

FERI EURO RATING QUARTERLY

4. QUARTAL 2010

Editorial

Liebe Leserinnen und Leser,

am 8. und 9. November 2010 findet in Frankfurt die 23. FERI Herbsttagung statt. Die Weltwirtschaft hat eine neue Lokomotive: China! Nachdem die Schwellenländer mehrheitlich bereits die globale Wirtschafts- und Finanzkrise vergleichsweise gut gemeistert haben, nehmen sie in der nun folgenden Aufschwungphase die führende Rolle ein. Exportorientierte Länder auch in Europa sollten ebenfalls von diesem Boom profitieren können. Steht der Weltwirtschaft ein Wachwechsel bevor? Welche Rolle spielen künftig die USA, die die Folgen der Krise noch nicht endgültig überwunden zu haben scheinen? Welche Chancen ergeben sich für Unternehmen in den einzelnen Branchen sowie für die Investoren in den einzelnen Assetklassen bis hin zu Immobilien? Und wo liegen aktuell die Risiken? Diese und weitere Fragen diskutieren wir mit Ihnen im Rahmen unserer Vorträge und Podiumsdiskussionen.

Die Ergebnisse der zweijährlichen FERI Studie Real Estate, einer Umfrage unter institutionellen Investoren, liegen vor. Wir präsentieren die Studie ausführlich auf unserer Herbsttagung. Einen ersten Einblick liefert Ihnen der vorliegende Newsletter.

Nach wie vor ist die hohe Staatsverschuldung in Europa ein, wenn nicht DAS bestimmende Thema in Wirtschaft und Politik. Nach der Griechenland-Krise im Frühjahr zeigen die jüngeren Entwicklungen z.B. in Frankreich oder Großbritannien, dass die Probleme nach der Rezession nicht kleiner geworden sind. In einer Analyse wird die aktuelle Situation der beiden EU-Staaten Irland und Großbritannien beleuchtet.

Unser neues Konzept zur Beurteilung der Immobilienmärkte, das inzwischen im FERI Immobilienmarkt Rating Anwendung findet, stellen wir Ihnen am Ende dieses Quarterly vor.

*Viel Spaß beim Lesen wünscht Ihr
Henry Schlosser*

Inhalt dieser Ausgabe:

1. Die 23. FERI Herbsttagung 2010
2. Immobilienanlagen von Institutionellen gewinnen weiter an Bedeutung
3. Irland und Großbritannien: Zwei Wege aus der Krise?
4. Das neue FERI Immobilienmarkt Rating

Lokwechsel:

Neuer Schwung für die Weltwirtschaft

Die 23. FERI Herbsttagung am 8. und 9. November 2010

Im November begrüßt die FERI EuroRating Services AG traditionell ihre Geschäftspartner und Interessenten zur Herbsttagung in Frankfurt am Main. Während am ersten Veranstaltungstag aktuelle Konjunkturthemen sowie die Anlagemärkte im Vordergrund stehen, rücken am zweiten Tag Anlageprodukte aus den Bereichen Fonds und Immobilien in den Mittelpunkt.

Montag, 8. November 2010 - Konjunktur und Märkte

Im Gegensatz zu Erholungsphasen nach früheren Rezessionen erweisen sich die USA aktuell nicht als das Zugpferd für die Weltwirtschaft. Vielmehr hat China die Rolle der Konjunkturlokomotive übernommen. In Europa treibt Deutschland, in Lateinamerika Brasilien die wirtschaftliche Entwicklung voran. Ein globaler Aufschwung mit der US-Wirtschaft nur noch in einer Nebenrolle scheint möglich - doch noch mögen die Finanzmärkte an dieses Szenario nicht recht glauben. Sind die alten Rollenverteilungen tatsächlich dauerhaft ad acta gelegt? Oder droht dem "chinesischen Wunder" ein schwerer Rückschlag, wenn Risiken wie z.B. die Situation auf den Immobilienmärkten wieder stärker in den Vordergrund rücken?

In und nach der Krise haben sich die Schwellenländer als erstaunlich robust erwiesen. Ihre Stärke wies auch exportorientierten Nationen wie Deutschland unerwartet schnell den Weg zurück auf den Wachstumspfad. Doch wie nachhaltig wird dieser Aufschwung sein? Die chinesische Regierung betreibt inzwischen eine restriktivere Wirtschaftspolitik. Deutschland stellt in Europa eher die positive Ausnahme dar: Die konjunkturelle Erholung in den anderen Ländern wird durch die notwendige Haushaltskonsolidierung gedämpft. Die Probleme sind da-

bei strukturell von Land zu Land unterschiedlich, siehe Griechenland oder Irland auf der einen, Großbritannien auf der anderen Seite (siehe auch untenstehenden Artikel), die Lösungen sind in der Regel jedoch die gleichen: Ein kräftiger Tritt auf die Kostenbremse, immenser Druck auf die Staatsausgaben, natürlich auch infolge der milliardenschweren Hilfsprogramme, die nun auf den Haushalten lasten, Personaleinsparungen und Lohnkürzungen im öffentlichen Dienst, Anhebung des Renteneintrittsalters etc. - mit der logischen Konsequenz, dass die gesellschaftliche Balance und damit der soziale Frieden in Gefahr geraten. Motto: Konsolidierung um jeden Preis - koste sie, was sie wolle! Auch das Wirtschaftswachstum in den USA hat sich bereits wieder abgeschwächt, die Folgen der Krise sind noch längst nicht überwunden. Zudem sind die globalen Ungleichgewichte mit der Krise nicht verschwunden - droht bald die nächste Korrektur? Wie stark sind die Lokomotiven, die den Zug vorantreiben? Welche Auswirkungen hat die veränderte Wachstumsdynamik auf einzelne Länder, Branchen und die Finanzmärkte?

