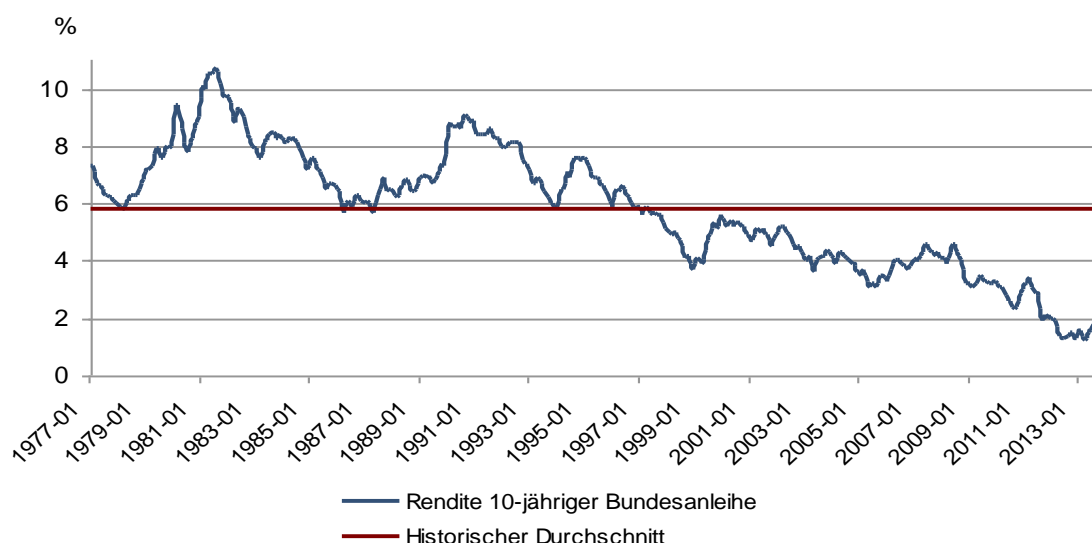


Aktuelles Zinsumfeld

Renditen deutscher Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit



* Die Renditen für AAA geratete Staatsanleihen bewegen sich seit geraumer Zeit auf einem historisch niedrigen Niveau. Die Renditen für 10-jährige deutsche Staatsanleihen sind in den letzten Monaten zwar leicht gestiegen, liegen aber immer noch 410 Basispunkte unter dem historischen Durchschnitt.

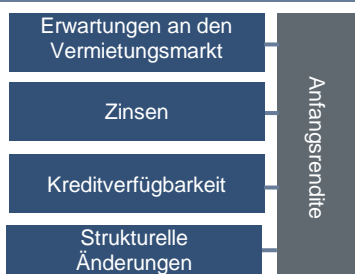
* Von einer mehrjährigen Fortsetzung der globalen Niedrigzinspolitik ist auszugehen. Dafür spricht auch die Ankündigung der US-amerikanischen Notenbank FED vom 18.09.2013 das Konjunkturprogramm in Form von Anleihekäufen i.H.v. 85 Mrd. \$ pro Monat vorerst beizubehalten.

* Langfristig, wenn sich die europäische Wirtschaft normalisiert, ist mit einer Abkehr von der Politik des billigen Geldes und deutlich höheren Zinsen zu rechnen. Dies dürfte eher eine Frage von Jahren als von Monaten sein. Da Immobilien aber sehr langfristige Investments sind, sollte dieses Risiko nicht außer Acht gelassen werden.

Quelle: Deutsche Bundesbank

Analyse der größten europäischen Büromärkte

Determinanten von Anfangsrenditen



* Die Anfangsrenditen von Büroimmobilien werden von verschiedenen Faktoren determiniert. Zentrale Variablen sind das Zinsniveau und die erwartete Entwicklung auf den Vermietungsmärkten.

