

Europäische Immobiliendiversifikation bleibt trotz Finanzkrise sinnvoll

Neil Turner

In den vergangenen Monaten verpuffte aufgrund des Gleichlaufs der Immobilienmärkte der Diversifikationseffekt bei Immobilienanlagen in verschiedenen europäischen Ländern. Das wird so nicht bleiben. Aufgrund der Auswertung historischer Daten sieht der Autor mit beginnendem Konjunkturwachstum wieder verschiedene Zyklen in Europas Märkten. Da mit unterschiedlicher wirtschaftlicher Entwicklung und mit voneinander abweichenden Leerstandsdaten auch die Mietnachfrage anders ausfällt, macht es seiner Ansicht nach großen Sinn, wieder verstärkt auf Diversifikation zu setzen und so Risiko und Ertragspotenzial zu verteilen. (Red.)

Europaweit ausgerichtete Immobilienportfolios bieten noch immer Diversifikationsvorteile und gute Renditechancen. Wegen der besonderen Nachfrage- und Angebotskräfte in den einzelnen Ländern erreichen die lokalen Märkte tendenziell zu verschiedenen Zeiten ihre Höhe- und Tiefpunkte, sodass die Erträge eines grenzüberschreitenden Portfolios weniger volatil ausfallen als die Renditen rein national ausgerichteter Anlagen. Die Beimischung internationaler Objekte in ein nationales Portfolio verschiebt die Effizienzgrenze im positiven Sinn: Das gleiche Ertragsniveau kann mit weniger Risiko oder ein höherer Ertrag mit dem gleichen Risiko erzielt werden.

Finanzkrise ließ Korrelationen steigen

Während der Finanzkrise verpuffte der positive Diversifikationseffekt, denn die Korrelationen zwischen den Märkten stiegen stark an. Banken auf der ganzen Welt stoppten auf einen Schlag ihre Immobilienkreditvergabe, der Markt für durch Gewerbeimmobilienhypotheken besicherte CMBS-Wertpapiere fror ein, Investoren verloren das Vertrauen, die Unterzeichnung neuer Pachtverträge wurde verschoben und die Mieterinsolvenzen nahmen zu. Infolgedessen stiegen im Jahr 2008 die Immobilienrenditen in nahezu jedem europäischen Markt in die Höhe, die Mieten sanken oder blieben bestenfalls stabil. Immobilienmärkte, die zuvor verschiedenen Zyklen gefolgt waren, liefen plötzlich im Gleichschritt in die falsche Richtung.

Einzelhandelsimmobilien waren von den weltwirtschaftlichen Einflüssen weniger stark betroffen als Büroimmobilien, was

sie wahrscheinlich unterschiedlichen Regulierungen in Bezug auf Preise und Öffnungszeiten, aber auch auf Länder- und Regionenebene stark voneinander abweichenden Einzelhandelsplanungen verdanken. Auch der strukturelle Wandel durch den Internethandel und den Markteintritt von Discount-Anbietern fällt in den verschiedenen Ländern sehr unterschiedlich aus.

Manche Anleger stellten angesichts der letzten zwei Jahre bereits die Renditevorteile einer internationalen Streuung von Immobilieninvestments in Frage. Der Gleichlauf der europäischen Immobilienmärkte gilt aller Voraussicht nach jedoch nur für die Phase des Abschwungs. Analysen zeigen, dass der Gleichlauf der Märkte zyklisch verläuft und in Rezessionsphasen wie den frühen 1990er oder den späten 2000er Jahren ansteigt, während er in Phasen wirtschaftlicher Erholung abnimmt.

Vieles deutet darauf hin, dass die wirtschaftliche Erholung ähnlich wie Mitte der 1990er Jahre auch diesmal in den verschiedenen Märkten unterschiedlich schnell einsetzen dürfte, sodass manche Märkte relativ schnell aus der Flaute kommen, andere aber noch einige Jahre dort verharren werden. Die Schlüsselfrage für Anleger ist, welche Märkte zu der

Der Autor

Neil Turner ist weltweiter Leiter des Bereichs Property Fund Management und Geschäftsführer der Schroder Property Investment Management GmbH, Frankfurt am Main.

sich schnell erholenden Gruppe zählen. Um dies herauszufinden, sollte man vor allem auf die Situation bei Mietnachfrage und Leerstandsdaten achten und lokale Unterschiede in der Investoreneinstellung berücksichtigen.