Im Spezialteil wollen wir entsprechend die Konjunktur in China näher beleuchten - inklusive der Perspektiven, die sich daraus für die europäischen Branchen ergeben. Abschließend richten wir den Blick auf die Anlagemärkte und erläutern die Folgen für die Allokationsstrategien: Welche Annahmen müssen für die weitere Entwicklung in den Assetklassen Aktien, Renten und Immobilien gelten? Welche Schlüsse müssen die Anleger hieraus ziehen?

Am **Abend des ersten Veranstaltungstags** laden wir Sie zu unserem "Get together" ins Restaurant Goldmund im Literaturhaus Frankfurt ein, um den Tag bei anregenden Gesprächen mit Buffet ausklingen zu lassen.

Dienstag, 9. November 2010 - Investmentprodukte und Immobilien

Unsere beiden parallelen Veranstaltungsreihen am zweiten Tag beleuchten die aktuelle Situation und kommende Trends in den einzelnen Assetklassen. Dabei stehen die Investmentprodukte in Form von Publikumsfonds einerseits sowie Immobilieninvestments andererseits im Mittelpunkt.

Die Verunsicherung der Anleger ist über alle Assetklassen hinweg unverändert hoch. Das niedrige Zinsniveau und die nur langsam zu überwindende Risikoscheu nach der Finanzkrise bieten derzeit kaum Möglichkeiten zur Performancegenerierung. Attraktiv erscheinende Portfoliobeimischungen müssen genau geprüft und mit richtigem Timing eingesetzt werden. Da überrascht es nicht, dass Absolute-Return- und Multi-Asset-Konzepte sich im Fondsbereich wieder in den Blickwinkel der Investoren schieben, obwohl die meisten Umsetzungsvarianten in der Krise eher enttäuscht haben. Gelingt es nun im zweiten Anlauf, mit diesen Konzepten zur Stabilisierung der Portfoliorendite beizutragen?

Im Immobilienbereich wird Nachhaltigkeit zum wesentlichen Erfolgsfaktor. Alles, was nicht langfristig gesicherte Cashflows erzeugt, fällt derzeit bei den Investoren durch. Dies ist eine der Erkenntnisse aus der aktuellen Feri Studie Real Estate, deren erste Ergebnisse wir Ihnen auf der Tagung präsentieren. Dabei haben sich die Entwicklungspfade der globalen Immobilienmärkte wieder voneinander gelöst, und die unterschiedlichen Wirtschaftsentwicklungen in den einzelnen Ländern spiegeln sich auch in den Chancen und Risiken der Immobilienmärkte wider. Welche Standorte versprechen die besten Perspektiven? Welche Märkte sind derzeit "fair" bewertet? Wie kann es gelingen, dass Nachhaltigkeit nicht nur als ein Marketing-, sondern als Performancefaktor verstanden wird?

In Fachvorträgen und Podiumsdiskussionen präsentieren unsere Analysten gemeinsam mit externen Marktteilnehmern Antworten auf diese Fragen.

Immobilienanlagen von Institutionellen gewinnen weiter an Bedeutung

Von Sandro Cappucci

Aufgrund der niedrigen Renditen an den Rentenmärkten suchen institutionelle Investoren verstärkt nach alternativen Anlagemöglichkeiten. Trotz teils schlechter Erfahrungen während der Finanzkrise und der derzeitigen negativen Meldungen rund um die Immobilien-Publikumsfonds planen die Investoren ein verstärktes Engagement in Immobilienanlagen. Zu diesem Ergebnis kommt die Feri-Studie Real Estate 2011, welche das Immobilienmanagement institutioneller Investoren in Deutschland analysiert. Hierzu wurden 105 bedeutende Institutionen aus den Bereichen Versicherungen, Banken, Altersversorger, Industrieunternehmen sowie Kirchen und Stiftungen nach deren aktueller und geplanter Struktur der Immobilienportfolios befragt. Diese Investoren verfügen zusammen über ein Anlagevolumen von ca. 755 Milliarden Euro, wovon allein 46 Milliarden auf Immobilienanlagen entfallen. Schwerpunkt der Umfrage, die von Feri EuroRating Services seit 2001 durchgeführt wird, ist die Bewertung der Leistungen der Immobilien Asset Management-Gesellschaften durch die Investoren. In diesem Rahmen wurden 312 Immobilienmandate analysiert, welche von 52 verschiedenen Asset Managern verwaltet werden.

