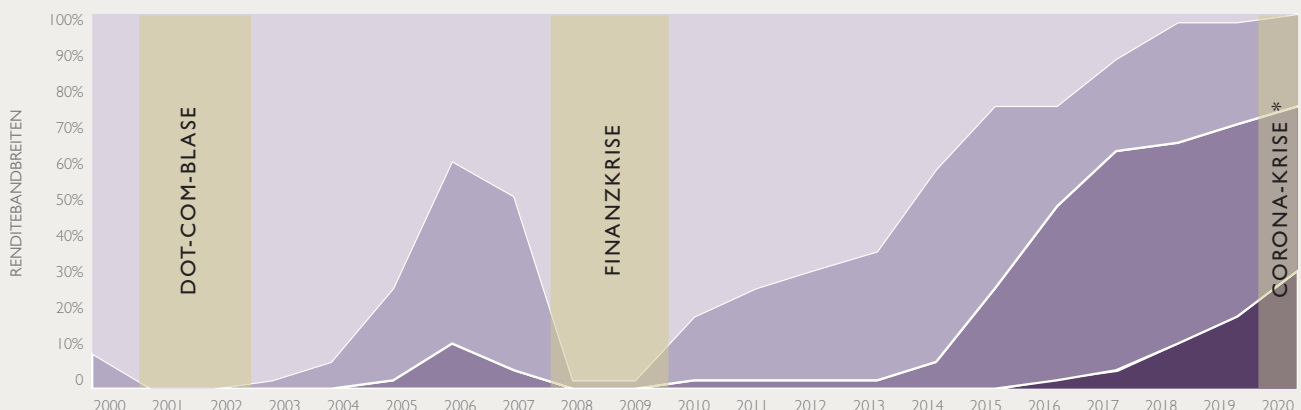
■ EINSCHRÄNKUNG DES WETTBEWERBS DURCH M&A-DEALS:

Der Wettbewerb wird durch Unternehmenskonzentration eingeschränkt: Der Niedrigzins hat dazu geführt, dass sich gerade Großkonzerne in Mega-Fusionen verstricken.

Quelle: Catella Research 2020

ABB. 2: „RENDITEWÜSTE“ AUF DEM MARKT FÜR CORE-BÜROIMMOBILIEN IN EUROPA

■ ≤ 3 % ■ > 3 % bis ≤ 4 % ■ > 4 % bis ≤ 5 % ■ > 5 %



* Vor den Auswirkungen der Coronakrise (März 2020) wiesen knapp ein Drittel der betrachteten 41 Büromärkte ein Renditeniveau unterhalb der 3-Prozent-Marke auf. Weitere 45 % der Standorte notierten zwischen 3 % bis 4 %. Fast 22 % lagen zwischen 4 % - 5 %, Renditen oberhalb von 5 % waren praktisch nicht mehr erzielbar.

Datenquelle: Property Market Analysis (PMA), Kalkulation & Design: Catella Research 2020

Das Renditeumfeld auf den europäischen Immobilienmärkten wandelte sich in der jüngsten Vergangenheit immer mehr von einer blühenden Landschaft in eine Wüstenlandschaft („yield drought“). Diese Entwicklung wurde im Besonderen durch die expansive Geldpolitik der EZB genährt. 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 Ausweitung der Aktiva der EZB-Bilanz. Seit dem Jahr 2010 hat sich die Bilanz insgesamt um ca. 170 % erhöht. Diese expansive Politik soll so lange verfolgt werden, bis eine Erhöhung des Hauptrefinanzierungszinses in Erwägung gezogen werden kann. Diese setzt voraus, dass sich die Inflation nachhaltig in Richtung des EZB-Inflationsziels von 2,0 % bewegt.

Einhergehend – seit Ende 2009 bis heute – haben sich die Preise für gewerbliche Immobilien in Europa sehr stark erhöht. Aktuell liegt im Rahmen einer dreißigjährigen Rückschau die dürrste Renditeperiode vor. Während in der Vergangenheit in zahlreichen europäischen Metropolen noch Büroimmobilien mit einer Nettoanfangsrendite (NIY, Net Initial Yield) von über 5 % angekauft werden konnte, werden derzeit diese Immobilien oft sogar unter der 3-Prozent-Marke (Berlin & München: 2,7 %) gehandelt. Renditen um die 5 % konnten 2019 noch beispielsweise im schottischen Glasgow erzielt werden. Im Jahr 2020 fielen die Anfangsrenditen für Core-Investments in allen wesentlichen europäischen Investmentzentren unter die 5-Prozent-Marke.

