Kommt das Risiko zurück? – Analyse von Immobilieninvestments in Europa bis 2023

Während im immobilienspezifischen Kontext der Fokus im Wesentlichen auf Renditen liegt, werden Risiken oftmals vernachlässigt. Das taktische Ausblenden von Risiken ist zwar eine praktikable, aber eben keine effiziente Risikovermeidungsstrategie. 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 – gleichwohl noch immer zu selektiv. 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 plausibiliert hat. Zum anderen durch die stochastische Analyse der Verteilungsparameter von Renditefunktionen (2016). Zuletzt haben wir aufgezeigt, welche Effekte Immobilienverkehrswerte erfahren, wenn sich wieder eine Normalisierung der Geldpolitik einstellt (Market Tracker Dezember 2018). Die Messung des Risikos kann folglich aus sehr unterschiedlichen Blickwinkeln erfolgen.

Im Rahmen unserer aktuellen Analyse möchten wir zum einen die derzeitigen makroökonomischen Risiken und die aktuelle Gemengelage auf dem europäischen Büroimmobilienmarkt darlegen. Zum anderen werden Szenario- und Sensitivitätsanalysen im Fokus stehen. Im nachfolgenden Teil wird sich zunächst der Rendite-Risiko-Analyse gewidmet und erste Szenarien werden skizziert. Anschließend erfolgt eine Modellierung von Zinsänderungsrisiken. Bevor wir daraus die Ergebnisse ableiten, werden die Renditeerwartungen verschiedener Risikostile quantitativ erfasst.

Makroökonomischer Ausblick und Risiken bei Büro-Investments

Angesichts der weltweiten geopolitischen und wirtschaftlichen Gefahrenlage sollten die Risikoampeln bei strategisch agierenden Immobilieninvestoren derzeit mindestens auf „orange" stehen. Neben zahlreichen politischen Brennpunkten zum Beispiel in Iran oder in Hongkong, sind auch signifikante finanzielle Abwärtsrisiken vorhanden. Hinzu kommt der weltweit ansteigende Protektionismus.

Auch mögliche Schocks auf dem Büromarkt, beispielsweise die finanzielle Schieflage eines großen Bürovermieters, der darüber hinaus auch noch in dem dynamisch daherkommenden ‚Flexible Workspace' Segment aktiv ist, sollten nicht vernachlässigt werden.

Vor allem aber der anhaltende Handelskonflikt zwischen den USA und China, der erste Anzeichen eines Währungskrieges aufzeigt, sowie der drohende ungeordnete Brexit führen zu einer starken Erhöhung der Makro-Unsicherheiten. Zudem deuten vereinzelte Konjunkturindikatoren auf eine wirtschaftliche Abschwächung in der Eurozone hin, wobei besonders der Handel und das verarbeitende Gewerbe betroffen sind. Gerade Exportländer mit engen Handelsbeziehungen nach Fernost registrieren bereits eine deutliche Abkühlung der Auftragslage. Es stellt sich die Frage, welche Risiken entstehen, wenn ein weltweiter Abschwung auf den mittlerweile weit gelaufenen Immobilienmarkt trifft – und die Schwäche auf den Dienstleistungssektor übergreift. Darüber hinaus hat sich die Zahl von nationalen Risiken für Immobilieninvestments insgesamt erhöht, exemplarisch sei dabei auf die negativen Folgen von ordnungspolitischen Eingriffen auf dem deutschen Wohnungsmarkt verwiesen.

Die Zinswende scheint vorerst verschoben zu sein und die geldpolitische Ausrichtung der wichtigen Notenbanken ist wieder expansiver. Die Währungshüter zeigten zuletzt deutlich die Bereitschaft, den makroökonomischen Risiken entgegenzuwirken. Während die US-amerikanische FED (Federal Reserve System) eine dritte Zinssenkung umgesetzt hat, hat auch die EZB erneut – ungeachtet der Vielzahl von Kritiken – unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen ergriffen.