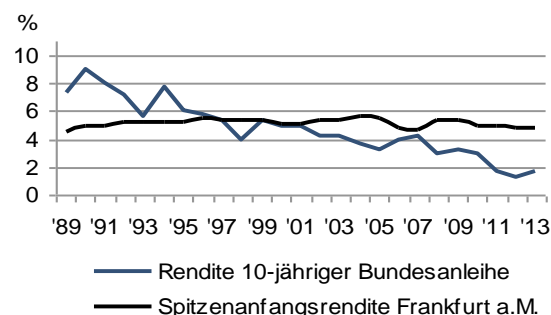
* Steigende Zinsen erhöhen die Finanzierungskosten und machen Anleihen als Konkurrenzprodukte attraktiver. Folglich steigen in diesem Fall die Anfangsrenditen.

* Positive Erwartungen für die Vermietungsmärkte haben sinkende Anfangsrenditen zur Folge: Bereits die Aussicht auf steigende Mieteinnahmen führt zu höheren Preisgeboten.

* Auch andere Faktoren wie die Kreditverfügbarkeit und die Stimmung auf den Kapitalmärkten sind von Bedeutung. Zu beachten sind auch strukturelle Veränderungen: In den osteuropäischen Zentren sind sowohl die Zinsen als auch die Anfangsrenditen infolge eines stabileren politischen und makroökonomischen Umfelds gesunken.

* Zwischen den genannten Variablen bestehen zahlreiche Interdependenzen: Wenn sich z.B. die Konjunktur, und damit auch der Vermietungsmarkt eines Landes im Abschwung befindet, sinkt i.d.R. auch das Zinsniveau. Dadurch reduzieren sich zwar die Finanzierungskosten, aufgrund der restriktiveren Haltung der Banken sinkt aber auch die Kreditverfügbarkeit.

* Wie das Beispiel Frankfurt zeigt, reicht eine einfache Korrelationsanalyse zur Erklärung der Zusammenhänge nicht aus. Zur Analyse wurden daher multivariate ökonometrische Modelle verwendet.



Quelle: Deutsche Bundesbank, IVG Research

Ergebnisse des ökonometrischen Modells im Überblick

		Effekte auf Anfangsrenditen durch:	
		Zinsen	Mieterwartungen
Belgien	Brüssel	Effekt überdurchschnittlich	kein Effekt
Deutschland	Berlin	kein Effekt	Effekt überdurchschnittlich
	Düsseldorf	kein Effekt	Effekt überdurchschnittlich
	Frankfurt	kein Effekt	kein Effekt
	Hamburg	kein Effekt	Effekt überdurchschnittlich
	München	kein Effekt	Effekt überdurchschnittlich
Finnland	Helsinki	kein Effekt	kein Effekt
Frankreich	Paris	kein Effekt	kein Effekt
Großbritannien	London	kein Effekt	kein Effekt
Irland	Dublin	kein Effekt	kein Effekt
Italien	Mailand	kein Effekt	kein Effekt
	Rom	kein Effekt	kein Effekt
Niederlande	Amsterdam	kein Effekt	kein Effekt
Österreich	Wien	kein Effekt	kein Effekt
Polen	Warschau	kein Effekt	kein Effekt
Portugal	Lissabon	kein Effekt	kein Effekt
Schweden	Stockholm	kein Effekt	kein Effekt
Spanien	Barcelona	kein Effekt	kein Effekt
	Madrid	kein Effekt	kein Effekt
Tschechien	Prag	kein Effekt	kein Effekt
Ungarn	Budapest	kein Effekt	kein Effekt

Quelle: IVG Research

Legende	
Zinsen	Mieterwartungen
Effekt überdurchschnittlich	Effekt überdurchschnittlich
Effekt unterdurchschnittlich	Effekt unterdurchschnittlich
kein Effekt	kein Effekt

* Die Tabelle veranschaulicht, ob Zinsen und/oder Mieterwartungen eine signifikante Variable zur Erklärung der Anfangsrenditen darstellen.

* Unsere Schätzungen zeigen, dass der Einfluss der Zinsen uneinheitlich ist. So lässt sich für die deutschen Zentren und Wien kein signifikanter Effekt nachweisen.

* Im Gegensatz dazu tragen die Mieterwartungen in allen von uns untersuchten Märkten einen Anteil zur Erklärung der Anfangsrenditen bei.