3. Die „Japanisierung“ und die Illusion von Vermögenszuwächsen

Langfristig niedrige Zinsen bewirken de facto eine „Japanisierung“ der EZB-Geldpolitik und der europäischen Volkswirtschaft. Unter dem „Japanisierungs“-Szenario wird letztlich verstanden, dass auch Europa nach dem japanischen Beispiel eine längere Phase von geringer Inflation/Deflation, niedrigen Zinsen und geringem Wirtschaftswachstum erleben dürfte. Der Immobilienmarkt würde dann wohl nach wie vor ein Substitut für den Anleihemarkt darstellen, sodass institutionelle Investoren ihre Multi-Asset-Portfolios zulasten von Bonds und zugunsten von Alternativen Assets wie Immobilien ausrichten dürften.

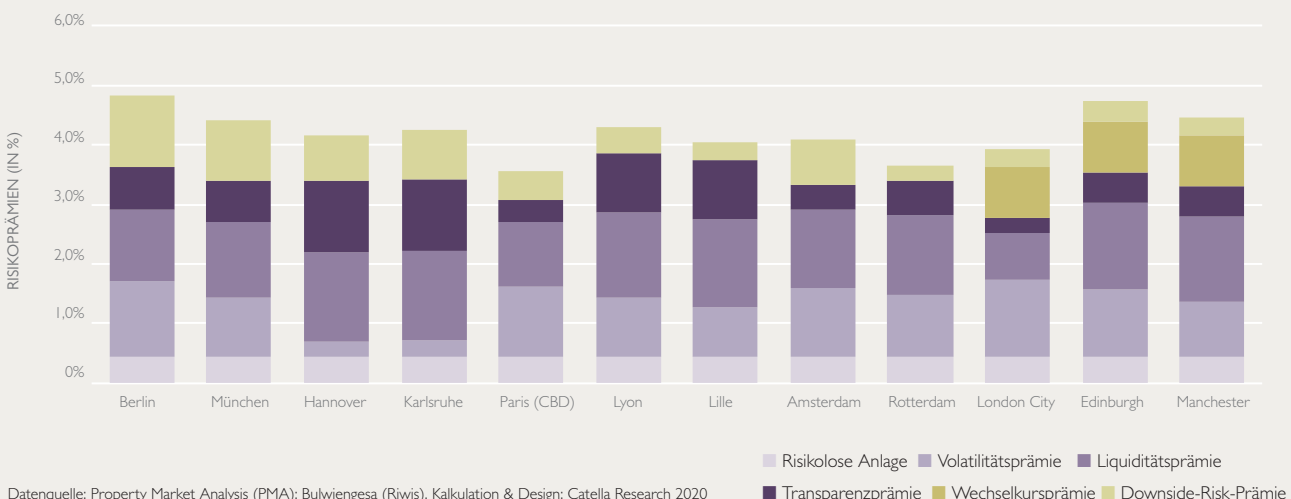
Gerade vor dem Hintergrund der beschriebenen Renditekompression in den letzten Jahren und der beschriebenen historisch hagersten Renditewüste („yield drought“) müssen Immobilieninvestitionen auf ihre Werthaltigkeit überprüft werden. Gerade sehr niedrige Zinssätze führen zu Fehlbewertungen (Vermögenspreisblasen), die viele Investoren übersehen, weil lediglich Preise (und nicht Werte) betrachtet werden („Vermögensillusion“). In Analogie zur volkswirtschaftlichen Geldillusion kann ein Anstieg der realen Assets als Fiktion bezeichnet werden, da diesem Zuwachs kein Anstieg der realen Kaufkraft gegenübersteht. Massiven Vermögenszuwächsen bei Core-Investitionen sollte mit einer gewissen Skepsis begegnet werden und ein auskömmlicher Cashflow sollte im Fokus der Betrachtung stehen.

4. Die Preis-Wert-Analyse

Während der Preis transparent ersichtlich ist, resultiert der Wert als modellbasierte Größe aus dem Äquivalent unsicherer Cashflows eines Assets zur sicheren Anlage. Der Wert einer Immobilie wird zumeist durch das in der Immobilienwertermittlungsverordnung (ImmoWertV) kodifizierte Ertragswertverfahren ermittelt. Dieses Ertragswertverfahren sieht sich Kritiken ausgesetzt, da die Werte im Rahmen der Determinierung des Liegenschaftszinses aus realisierten Preisen vergleichbarer Immobilien abgeleitet werden und damit das Konzept als eine Art Preisschätzverfahren anzusehen ist.