Über Catella

Catella gehört zu den führenden Spezialisten im Bereich Immobilieninvestment und Fondsmanagement und agiert in 15 Ländern. Der Konzern verwaltet Vermögenswerte von rund 20 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

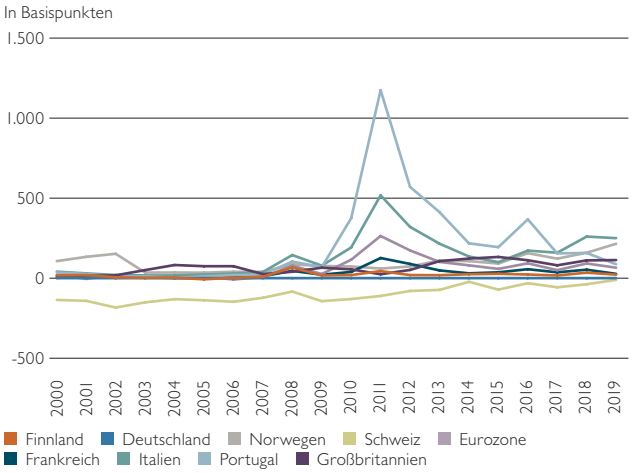
Carsten Lieser, M.Sc.
carsten.lieser@catella.de

Maximilian Radert, M.Sc., LL.M.
maximilian.radert@catella-investment.com

Nachdem die Risikoaufschläge zur 10 jährigen Staatsanleihe im Nachgang der Finanzkrise in den zweistelligen Prozentbereich gestiegen sind, haben sie sich angesichts der lockeren Geldpolitik – inklusive Anleihekaufprogramme – erholt. Zum Vergleich: Der aktuelle Risikoaufschlag für US-Anleihen liegt mit gleicher Laufzeit bei 230 Basispunkten und ist damit deutlich höher als für portugiesische oder italienische Anleihen – obwohl die USA eine deutlich bessere Bonität aufweisen.

Durch den Rückgang der Anleihe-Spreads bleiben Immobilieninvestments in Europa weiterhin im Fokus von Multi-Asset Investoren. Die Differenz zwischen Nettoanfangsrenditen (Büro) und Anleiherenditen (10 Jahre) ist derzeit überall im positiven Bereich.

ABB. 1: RISIKOPRÄMIE ZUR 10 JÄHRIGEN STAATSANLEIHE



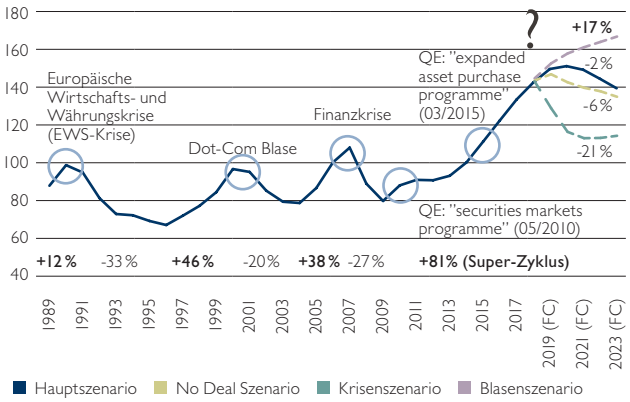
Quelle: Oxford Economics (OE)
Kalkulation und Design: Catella Research 2019

Rendite-Risiko-Analyse und Szenarien für den europäischen Büroimmobilienmarkt

Aus den zuvor beschriebenen Risiken lassen sich mögliche Szenarien für die weitere Entwicklung des europäischen Büroimmobilienmarktes ableiten:

- Im Hauptszenario, bei einer Aggregation unserer traditionell 34 Bürostandorte in Europa (Wahrscheinlichkeit >50 %), wird es in den nächsten Jahren zu einem moderaten Rückgang der Kapitalwerte kommen. Dabei werden 2019 und 2020 noch positive Wachstumsraten erzielt. In diesem Szenario wird ein harter Brexit ohne Abkommen abgewendet, zum Beispiel durch eine Übergangsregelung, der Handelsstreit eskaliert nicht weiter und die Geldpolitik wirkt unterstützend.
- Im „No Deal"-Szenario wird keine Einigung erzielt und mögliche wirtschaftliche Auswirkungen werden in Großbritannien und bei den Handelspartnern zu spüren sein. Der Büroimmobilienmarkt wird dann besonders in London tangiert.
- Ein weiteres mögliches Szenario ist der Ausbruch einer neuen globalen Finanzkrise. Der Handels- bzw. Währungskonflikt zwischen den USA und China kann eskalieren oder sich durch protektionistische Maßnahmen und fehlgeleitete Wirtschaftspolitiken zumindest weiter verstärken.
- Zuletzt besteht die Möglichkeit, dass sich die bisherige Preisentwicklung angesichts hoher Liquiditätszuflüsse und anhaltender Angebotsdefizite fortsetzt und der Zyklus weiterläuft. In diesem Fall erhöht sich die reelle Gefahr einer Preisübertreibung: Dann lassen sich Verkehrswerte nicht mehr durch fundamentale Faktoren erklären und der Markt kann in einer spekulativen Preisblase enden.