Stagnierende Immobilienquote

Entgegen den Planungen hat sich der Anteil der Immobilienanlagen am Gesamtportfolio gegenüber der letzten Befragung im Jahr 2008 kaum verändert und beträgt aktuell im Durchschnitt 6,1 Prozent. Die niedrigste Immobilienquote verzeichnen die Banken und Sparkassen mit 3,0 Prozent, die Gruppe der Kirchen und Stiftungen hat dagegen mit 19,6 Prozent anteilmäßig die höchste Immobilienquote. Die Altersversorger haben mit 10,4 Prozent weiterhin einen deutlich höheren Immobilienanteil als die Versicherungen mit derzeit 4,8 Prozent. Gründe für die Trägheit der Immobilienquote ist unter anderem der zeitaufwendige Prüfungs- und Planungsprozess im Vorfeld von Immobilieninvestitionen. Hinzu kommen die hohen Ansprüche der Investoren an die Qualität der Anlagevehikel und Objekte. Da oftmals die Anlagemöglichkeiten nicht den Ansprüchen der Investoren genügen, wird der Aufbau der Immobilienportfolios verzögert und Planungen somit bis auf weiteres nicht umgesetzt. Trotzdem sind 75 Prozent der Investoren der Meinung, dass die Asset-Klasse *Immobilien* bei den Institutionellen in den nächsten Jahren weiter an Bedeutung gewinnen wird. Vor diesem Hintergrund planen 60 Prozent bis Ende 2013 eine Aufstockung der Immobilienanlagen, 34 Prozent beabsichtigen keine Veränderung, nur 5 Prozent planen eine Reduzierung.

Wohnimmobilien stark im Aufwind

Im Zuge der in den letzten beiden Jahren getätigten Immobilieninvestitionen sind einige Veränderungen aufgetreten. Wohnimmobilien haben ihr Schattendasein in den Immobilienportfolios abgelegt und sind derzeit mit einem Anteil von 18,1 Prozent die zweitwichtigste Nutzungsart hinter den Büroimmobilien, welche mit 51,3 Prozent noch den Großteil der Immobilien-Nutzungsarten darstellt. Während der Anteil der Büroimmobilien gegenüber der letzten Erhebung um 5,0 Prozentpunkte gesunken ist, erhöhte sich der Anteil der Wohnungen um 6,8 Prozentpunkte. Dieser Trend wird sich nach Ansicht der Investoren auch in den nächsten Jahren fortsetzen. So planen 34 Prozent Investitionen in Wohnimmobilien, im Gegenzug möchten 17 Prozent ihren Anteil an Büroimmobilien reduzieren. Einen Aufschwung haben neben den Wohnungen auch die Einzelhandelsimmobilien erlebt, welche derzeit mit 15,5 Prozent an dritter Stelle stehen und gegenüber 2008 um 3,9 Prozentpunkte zugelegt haben. Für

den Einzelhandel sehen die Investoren ein ähnlich großes Wachstumspotenzial: Auch hier planen 35 Prozent der Befragten Investitionen in Einzelhandelsimmobilien wie Shoppingcenter oder Fachmarktzentren.

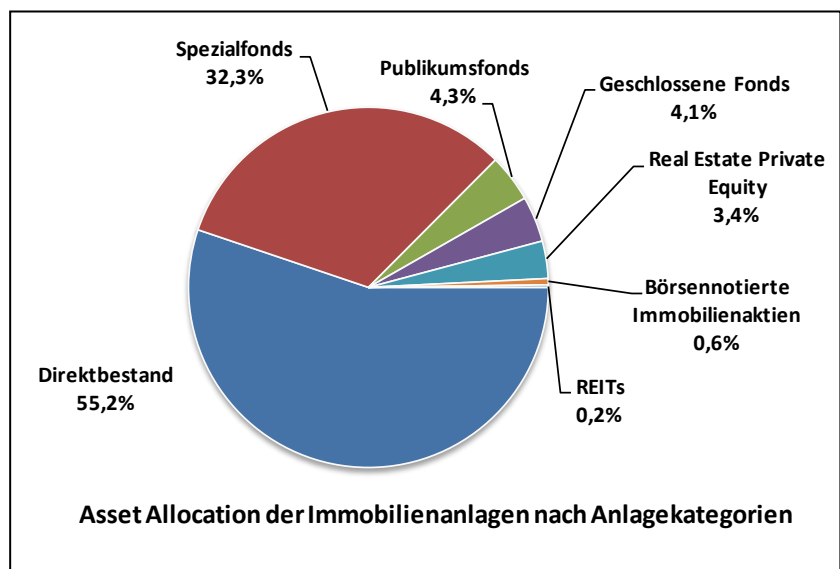
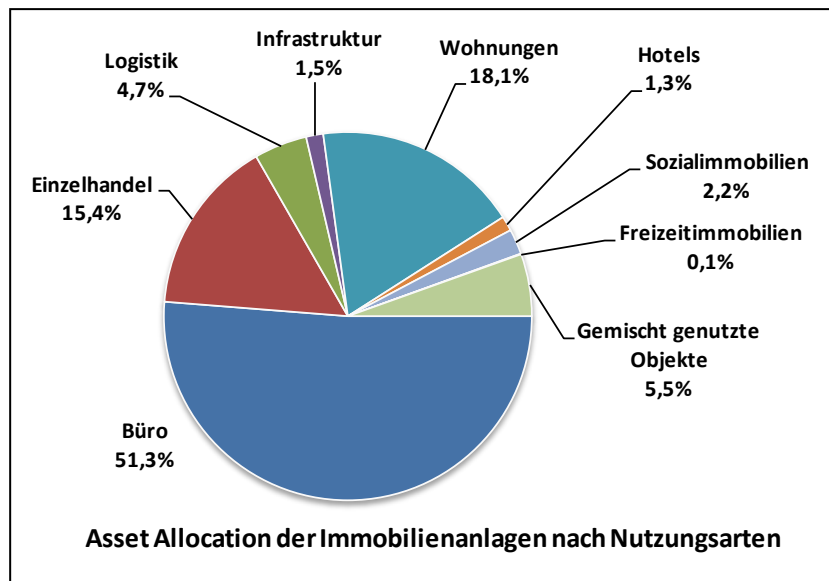
Spezialfonds weiter auf dem Vormarsch