* Grundsätzlich ist der Effekt von Zinsen und Mieterwartungen gegenläufig. Wenn bei steigenden Zinsen auch die Mieterwartungen steigen, entsteht ein Kompensationseffekt.

* Die stärksten Zinseffekte ergeben sich für London, Paris, Dublin und die osteuropäischen Standorte. Wir gehen davon aus, dass dieses Ergebnis mit der jeweiligen Bedeutung internationaler Investoren zusammenhängt. Während die deutschen und österreichischen Bürozentren von nationalen und lokalen Investoren dominiert werden, spielen in den anderen Ländern ausländische Investoren die Hauptrolle. Erstgenannte dürften sich stärker an der lokalen Situation auf dem Vermietungsmarkt orientieren, die zweite Gruppe aufgrund der höheren Bedeutung von Fremdkapital an den Zinsen.

Prognose der Spitzenanfangsrenditen in den europäischen Bürozentren 2013-2017

Drei Szenarien zur Zinsentwicklung in Europa

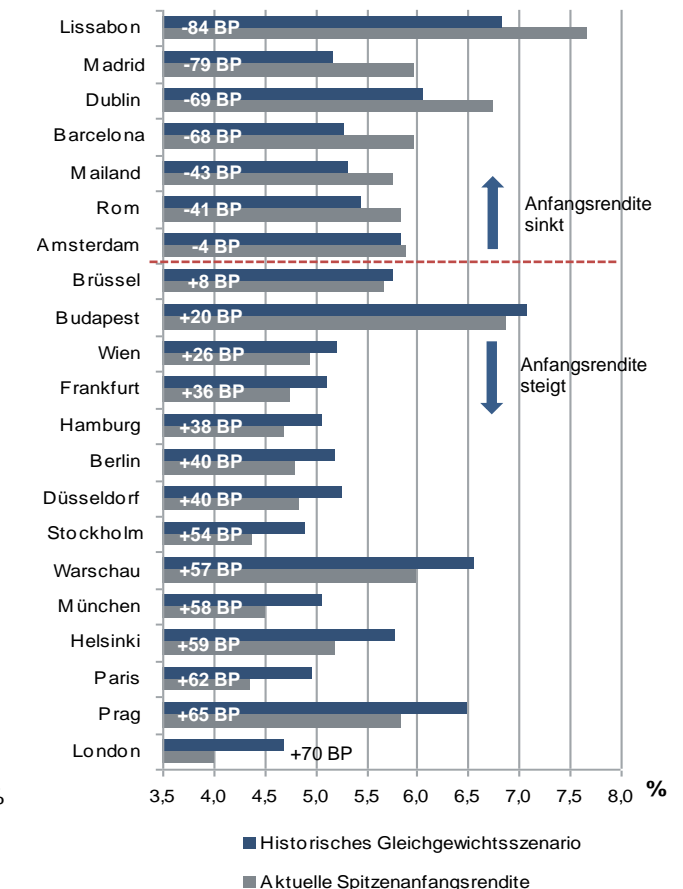
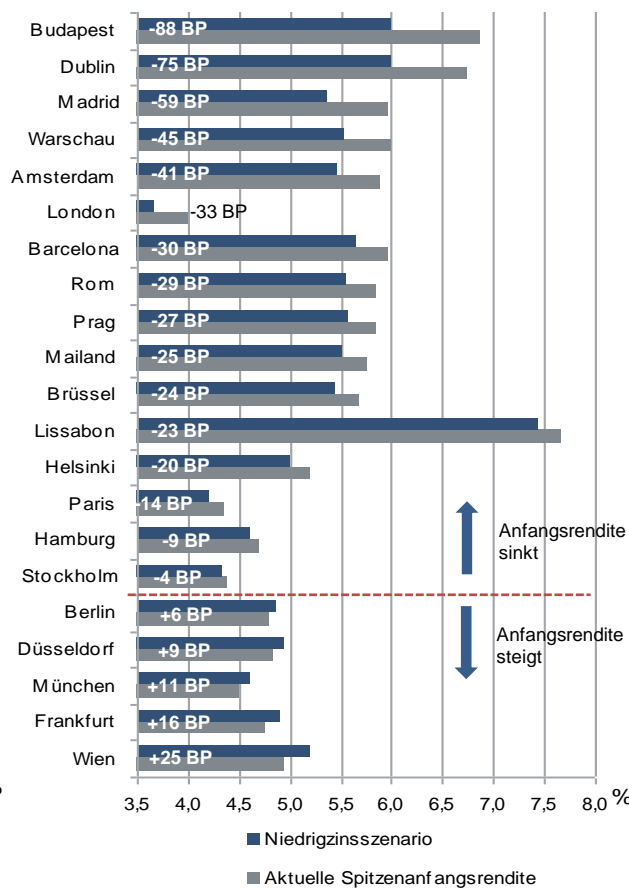
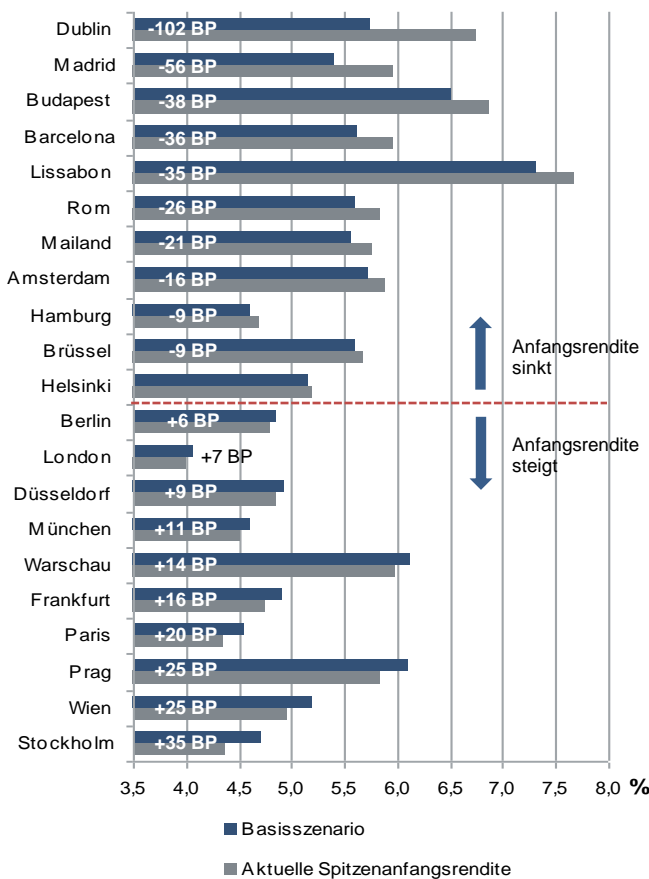
* **Basisszenario:** Moderater Anstieg der Zinsen, kontinuierliche Erholung der europäischen Wirtschaft und der Vermietungsmärkte.