ABB. 2: SZENARIEN FÜR DEN EUROPÄISCHEN BÜROMARKT INDEX (2006=100)

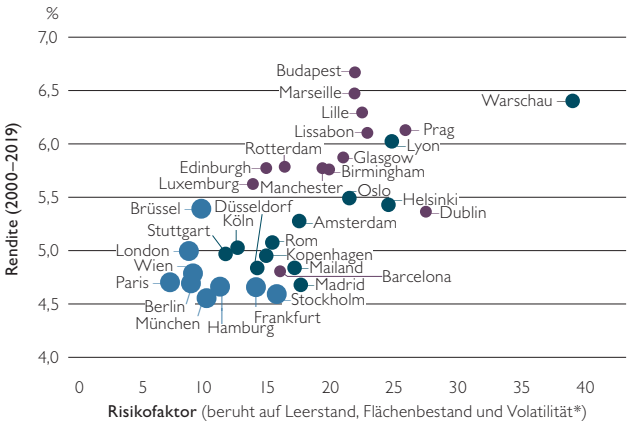


Quelle: Property Market Analysis (PMA)
Kalkulation und Design: Catella Research 2019

Im Folgenden sind die Ergebnisse einer Risiko-Rendite-Analyse der 34 europäischen Büromärkte dargestellt. Der Risikofaktor beruht auf dem jeweils normierten Leerstand, dem Flächenbestand und der Renditevolatilität.

Auf den ersten Blick erscheint das Rendite-Risiko-Profil plausibel: Die Büromärkte der A- und B- Kategorie sind überwiegend risikoarm und weisen zwischen 2000 und 2019 eine durchschnittliche Rendite knapp unterhalb von 5,5 % aus. Die Büromärkte der C-Kategorie bieten zwar attraktivere Renditen, jedoch vereinzelt auch höhere Risiken. Besonders auffallend ist das Rendite-Risiko Profil des verhältnismäßig kleinen Marktes Barcelona. Aufgrund stetig sinkender Leerstandsquoten und geringer Volatilität der Spitzenrenditen reiht sich der Standort zu ähnlich risikoarmen Märkten wie Stockholm, Madrid oder Mailand ein. Gleichzeitig liegt die zu erwartende Rendite auf dem niedrigen Niveau zahlreicher A- und B-Standorte. Ein ausgewogenes Rendite-Risiko Verhältnis ist vor allem in einigen Märkten der BeNeLux Staaten sowie in Großbritannien zu finden. Vor allem in den osteuropäischen Märkten lassen sich noch vergleichsweise attraktive Bürorenditen erzielen. Die polnische Hauptstadt hat in den letzten Jahren aufgrund hoher spekulativer Bürofertigstellungen mit hohen Leerständen zu kämpfen. Gleichzeitig zeigt die langjährige Entwicklung der Spitzenrenditen eine hohe Volatilität, weshalb Warschau in der Analyse den höchsten Risikofaktor einnimmt.

ABB. 3: RISIKO-RENDITE-PROFIL EUROPÄISCHER BÜROIMMOBILIENMÄRKTE 2019



Blasengröße entspricht Flächenbestand:
Kategorien: A > 10 Mio. qm
B ≥ 5 Mio. bis 10 Mio. qm
C < 5 Mio. qm
*Standardabweichung der jeweiligen Spitzenrenditen

Quelle: Property Market Analysis (PMA)
Kalkulation und Design: Catella Research 2019

Sensitivitätsanalysen und Ableitung von Risikoprämien im Kontext verschiedener Risikostile

Kann es eigentlich ein zu hohes Risiko geben? Im Rahmen der ökonomischen Risikotheorie spricht man von sogenannten Risikotoleranzen. Diese können sich im Exponenten der Risikofunktion eines Anlegers manifestieren. Dabei kann sich die Risikoeinstellung eines Anlegers als affin, neutral oder avers entpuppen.