Die Immobilien-Spezialfonds entwickeln sich immer mehr zur dominierenden Anlageform bei Immobilieninvestitionen. Mit einem Zuwachs von 6,2 Prozentpunkten machen sie mittlerweile 32,3 Prozent aller

Anlagekategorien aus. Dieser Trend scheint ungebrochen: 47 Prozent der Investoren geben an, in den nächsten drei Jahren über Spezialfonds in Immobilien zu investieren. Diese Entwicklung geht zu Lasten des Direktbestandes, welcher zwar mit 55,2 Prozent noch immer die wichtigste Anlageform ist, jedoch in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung verloren hat (minus 6,5 Prozentpunkte). Die Krise der Immobilien-Publikumsfonds hat bislang keine Spuren bei den befragten Investoren hinterlassen. Der Anteil der Publikumsfonds blieb mit 4,3 Prozent gegenüber 2008 nahezu unverändert. Die Institutionellen sehen für diese Anlageform weiterhin Zukunftsperspektiven: Nur 28 Prozent sind der Meinung, dass Immobilien-Publikumsfonds aufgrund ihrer Krisenanfälligkeit keine Zukunft mehr haben. Aus Sichtweise der Investoren werden von der Krise der Publikumsfonds weder die geschlossenen Beteiligungen noch die Immobilienaktien profitieren. Diese Aussage wird bestätigt durch rückläufigen Anteil der geschlossenen Immobilienfonds, deren Anteil auf 4,1 Prozent gesunken ist (minus 3,1 Prozent). Immobilienaktien (inklusive REITs) spielen mit unter einem Prozent weiterhin fast keine Rolle in den Portfolios der institutionellen Investoren.

Immobilien Asset Manager trotz Enttäuschungen gefragt

Die Krise an den Finanz- und Immobilienmärkten ist nicht spurlos an den Immobilien Asset Management-Gesellschaften vorbeigegangen: Bei 52 Prozent der Investoren wurde das Vertrauen in die Immobilien Asset Manager negativ beeinträchtigt. Insbesondere mit den etablierten Gesellschaften waren viele Institutionelle unzufrieden und haben ihren Unmut in den Bewertungen über die Kundenzufriedenheit zum Ausdruck gebracht. Von dieser Entwicklung profitieren haben Markteinsteiger wie z.B. die schwedische Catella Real Estate und kleinere spezialisierte Anbieter wie die Hamburger Investmentboutique Quantum Immobilien. Hin-



sichtlich der Marktexpertise haben nach Meinung der Investoren kleinere Gesellschaften gegenüber den Marktführern an Bedeutung gewonnen. Trotz einiger Kritik bleibt die Wiesbadener Gesellschaft IVG Institutional Funds (vormals OIK) nach wie vor der Marktführer für institutionelles Immobilienmanagement. Einige Gesellschaften konnten ihr ehemals negatives Image deutlich aufpolieren, hierzu zählt u.a. die Sparkassen-Tochter Deka Immobilien. Welche Gesellschaften im Rennen um neue Immobilienmandate die besten Karten haben, dazu liefert die Feri Studie Real Estate 2010 ein umfassendes Bild.

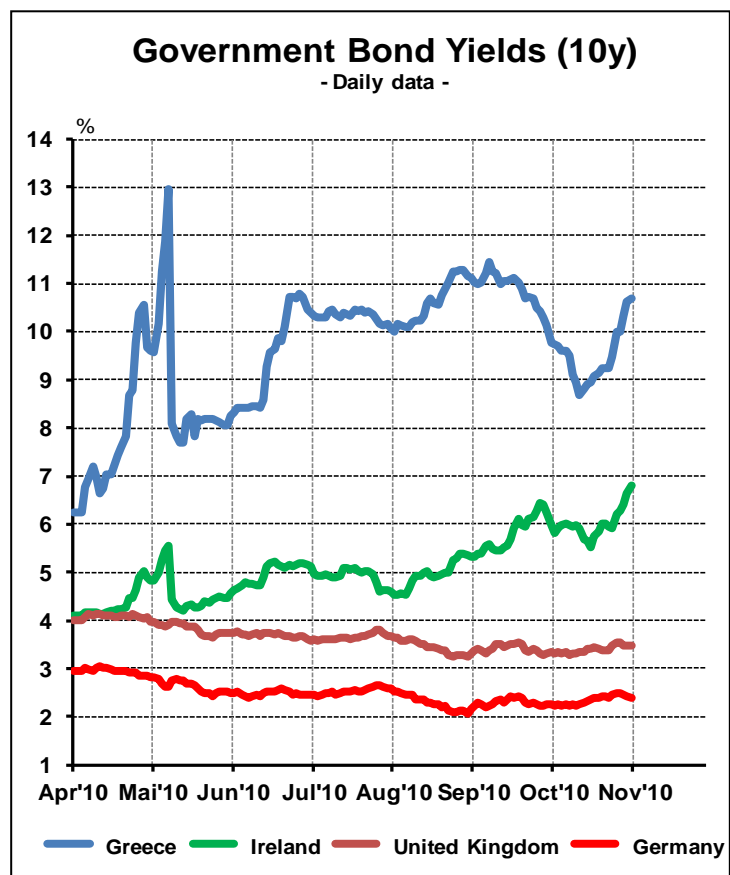
Staatschuldenkrise und kein Ende?