Doch das Verfahren ist das maßgebliche gutachterliche Verfahren zur Bestimmung der Verkehrswerte von Immobilien in Deutschland. Zweckmäßig wäre eine Anwendung des Discounted-Cashflow-Verfahrens (DCF), da dann über den Diskontierungszins explizit der Risikogehalt der unsicheren Cashflows erfasst werden kann. Eine Problematik der DCF-Methodik ist darin zu sehen, dass der Diskontierungszinssatz unter zur Hilfenahme des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) berechnet und damit lediglich die Volatilität erfasst wird. Für Immobilieninvestments gilt es aber auch andere Risikoquellen zu berücksichtigen. Als weitere Risikoprämien muss die Illiquidität, das Risiko auf einem illiquiden Markt keinen Käufer zu finden, und die mangelnde Transparenz, das Risiko für die Wert- und Preisermittlung lediglich unzureichende Informationen vorzufinden, erfasst werden. Ferner ist als Momentum-Effekt ein Downside-Risiko zu berücksichtigen, wonach hohe Preissteigerungen in der kurzen Frist ein hohes Rückschlagpotenzial beinhalten. Für Investitionen in Nicht-Euro-Länder sind entsprechende Wechselkursprämien zu berücksichtigen. Die Risikoprämien sollen im DCF-Diskontierungszins Berücksichtigung finden.

ABB. 3: POSTULIERUNG VON RISIKOPRÄMIEN – CORE-BÜROIMMOBILIENINVESTMENTS FÜR AUSGEWÄHLTE STÄDTE IN EUROPA 2020



Die expansive Niedrigzinspolitik der EZB spiegelt sich indirekt im sehr niedrigen Basiszins (risikolose Anlage) wider. Die Volatilität – in Form der Standardabweichung – ist in den großen Metropolen im Vergleich zu den mittleren Städten zuweilen stärker ausgeprägt und somit mit einer höheren Prämie zu versehen. Allerdings schneiden die großen Städte in Punkto Liquidität und Transparenz deutlich besser ab. Das Rückschlagpotenzial in Form der Downside-Risk-Prämie ist in den großen Städten stärker ausgeprägt, da diese Märkte in der jüngsten Vergangenheit deutlich höhere Preiszuwachsrate erfahren haben. Der ermittelte Diskontierungssatz stellt nach dem Irrelevanztheorem der Kapitalstruktur nach Franco Modigliani und Merton Miller den Gesamtkapitalkostensatz (GKK = WACC; Weighted Average Cost of Capital) dar und es lassen sich die Werte als ewige Rente (perpetual annuity) berechnen. Für den Berliner Markt resultiert ein ermittelter Wert von 8.350 EUR/qm und liegt damit deutlich unter dem ersichtlichen Preis von 16.800 EUR/qm. In Münster hingegen ist ein Quadratmeter-Preis von 4.300 EUR zu zahlen, der in etwa dem ermittelten Wert entspricht (4.100 EUR).

5. Ableitung strategischer Investitionsprämissen

Abschließend ist mit der Herleitung des jeweiligen Preis-Wert-Verhältnisses eine Indikation für eine Über- bzw. Unterbewertung zu treffen.

Mit Kenntnis des aktuellen Marktpreises lässt sich eine Preis-Wert-Relation (P/W) berechnen. Diese P-W-Ratio sollte nicht dogmatisch ausgelegt werden, da die Schätzung der Risikoprämien einer gewissen Unsicherheit unterliegt. Gleichwohl lässt sich eine deutliche Abweichung nach oben (> 1) als Überbewertung und eine deutliche Abweichung nach unten (< 1) als Unterbewertung interpretieren. Zahlreiche mittlere Städte wie Münster (1,06) oder Bonn (1,24) erscheinen noch als fair bepreist. Auch in Rotterdam (1,11) kann sich ein Investor im Vergleich zu Amsterdam (2,08) noch zu fairen Preiskonditionen in den Markt einkaufen. Zahlreiche Großstädte wie Berlin (2,02), München (1,76), Paris (1,68) und Madrid (1,73) erscheinen allerdings als überbewertet. Für Investments in den großen Metropolen ist die Vermögensillusion deutlich stärker ausgeprägt als in den mittleren Städten. Sollte eine „Japanisierung“ erfolgen, wird sich die Schere zwischen Preis und Wert in den großen Metropolen weiter auseinanderentwickeln. Ein Blick fernab der großen Städte erscheint für institutionelle Investoren lohnend, wenn die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in diesen Märkten stimmig sind. Eine Besonderheit stellt der zentrale Büromarkt in London dar. Mit 1,14 erscheint dieser Markt vergleichsweise sehr fair bepreist. Die Brexit-Entwicklungen wurden offenbar bereits einbezogen, sodass Investitionen in den Büromarkt an der Themse attraktiv erscheinen.