Ist ein Anleger risikoaffin, wird er bei zwei Anlagealternativen mit den gleichen Erwartungswerten stets die Alternative mit dem größeren Risiko präferieren. Die Höhe der Risikoprämie basiert auf der Schadenseintrittswahrscheinlichkeit und der erwarteten Schadenshöhe („negative Abweichung vom Erwartungswert"). Diese Parameter könnten mithilfe von „Value-at-Risk"-Schätzungen konkretisiert werden. Auch die individuellen Risikotoleranzen der Anleger beeinflussen die Höhe der Prämie.

Postulierung von Risikoprämien und abnormale Renditen für Core-Investments

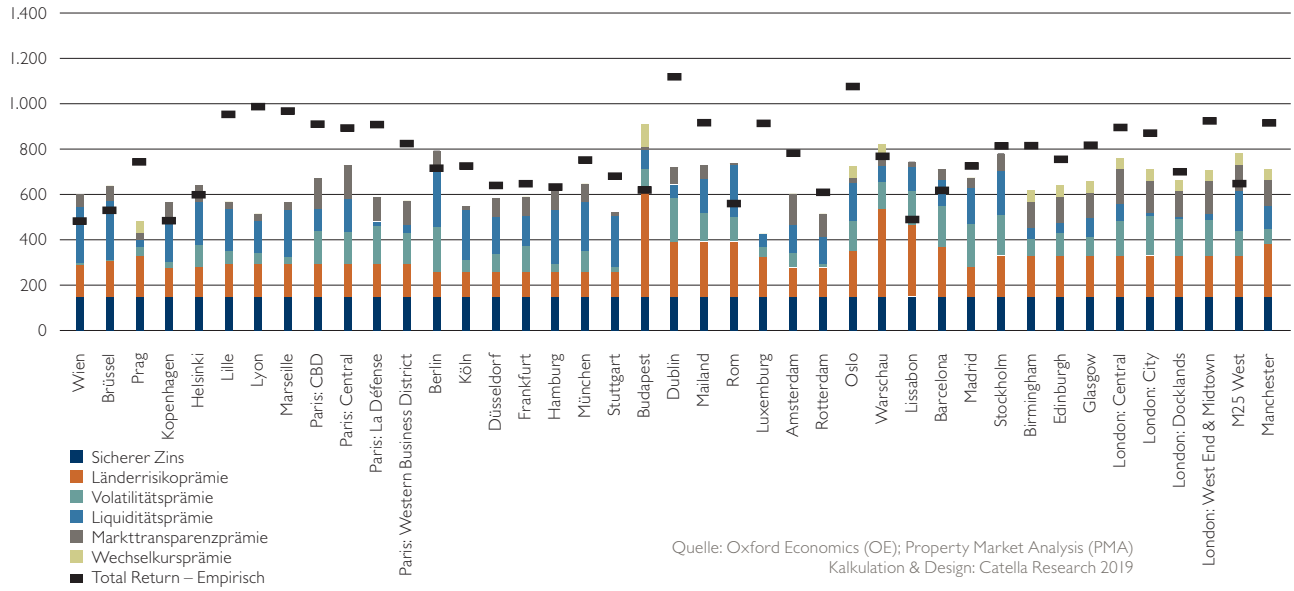
Catella Research definiert die Risikoprämie für Core-Immobilieninvestitionen als den Risikozuschlag oberhalb der sicheren Verzinsung und zwar aus der Perspektive eines in der Eurozone ansässigen institutionellen Investors.

Die Risikoprämie setzt sich aus den einzelnen Prämien für das Länder-, das Volatilitäts-, das Liquiditäts-, das Markttransparenz- und das Wechselkursrisiko zusammen. Dabei zeigt sich, dass für viele einzelne Standorte die empirische Rendite oberhalb der modelltheoretischen Rendite liegt. Offenbar liegt den Schätzungen der einzelnen Prämien ein gewisses Grundrauschen („white noise") zu Grunde. Der Punktschätzer ist allerdings für den Gesamtmarkt fast treffsicher. Die empirische Rendite (Total Return) liegt im Mittel bei 7,6 % und die modelltheoretische Rendite wird auf 6,5 % geschätzt. Entsprechend konnten die Anleger mit einer langfristigen Investition in den europäischen Büroimmobilienmarkt in der Vergangenheit durchschnittlich 110 Basispunkte oberhalb der erwarteten Verzinsung vereinnahmen.