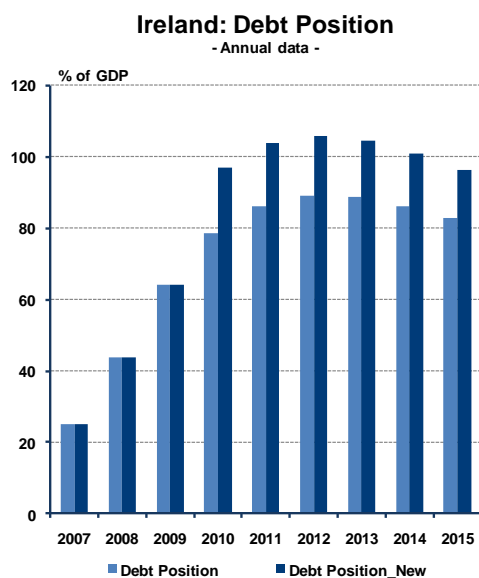
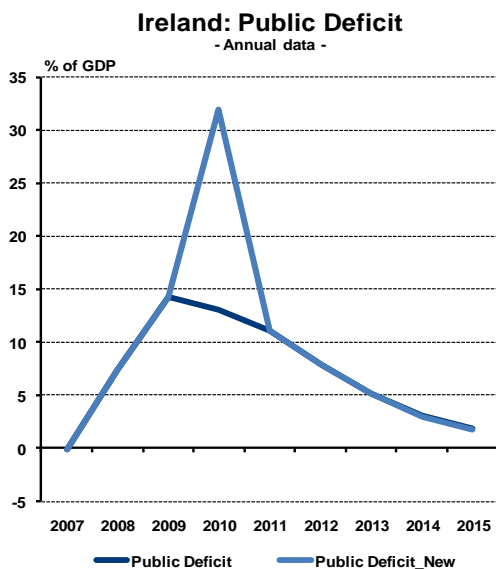
Von Axel D. Angermann

Bereits unmittelbar nach der Einrichtung eines Rettungsschirms für die hoch verschuldeten Länder auf EU-Ebene im Mai dieses Jahres hatten wir die Einschätzung abgegeben, dass das Thema Staatsverschuldung damit keineswegs von der Agenda verschwinden, sondern die Märkte weiterhin periodisch beschäftigen werde. Diese Einschätzung hat sich in den zurückliegenden Monaten als richtig erwiesen: Tatsächlich sind die hohe Staatsverschuldung der meisten europäischen Länder und ihre potenziellen Folgen ein Schmelzbrand, der jederzeit erneut aufflammen kann. Sichtbares Zeichen dafür sind die nach wie vor hohen Renditen für Staatsanleihen von Griechenland, Spanien, Portugal und Irland sowie die als Kehrseite der Medaille auf immer neue Rekordtiefs sinkenden Renditen für deutsche Staatsanleihen.

Der Fall Irland

Entfacht wurde die Debatte in jüngerer Zeit durch neue Belastungen des irischen Staatshaushalts in Folge der Schieflage großer irischer Banken. Zusätzlich zu den vom irischen Staat bereits gezahlten Hilfen in Höhe von 33 Milliarden Euro für die Anglo Irish Bank, die Bank of Ireland und die Irish Nationwide kommen nach neuesten Informationen weitere 12 Milliarden Euro, die sich insbesondere aus der Gründung einer Bad Bank für die Auslagerung fauler Kredite (National Asset Management Agency) und der damit verbundenen Rekapitalisierung der genannten Banken ergeben. Das irische Haushaltsdefizit erreicht damit im laufenden Jahr eine Höhe von 32% des Bruttoinlandsprodukts. Der Schuldenstand, der vor der Krise lediglich 20% des BIP betragen und 2009 bereits auf über 60% gestiegen war, klettert im laufenden Jahr auf knapp 100% des BIP. Angesichts dieser Zahlen waren die Unruhe an den Finanzmärkten und die wieder aufflammende Diskussion über die Zahlungsfähigkeit Irlands verständlich.





Dass aus dieser Unruhe kein neuer Flächenbrand wurde, hat mehrere Gründe:

- Der Anstieg des Haushaltsdefizits ist einmalig – die Erwartung deutlich niedrigerer Defizite in den kommenden Jahren (Rückführung des Defizits auf unter 3% spätestens im Jahr 2014) bleibt unverändert bestehen. Der Anstieg der Gesamtverschuldung ist demgegenüber permanent und stellt deshalb auch eine dauerhafte Belastung dar.
- Aus der Kapitalhilfe für die Banken resultieren keine unmittelbaren Zahlungsverpflichtungen. Derzeit ist deshalb auch keine Aufnahme neuer Mittel am Kapitalmarkt erforderlich.
- Irland setzt bereits seit Anfang des Jahres ein glaubhaftes Programm zur Konsolidierung der Staatsfinanzen um. Dieses Programm ist grundsätzlich geeignet, die Verschuldung mittelfristig wieder zurückzuführen.
- Schließlich hat sich an den Märkten die Einschätzung durchgesetzt, dass im schlimmsten Falle für Irland der EU-Rettungsschirm ausreichen würde, so dass die Gefahr eines Zahlungsausfalls weiterhin überschaubar bleibt.