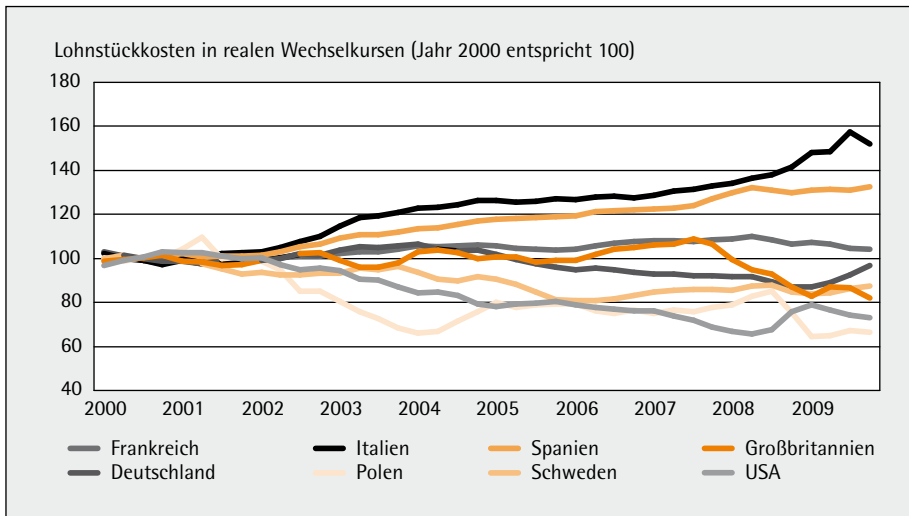
Gleichlauf lässt nach

Das künftige Wirtschaftswachstum und damit die Mietnachfrage werden in den einzelnen europäischen Ländern stark unterschiedlich ausfallen. Den jüngsten Prognosen zufolge sollten Polen und Tschechien mit jährlichen Wachstumsraten von über drei Prozent die Erholung in den nächsten vier Jahren anführen, gefolgt von Norwegen, Schweden und Großbritannien. Diesen Ländern wird ebenfalls überdurchschnittliches Wachstum vorausgesagt, weil ihre Währungen gegenüber dem Euro abwerten können. Norwegen hat zudem den Vorzug großer Ölreserven.

Deutschland wird den Prognosen zufolge mit einem Wachstum von zwei Prozent oberhalb des Durchschnitts der Eurozone liegen und die beste relative Entwicklung seit der Wiedervereinigung 1990 erreichen. Am anderen Ende der Rangliste stehen Italien und Spanien, denen in den nächsten vier Jahren ein durchschnittliches Wachstum von nur einem Prozent vorhergesagt wird. Auch die Niederlande, Portugal und die Schweiz dürften sich eher langsam erholen.

Die Prognosen sind teilweise ein Vermächtnis des Kreditbooms, der der Finanzkrise vorausging, und des finanziellen Schadens, den die Rettungsmaßnahmen für die Staatsfinanzen bedeuteten. Vor allem in Irland, Spanien und Großbritannien, aber auch in den Niederlanden und der Schweiz wird der Druck auf die Haushalte zur Rückzahlung von Schulden und zum Aufbau von Sparvermögen dazu führen, dass die Konsumausgaben für eine Reihe von Jahren einschränkt bleiben. Auf der staatlichen Ebene wird zwar in fast ganz Europa dieses Jahr die Maastricht-Grenze überschritten, die das Haushaltsdefizit auf drei Prozent des Bruttoinlandsproduktes beschränkt, am dringendsten ist die Defizitproblematik aber in Griechenland, Irland, Spanien und Großbritannien. In diesen Ländern ist die Notwendigkeit zur Reduzierung der Staatsdefizite durch Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen so groß, dass das Wachstum auf Jahre hinaus belastet werden könnte.

Internationale Wettbewerbsfähigkeit



Quelle: OECD

Stand Februar 2010

Ein nicht zu unterschätzender Faktor für die künftige Wirtschaftsentwicklung ist auch die internationale Wettbewerbsfähigkeit. In Deutschland, in geringerem Umfang aber auch in Frankreich, sorgten Lohnzurückhaltung und Produktivitätsverbesserungen dafür, dass die Lohnstückkosten in den letzten zehn Jahren nahezu stabil blieben. In Italien und Spanien dagegen stiegen sie im selben Zeitraum um 25 bis 50 Prozent, was automatische Lohnanpassungen an die Inflation in Spanien reflektiert, aber auch die geringe Mobilität auf den Arbeitsmärkten beider Länder. Es gibt dort relativ wenig Bewegung von Regionen mit hoher Arbeitslosigkeit in Regionen mit besserer Beschäftigungslage.

Internationale Wettbewerbsfähigkeit

Auch die Euro-Einführung und die Schaffung eines einheitlichen Zinsraumes führten nicht zur Angleichung des Wirtschaftswachstums innerhalb der Eurozone, weil sie nicht von Arbeitsmarktformen begleitet wurden. Weil Italien und Spanien ihre Währungen nicht mehr abwerten können, dürfte der Euro sogar weniger als kraft der wirtschaftlichen Integration, sondern eher als Keil zwischen Nord- und Südeuropa wirken.