Erfassung von Zinsänderungsrisiken für Core-Investments

Um Zinsänderungsrisiken mittels Theorien zu erfassen, können die Modigliani-Miller-Theoreme – benannt nach den beiden Nobelpreisträgern Franco Modigliani und Merton Miller – der neoklassischen Finanzierungstheorie herangezogen werden. Mit dem sogenannten Leverage-Effekt lässt sich die

ABB. 4: ERMITTLUNG MODELLTHEORETISCHER RISIKOPRÄMIEN UND EMPIRISCHER GESAMTRENDITEN (TOTAL RETURN) 2019



Quelle: Oxford Economics (OE); Property Market Analysis (PMA)
Kalkulation & Design: Catella Research 2019

Eigenkapitalrentabilität steigern, indem man die Verschuldung erhöht. Das bedeutet: Die Verschuldung zu erhöhen, steigert die Verzinsung des eingesetzten Eigenkapitals – solange die Zinszahlungen an die Bank niedriger sind als der Ertrag, der mit dem geliehenen Betrag erwirtschaftet wird.

Wenn man nun ein Büroportfolio zum durchschnittlichen gewichteten Faktor vom knapp 32-fachen ankauft, lässt sich bei einem LTV von 50 % eine Ausschüttungsrendite von 3 % für den Investor realisieren.

Der Netto-Finanzierungseffekt liegt bei etwa 170 Basispunkten. Das herrschende Tiefzinsumfeld war, ist und bleibt der Haupttreiber für die Entwicklungen auf dem europäischen Immobilienmarkt. Einem größeren Zinsanstieg oder gar einem Zinsschock ist derzeit eine geringe Wahrscheinlichkeit beizumessen. Weil man aber mit Prognosen bekanntlich falsch liegen kann, macht es auch Sinn, über andere Szenarien nachzudenken.

Ein steigendes Zinsniveau führt über das inverse Wert-Zins-Verhältnis dazu, dass die Marktwerte der Immobilien nach unten tendieren, wenngleich wir aktuell nicht davon ausgehen. Nachfolgend wird lediglich der Effekt auf die Cash-Rendite durch den sich verändernden Kapitaldienst isoliert dargestellt. Im Basisszenario liegt der Fremdkapitalzins bei 1 %. Bei Betrachtung der einzelnen Assets im Fonds mit einer anteiligen Zuordnung der Vehikel-Kosten wird schnell deutlich, dass nicht einmal alle Assets die Zielausschüttung von 3 % erreichen, zum Beispiel Berlin und München.

In anderen Städten wie Lille ist die Renditekompression noch nicht so weit vorangeschritten. Hier wäre sogar bei einem Zinsanstieg von 140 auf 240 Basispunkte noch eine Ausschüttungsrendite von 3 % realisierbar.

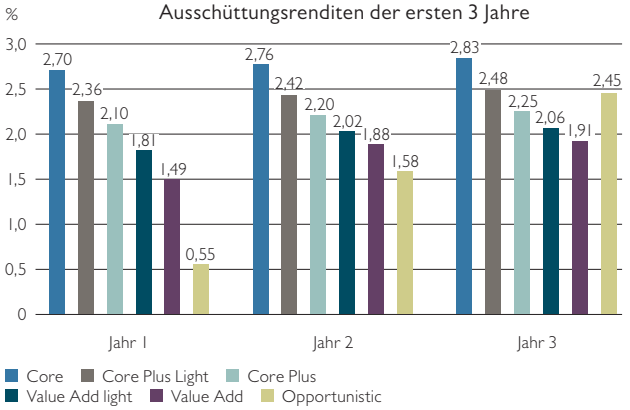
Nach Modigliani und Miller entwickelt sich die Eigenkapitalrendite linear mit dem Kostensatz für das Fremdkapital. Die Steigung der Geraden der Eigenkapitalrendite (= Ausschüttungsrendite) bei Variation des Fremdkapitalzins liegt bei etwa -0,85. Entsprechend würde sich diese Rendite bei einer Erhöhung des Zinssatzes um 50 Basispunkte um 42 bp auf 2,58 % (EK-Rendite = 3 % – 0,85 * Delta FK-Zins) verringern.