Dennoch ist das Risiko eines Zahlungsausfalls gestiegen: Insbesondere weiter fallende Gewerbeimmobilienpreise könnten neue Kapitalspritzen für die irischen Banken erforderlich machen, was die Frage nach der Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen erneut auf die Tagesordnung bringen würde. Im Feri Länder Rating haben wir uns deshalb als Reaktion auf die veränderte Lage entschlossen, das Rating für Irland um eine Stufe - von „B“ auf „C“ - herabzustufen.

Der Fall Großbritannien

Das britische Defizit von rund 10% des BIP im laufenden Jahr gehört – neben Griechenland und Irland – zu den höchsten in der Europäischen Union. Die Schuldenquote von 75% des BIP erscheint zwar im europäischen Vergleich noch relativ moderat, ist aber seit 2007 um 30 Prozentpunkte gestiegen. Angesichts dieser Zahlen und lediglich moderater Wachstumsperspektiven für die britische Wirtschaft in den kommenden Jahren überrascht es fast schon, dass Großbritannien von Finanzmarkturbulenzen mit Blick auf die Staatsanleihen bislang verschont geblieben ist.

Die britische Regierung hat nun ein beispielloses Sparprogramm verkündet, mit dessen Hilfe das strukturelle Defizit bis zum Jahr 2016 auf Null gesenkt werden soll. Der größte Teil der Konsolidierung soll durch Einsparungen erreicht werden. Dazu zählen die Streichung von 500.000 Stellen und ein Lohnstopp für zwei Jahre im öffentlichen Dienst sowie Einsparungen im Sozialhaushalt von elf Milliarden Pfund. Dutzende von Sondermaßnahmen,

die die Labour-Regierung eingeführt hatte, werden gestrichen: vom Steuerkredit für Säuglinge bis zum Zuschuss für Neueinstellungen von über 50-Jährigen. Das Kindergeld wird für drei Jahre eingefroren. Das Rentenalter wird bereits ab dem Jahr 2015 auf 66 Jahre angehoben. Auf der Einnahmenseite ist die erneute Anhebung der Mehrwertsteuer ab Januar 2011 um 2,5 Prozentpunkte auf dann 20% Kern des Programms. Außerdem müssen Beamte und Staatsangestellte höhere Beiträge für ihre Altersversorgung entrichten, eine neue Abgabe für die großen Banken soll jährlich zwei Milliarden Pfund einbringen, und die Kapitalertragsteuer wird von 18 auf 28 Prozent angehoben.

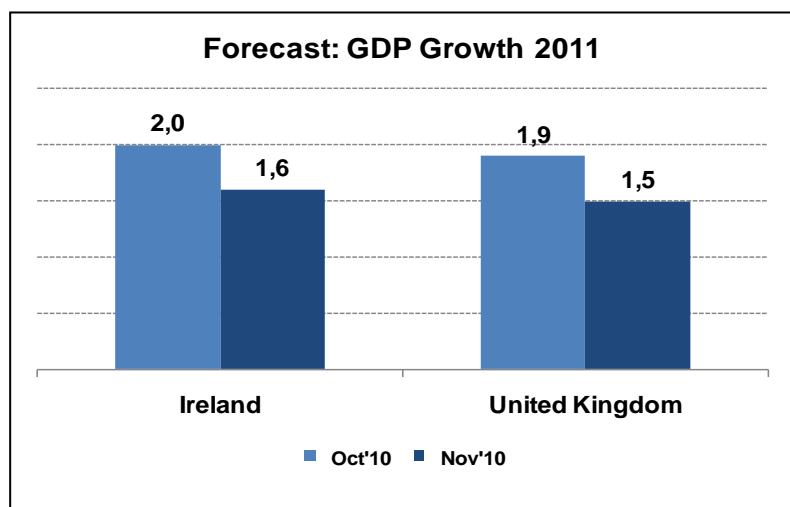
Das Sparprogramm wird die noch immer fragile britische Wirtschaft zusätzlich belasten. Unsere aktualisierten Prognosen zeigen, dass von der Haushaltskonsolidierung ein wachstumsdämpfender Effekt in Höhe von etwa 0,5 Prozentpunkten im Jahr 2011 sowie von 0,25 Prozentpunkten in den Folgejahren ausgeht. Diese Berechnung ist allerdings durchaus risikobehaftet: Das

britische Konsolidierungsprogramm ist ein Experiment, für das es kaum Beispiele gibt. Aus heutiger Sicht gibt es allerdings keine Veranlassung für eine Änderung des Länderratings für Großbritannien. Die Einstufung in die zweitbeste Risikoklasse „AA“ bleibt also unverändert.

Trotz der vorhandenen Risiken ist Großbritannien mit seinem Sparprogramm durchaus beispielgebend: Die britische Regierung demonstriert, dass eine umfassende Haushaltskonsolidierung in einem überschaubaren Zeitraum durchaus mög-

lich ist, wenn es für Einsparungen keine Tabus gibt und der politische Wille dafür vorhanden ist. Die politökonomische Analyse zeigt darüber hinaus, dass die Regierung mit ihrem Vorgehen durchaus auch ihre Eigeninteressen zu wahren weiß: Der Zeitpunkt der Maßnahmen gleich zu Beginn der Regierungstätigkeit lässt die politisch Handelnden hoffen, dass sich bis zum Ende der Wahlperiode die ersten Früchte der Konsolidierung zeigen und dies dann vom Wähler honoriert wird. Ob diese Rechnung aufgeht, wird man aus heutiger Sicht freilich kaum seriös abschätzen können.