* **Niedrigzinsszenario:** Fortsetzung des aktuellen Zinsniveaus, kontinuierliche Erholung der europäischen Wirtschaft und der Vermietungsmärkte. Dieses Szenario zeigt, wie sich die Märkte aus Investorensicht im besten Fall entwickeln.

* **Historisches Gleichgewichtsszenario:** Zinsen sowie Wirtschafts- und Mietwachstum kehren zu ihren langfristigen Durchschnitten zurück (mean reversion). Dieses Szenario ist sicherlich das unwahrscheinlichste, soll aber verdeutlichen, welche Effekte ein deutlicher Zinsanstieg haben kann. Für die meisten Standorte wurde der Zeitraum ab 1990, für Osteuropa ab 2000 zu Grunde gelegt.

Annahmen Zinsentwicklung (10-jährige Staatsanleihen) Basisszenario			
	August '13	Q4 '17	Änderung
Eurozone (exkl. Südeuropa)	2,20%	3,70%	150 bp
Südeuropa	5,20%	4,50%	-70 bp
Osteuropa	4,30%	5,50%	120 bp
UK	2,29%	3,50%	121 bp

Prognoseergebnis (sortiert nach größter Differenz in Basispunkten)



- * Für **Südeuropa** prognostizieren wir in allen Szenarien einen spürbaren Rückgang der Anfangsrenditen. Dies ist in erster Linie auf die von uns erwartete Erholung der Vermietungsmärkte zurückzuführen; der Einfluss der Zinsen ist in diesen Märkten relativ gering. Falls die Vermietungsmärkte wieder zu ihrer historischen Stärke finden, was aber zumindest für die nächsten Jahre wenig wahrscheinlich ist, kann eine deutliche Renditekompression erwartet werden.
- * Für die **deutschen Märkte und Wien** haben Zinsänderungen keinen messbaren Effekt. Wir erwarten fast flächendeckend und in allen Szenarien leicht steigende Spitzenrenditen. Dies ist in erster Linie auf die von uns prognostizierten und gleichzeitig etwas schwächeren Situationen auf den Vermietungsmärkten zurückzuführen. Aufgrund der generell wenig dynamischen Mietentwicklung in Deutschland fällt der Anstieg im historischen Gleichgewichtsszenario stärker aus.
- * In **Paris und London** steigen die Anfangsrenditen im Basisszenario nur leicht an, im Niedrigzinsszenario sinken sie sogar. Das niedrige Anfangsrenditeniveau kann durch die anhaltend geringen Zinsen über den gesamten Prognosezeitraum aufrecht erhalten werden. Dass steigende Zinsen für diese beiden Städte aber grundsätzlich ein Risiko darstellen, zeigt das historische Gleichgewichtsszenario: Starke Zinsanstiege haben aufgrund der relativ hohen Zinssensitivität deutlich steigende Anfangsrenditen zur Folge.
- * Auch die Spitzenrenditen in **Prag und Warschau** werden signifikant vom Zinsniveau beeinflusst. Entsprechend erwarten wir im Basisszenario leichte und im historischen Gleichgewichtsszenario deutliche Renditeanstiege. Beim Niedrigzinsszenario verbleiben die Zinsen auf dem heutigen Niveau während angenommen wird, dass sich die Vermietungsmärkte gut entwickeln. In diesem Fall ist im Jahr 2017 mit Anfangsrenditen unterhalb der aktuellen Werte zu rechnen.
- * Für **Schweden** wird im Basisszenario ein relativ starker Zinsanstieg unterstellt. Entsprechend sehen wir in diesem Fall für Stockholm den stärksten Renditeanstieg. Bei anhaltend niedrigen Zinsen bleiben die Anfangsrenditen auf niedrigem Niveau stabil.
- * Insgesamt verdeutlicht die Analyse, dass eine weitgehende Fortsetzung des niedrigen Niveaus der Anfangsrenditen in den mittel- und nordeuropäischen Zentren über den gesamten Prognosezeitraum wahrscheinlich ist. Die südeuropäischen Märkte dürften vor allem aufgrund der kontinuierlichen Stabilisierung der Vermietungsmärkte langsam in das Blickfeld der internationalen Investoren geraten. Selbst wenn dieser Prozess nicht durch größere Turbulenzen gestört wird, dürfte er doch so langsam ablaufen, dass keine signifikante Verlagerung der Kapitalströme auf Kosten der kerneuropäischen Märkte zu erwarten ist.
- * Hinsichtlich neuer Investments in den durch niedrige Anfangsrenditen geprägten Zentren in West- und Nordeuropa bedeutet dies, dass starke Preisrückgänge wenig wahrscheinlich sind. Die **Total Returns** dürften aufgrund der geringen Anfangsrenditen absolut gesehen zwar schwach ausfallen, relativ zu den niederrentierlichen Staatsanleihen aber auf tolerierbarem Niveau bleiben.
- * Erkennbar ist aber auch, dass ein deutlich höheres Zinsniveau vor allem für die sehr international geprägten Büromärkte in Paris, London, Stockholm sowie in Warschau und Prag spürbar negative Effekte hätte. Bezogen auf unseren Prognosezeitraum bis 2017 erwarten wir diese Entwicklung nicht. Da Immobilieninvestitionen in der Regel mehr als fünf Jahre Bestand haben, sollte das Risiko dennoch nicht außer Acht gelassen werden.