ABB. 4: PREISE UND WERTE FÜR CORE-BÜROIMMOBILIENINVESTMENTS FÜR AUSGEWÄHLTE STÄDTE IN EUROPA 2020 (EUR/qm)

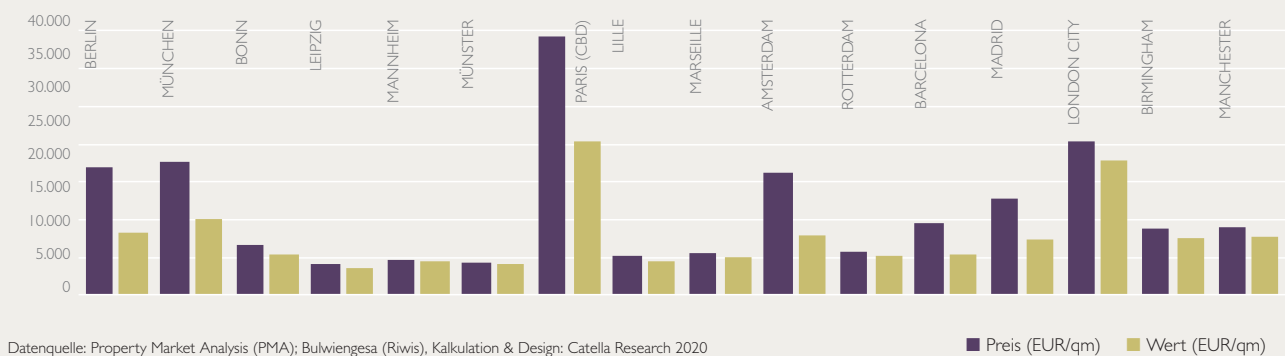
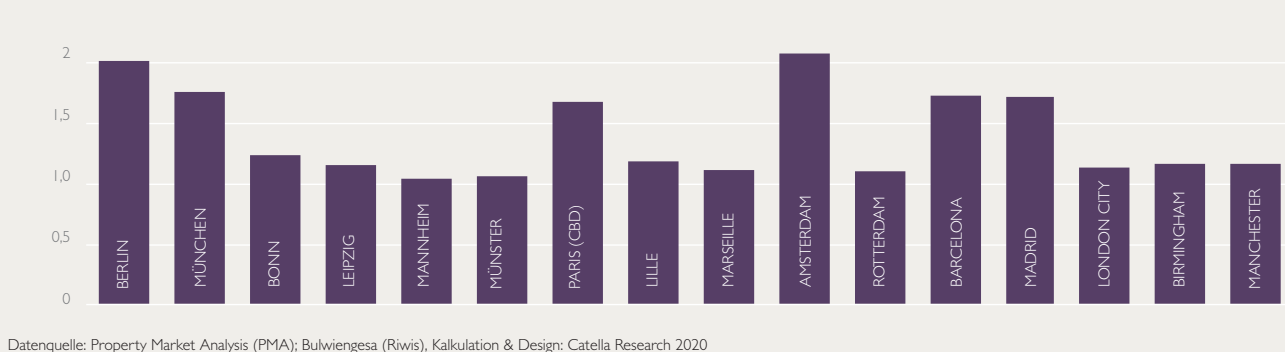


ABB. 5: PREIS-WERT-VERHÄLTNISSE (P/W) AUF EUROPÄISCHEN CORE-BÜROIMMOBILIENMÄRKTEN 2020



Über Catella

Catella gehört zu den führenden Spezialisten im Bereich Immobilieninvestment und Fondsmanagement und agiert in 14 Ländern. Der Konzern verwaltet Vermögenswerte von rund 14 Mrd. Euro. Catella ist im Mid Cap Segment des Nasdaq Stockholm gelistet.

Mehr unter catella.com

Kontakt:

Prof. Dr. Thomas Beyerle
thomas.beyerle@catella.de
+49 30 310 193-220

Maximilian Radert M.Sc., LL.M., EMBA
maximilian.radert@catella-investment.com
+49 89 189 16 65 280