Renditeprämien für unterschiedliche Risikostile

Wenn ein Investor eine Ausschüttungsrendite oberhalb der im Core-Segment erzielbaren Renditen realisieren möchte, muss er zwangsweise weitere Objekt- und Marktrisiken eingehen. Sofern man ceteris paribus ein höheres Objektrisiko wählt, sollte sich dies eben auch in der erzielbaren Rendite niederschlagen. Catella Research unterscheidet in diesem Kontext zwischen sechs verschiedenen Risikokategorien. Die Risikokategorien unterscheiden sich hinsichtlich der Vermietungsquote und der Restlaufzeit der Mietverträge (WAULT = Weighted Average Non-Expired Lease Term). Wählt man eine der unteren Risikokategorien, erhöht sich die Investitionssicherheit.

„Value Add"-Erträge resultieren vor diesem Hintergrund eher zu einem geringen Anteil aus den laufenden Erträgen und zu einem deutlich höheren Anteil aus der Behebung der objektspezifischen Mängel. Doch welche Überrendite lässt sich nun im Vergleich zu der „Core"-Risikoklasse realisieren?

ABB. 5: RENDITEERWARTUNGEN FÜR DIE INVESTITION IN DIE UNTERSCHIEDLICHEN RISIKOKLASSEN



Quelle: Catella Real Estate AG (CREAG)

Catella Research hat die Potenziale für die Leerstandsreduktion und die Nachvermietungspotenziale unter der Annahme von CAPEX-Maßnahmen einmal modelliert („Best Case"-Modellierung).

Einem Investor muss bewusst sein, dass besonders in den ersten Jahren die Ausschüttungsrendite umso geringer ausfällt, je riskanter die Investitionsstrategie ist. Im Falle der Risikokategorie „Core" kann postuliert werden, dass die Ausschüttungsrendite der Gesamtrendite (Total Return) entspricht, da deutlich über 90 % der Gesamtrendite auf die Ausschüttungsrendite zurückzuführen sind. Mit der Erhöhung des Risikos verringert sich dieser Anteil kontinuierlich. Bereits bei einem „Core Plus"-Investment kann der Anteil der Ausschüttungs- dem Anteil der Wertzuwachsrendite entsprechen.

Ein reines „Value Add"-Investment ist dadurch gekennzeichnet, dass mehr als zwei Drittel der Gesamtrendite auf Wertzuwächse zurückzuführen sind. Wichtig ist, dass die Ausschüttungsrendite weniger risikobehaftet ist. Ob die Wertzuwachsrendite teilweise oder vollständig realisierbar ist, stellt sich als deutlich unsicherer dar. Letztlich muss jeder Investor individuell für sich beantworten, ob er bereit ist, Risiken jenseits der Investmentkategorie „Core" einzugehen. In diesem Kontext ist wiederum auf die Risikotoleranzen in der spezifischen Risikofunktion zu verweisen.

Fazit

Die Gemengelage auf den Wirtschafts-, Kapital- und Geldmärkten ist derzeit von einer großen Unsicherheit geprägt. Unternehmen reagieren auf diese Unsicherheit, indem sie Investitionen zurückfahren. Dies schlägt sich wiederum in einer sinkenden BIP-Prognose nieder. Gelingt es aber, diese Unsicherheit sukzessiv zu reduzieren, wird sich auch das antizipierte Wirtschaftswachstum wieder erhöhen. Letztendlich muss jeder Investor seine eigene Risikotoleranz quantifizieren und somit entscheiden, ob die Risikoprämie für eine Investition in riskantere Märkte, Assetklassen und Investmentstile der Risikobereitschaft entspricht. Eine Fokussierung auf die Ausschüttungsrendite als Teilrendite des „Total Return" legt eine Investition in Mittelstädte nahe. So können Zinsänderungsrisiken besser kompensiert werden. Bei der Wahl einer höheren Risikoklasse – beispielsweise „Value Add" und „Opportunistic" – können auch die großen Metropolen von Interesse sein, weil die Mietsteigerungspotenziale den Internal Rate of Return (IRR) deutlich positiv tangieren.