Nicht vergessen sollten Anleger, dass Länderprognosen nur einen Teil des Gesamtbildes zeichnen. Die regionalen Unterschiede bei Wirtschaftswachstum und Mietnachfrage werden immer größer, vor allem wegen der Konzentration bestimmter Branchen an einzelnen Orten. So sind Frankfurt und London herausragende Finanzzentren, während Berlin, Brüssel, Rom und Den Haag vor-

wiegend als Verwaltungszentren fungieren. Hochtechnologie und Luxusgüterherstellung sind in Süddeutschland, der Schweiz und Norditalien konzentriert, während der Tourismus in vielen Teilen Südeuropas ein wichtiger Wirtschaftszweig ist. Die Globalisierung und die Verlagerung wenig wertschöpfender Produktionsstätten nach Asien und Zentraleuropa machten die regionalen westeuropäischen Volkswirtschaften nicht homogener, sie steigerten eher noch den Spezialisierungsgrad.

Die Mietnachfrage ist nur eine Hälfte der Mietgleichung, die andere ist die Leerstandsquote. Nach PMA-Angaben schwankt die durchschnittliche Leerstandsrate in Einkaufszentren zwischen rund zwei Prozent in Frankreich und zwölf Prozent in Großbritannien, im Bürosektor reicht die Spanne von fünf bis acht Prozent im Londoner West End, Paris und Wien bis hin zu etwa 18 Prozent in Amsterdam und Frankfurt. Die Märkte mit den niedrigsten Leerstandsdaten dürften künftig einen entscheidenden Vorsprung haben, sodass französische Einkaufszentren sowie Büros in London, Paris und Wien zu den Sektoren gehören könnten, die in den Jahren 2011 oder 2012 eine Erholung der Mieten erleben werden. Im Gegensatz dazu werden Büromärkte wie Amsterdam und Frankfurt mit ihren chronisch hohen Leerstandsdaten Gefahr laufen, hinterherzuhinken. Eine Herausforderung, aber auch eine Chance liegt in der Frage, was dort mit dem Bestand an leeren, alternden Bürogebäuden passiert.

Die Einführung des Euro führte auf zweierlei Weise dazu, dass die Immobilienerträge sich innerhalb der Eurozone stärker

vereinheitlichten. Einerseits beeinflussen kurzfristige Zinsen die Immobilienrenditen, sodass die Zinsvereinheitlichung im Euroraum nationale Unterschiede aufhob. Andererseits verschwand das Wechselkursrisiko, sodass Immobilieninvestoren ermutigt wurden, in neue Märkte mit attraktiv erscheinenden Renditen zu investieren. Dies führt unweigerlich zu dem paradoxen Ergebnis, dass mit der Zunahme grenzüberschreitender Anlagen zum Zwecke der Diversifizierung eben jene Diversifizierungseffekte verwässert wurden. Trotz des Trends zur Internationalisierung im vergangenen Jahrzehnt gibt es aber noch immer keinen großen, vereinigten paneuropäischen Immobilienanlagemarkt. Die Renditen in den meisten Märkten werden weiterhin überwiegend von lokalen Anlegern und ihrer Haltung zur Immobilie bestimmt.

Diversifikation lohnt sich noch

Ein Beispiel liefern die Renditen in Dänemark, Deutschland und der Schweiz, die in den vergangenen Jahren weniger stiegen als in Frankreich, den Niederlanden und Schweden. Die Bruttorendite von Premiumbüros in Hamburg und München lag beispielsweise am Jahresende 2007 um 50 bis 100 Basispunkte höher als die Rendite vergleichbarer Objekte in Paris und Stockholm, im März 2010 dagegen lagen die Renditen in Hamburg und München um 25 bis 50 Basispunkte niedriger. Ein Grund dafür dürfte sein, dass Anleger in Dänemark, Deutschland und der Schweiz Immobilien als sicheren Hafen in unstillen Zeiten sehen, während die meisten Anleger in Frankreich, Schweden und Großbritannien Immobilien eher als zyklisches Investment mit hohem Risiko betrachten.

Es gibt noch immer eine Reihe guter Gründe für die gut diversifizierte, paneuropäische Immobilienanlage. Lokale Unterschiede beim Wirtschaftswachstum und den Leerstandsdaten haben zur Folge, dass die Mieten sich in den verschiedenen europäischen Märkten mit unterschiedlicher Geschwindigkeit erholen werden. Die Kapitalwerte und Gesamterträge werden zudem weiterhin von nationalen Differenzen bei der Investorenhaltung gegenüber Immobilien und abweichenden Renditeentwicklungen beeinflusst. Solange es keinen neuen Schock für das globale Finanzsystem gibt, wird deshalb ein internationales Immobilienportfolio ein deutlich geringeres Risiko aufweisen als ein Immobilienbestand, der ausschließlich auf einen nationalen Einzelmarkt ausgerichtet ist. ■