Fest steht: Das Thema Staatsverschuldung wird auch im Jahr 2011 die Märkte (und die Analysten) beschäftigen. Eine neue Folge dieser Fortsetzungsgeschichte kann daher schon heute mit einiger Sicherheit prognostiziert werden.



Das neue Feri Immobilienmarkt Rating:

Asset Allocation und Timing von Immobilieninvestments

Von Manfred Binsfeld

Immobilien haben als Assetklasse in den vergangenen Jahren immer stärker an Bedeutung gewonnen und sich zunehmend als Alternative zu anderen Assetklassen etabliert. Sie sind zum festen Bestandteil in modernen Multi-Asset-Portfolien geworden. Dass Immobilieninvestitionen für viele institutionelle und private Anleger attraktiv sind, wird mit stabilen Einkommensströmen, dem hohen Diversifikationspotenzial und darüber hinaus auch mit dem Vorteil des Inflationsschutzes begründet.

Die teils drastischen Wertverluste in der letzten Immobilienmarktkrise haben diese Argumente auf dramatische Weise auf die Probe gestellt. Es sind Zweifel an Investitionsentscheidungen aufgekommen, die sich an langfristigen Erwartungswerten für den Gesamtertrag orientieren und die Volatilität als primäres Risikomaß berücksichtigen. Ein weiterer Punkt: Die Korrektur der Märkte erfolgte mehr oder weniger synchron in fast allen Anlageklassen. Gewohnte Korrelationen und das angenommene Diversifikationspotenzial von Immobilien werden seitdem ernsthaft in Frage gestellt. Marktteilnehmer sehen sich mit einer tendenziellen Verkürzung und stärkeren Ausprägung der Marktzyklen konfrontiert und erleben im Vergleich zu früheren Jahrzehnten deutlich intensivere Wechselwirkungen zwischen den Entwicklungen an unterschiedlichen regionalen und sektoralen Märkten. Auch die Inflationsschutzeigenschaften von Immobilien gelten nicht mehr als selbstverständlich und werden zum Teil kontrovers diskutiert.

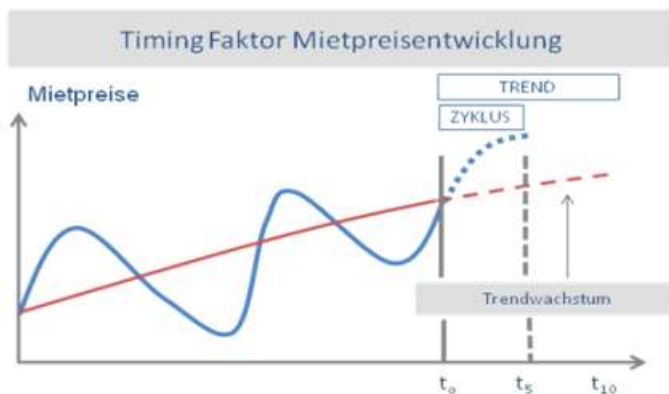
Diesen Fragen stellt sich das Feri Immobilienmarkt Rating seit vielen Jahren. Regelmäßig überprüfen wir dessen Methodik, um unseren Service so praxisnah wie möglich zu gestalten. Nachfolgend präsentieren wir die Neuerungen in unserem aktuellen Konzept zur Beurteilung der Büromärkte, bei dessen Gestaltung natürlich die Entwicklungen und Tendenzen der vergangenen Jahre eingeflossen sind. Das neue Konzept, das wir im ersten Schritt auf 25 große europäische Büromärkte angewandt haben, beruht auf einer Analyse der drei Indikatoren Potenzial, Risiko und Bewertung und liefert damit die Entscheidungsgrundlage für einen nachhaltigen Anlageerfolg bei Immobilieninvestitionen, von der Projektentwicklung bis zur langfristigen Immobilienanlage.



Bereits im bisherigen Ratingkonzept stand die Betrachtung des mittel- bis langfristigen Ertragspotenzials und des korrespondierenden strukturellen Risikos im Mittelpunkt. Die aktuelle Erweiterung bezieht sich vor allem darauf, dass die Untersuchung des Immobilienmarktzyklus im Vergleich zu anderen Aspekten etwas stärker gewichtet wurde als bisher und zugleich eine weitere Differenzierung der Risikoanalyse vorgenommen wurde. Zudem ist der Bereich Bewertung als eigenständige Komponente neu dazugekommen. Ziel dieser Erweiterungen des Ratingkonzepts ist eine bessere Erfassung der zyklischen Natur der Gewerbeimmobilienmärkte, um im Rating neben der aktuellen Marktlage auch die zeitlich differenzierten Ertragspotenziale möglichst realistisch abbilden zu können. Auf diese Weise gewinnt das Rating als Entscheidungshilfe nicht nur für grundsätzliche Allokationsentscheidungen, sondern vor allem auch für das Timing von Investitionsvorhaben an Wert.

Die wichtigsten konzeptionellen Erweiterungen sollen im Folgenden am Beispiel der drei Hauptindikatoren näher erläutert werden:

In Rahmen der Potenzialanalyse nehmen wir eine stärkere zeitliche Differenzierung in der Prognose des Ertragspotenzials vor. Der zehnjährigen Strukturprognose wird eine fünfjährige Zyklusprognose an die Seite gestellt, denn aus der systematischen Gegenüberstellung von zyklischen Verläufen und strukturellen Trends lassen sich künftige Ertragschancen relativ zuverlässig ermitteln. Zudem wurde in der Finanzkrise wieder offensichtlich, dass es Phasen gibt, in denen die Preisentwicklung auf den Büromärkten nicht mehr hauptsächlich durch die fundamentalen ökonomischen Faktoren bestimmt wird. Vielmehr hängt sie zu einem großen Teil auch von Bedingungen und Stimmungen an den Kapitalmärkten ab. Dieser Aspekt hat heute aufgrund der zunehmenden Verflechtungen zwischen Immobilien- und Kapitalmärkten sowie der fortschreitenden Globalisierung wesentlich größeres Gewicht als früher. Aus diesem Grunde haben wir weitere wichtige Bestimmungsfaktoren des Investitionsmarktes hinzugefügt wie die Kreditverfügbarkeit, Liquidität und Psychologie der Investoren. Dies verbessert besonders die Grundlage für die zyklische Prognose der Mietrenditen.



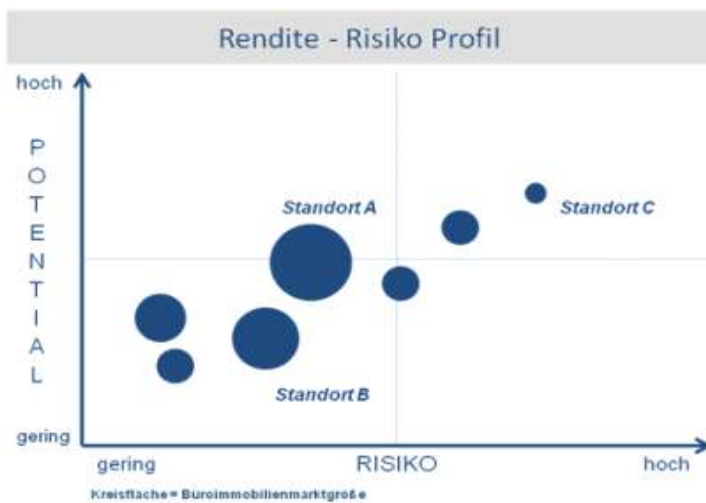
Auf diese Weise liefert das System die erste wichtige Voraussetzung zur Standortselektion: die Diagnose regional unterschiedlicher Ertragspotentiale. Eine vollständige Allokationsentscheidung muss allerdings noch um den Faktor Risiko ergänzt werden.

Unsere Risikoanalyse legt seit jeher großen Wert auf die Bedeutung der Wirtschaftsstruktur für die Wertentwicklung auf den Büroimmobilienmärkten. Wachstumsdynamik und Konjunkturanfälligkeit büromarktrelevanter Industrien haben einen großen Einfluß auf das Risiko der zukünftigen Mieterträge in einer Region. Diese Betrachtung haben wir um Risikoaspekte ergänzt, die unabhängig davon jedem Immobilienmarkt eigen sind, wie fehlende Markttransparenz und Liquidität.

Ferner haben wir auch hier großen Wert auf eine stärkere zeitliche Differenzierung gelegt. Da wir davon ausgehen, dass zyklische Bewegungen der Mieten zum größeren Teil prognostizierbar sind, weisen wir die mit der

Prognose verbundene Unsicherheit als das adäquate Risiko aus. Insbesondere für Investoren mit kurz- oder mittelfristigem Anlagehorizont sind traditionelle Risikomaße wie die historische Volatilität kaum geeignet, da sie je nach der Position im Zyklus Chancen unterschätzen oder Risiken überzeichnen. Für längere Investitionszeiträume hingegen, die die Dauer eines Zyklus überschreiten, stellt die historische Volatilität einen brauchbaren Risikoindikator dar. Wir ergänzen ihn jedoch um eine Maßzahl, die weitere strukturelle Risiken wie das Länderrisiko, die Markttransparenz, das Liquiditätsrisiko und die Sicherheit der erwarteten Einnahmen (Vertragslaufzeiten) repräsentiert.

Zusammen mit der Potenzialanalyse lassen sich damit zeitlich differenzierte Rendite-/Risikoprofile für die bislang nach diesem Konzept analysierten 25 europäischen Wirtschaftszentren gewinnen.



Um die Ausgangsposition für zukünftige Investitionen weiter zu präzisieren, haben wir den Teil Bewertung in die Analyse integriert. Hierbei geht es um die Beantwortung der Frage, ob der Markt im Verhältnis zu der von Feri ermittelten „Fair-Value“-Mietrendite über- oder unterbewertet ist. Diese „Fair-Value“-Mietrendite basiert auf der Prognose des fundamental gerechtfertigten Mindestertrages, der notwendig ist, um eine Investition auf dem Immobilienmarkt zu rechtfertigen. Dieser muss neben dem risikolosen Zins auch die marktspezifische Risikoprämie und das erwartete langfristige Mietpreiswachstum abdecken.

Die Lücke zwischen aktueller Marktmietrendite und dem mittelfristig fairen Wert dieser Rendite signalisiert erfahrungsgemäß recht zuverlässig den Grad einer Über- oder Unterbewertung. Hierdurch wird das Bild, das sich aus Potenzial- und Risikoanalyse ergibt, abgerundet, so dass das Rating in den unterschiedlichen Phasen innerhalb des gesamten immobilienwirtschaftlichen Wertschöpfungsprozesses jeweils eine belastbare Entscheidungsgrundlage liefert und dabei die neueren Entwicklungstendenzen an den Märkten angemessen berücksichtigt.