

Spanischer Immobilienmarkt: Zeit für „bargain hunting“?

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Der spanische Immobilienmarkt kam als Folge der Finanzkrise im Jahr 2007 deutlich unter Druck. Aufgrund des anschließenden Konsolidierungs- und Reformschocks ist das Land im Jahr 2009 in eine schwere Rezession geraten. Mit seiner rasant steigenden Staatsverschuldung war Spanien in den vergangenen Jahren einer der Brennpunkte der europäischen Staatsschulden- und Finanzkrise. Dies äußerte sich auch in den Renditen spanischer Staatsanleihen, die zwischenzeitlich Risikoprämien gegenüber deutschen Bundesanleihen von über 600 Basispunkten verzeichneten. Aufgrund positiver Konjunkturdaten sind diese für Spanien in den letzten Monaten aber wieder deutlich zurückgegangen. Anleger gehen offenbar davon aus, dass es der spanischen Regierung bei einem wieder positiven Wirtschaftswachstum gelingen wird, die Staatsfinanzen auf einen nachhaltigen Pfad zu bringen. Obwohl einige Konjunkturindikatoren darauf hindeuten, dass die Rezession in diesem Jahr auslaufen könnte, dürften zumindest die Hauspreise wegen des Anpassungsschocks in der Wirtschaft im Schnitt noch weiter fallen, wenngleich auch mit nachlassender Dynamik. Dass die Konjunktur sogar ein stärkeres Tempo aufnimmt als vielen der meisten Eurozone-Mitgliedsstaaten, lässt nach der Schnellschätzung von Eurostat ablesen, der zufolge Spanien im dritten Quartal mit einem Anstieg von 0,1% (QoQ) die zweijährige Rezession wohl durchschritten hat. Nachdem die irische Regierung am 14. November mitgeteilt hat, dass man im Dezember 2013 aus dem internationalen Hilfsprogramm aussteigen will, soll auch das spanische Hilfsprogramm im Januar 2014 auslaufen.

Da im Zuge des Wertverfalls von Wohnimmobilien die Verschuldung der privaten Haushalte erheblich angestiegen ist, sind viele dieser Kredite notleidend geworden. Dies wiederum hat sich negativ in den Bilanzen der spanischen Banken niedergeschlagen. Laut der spanischen Zentralbank belief sich das Volumen notleidender Kredite im September 2013 auf knapp 188 Mrd. Euro, was wiederum einen Anteil am Gesamtportfolio von etwa 12,7 % entspricht. Zum Vergleich: Ende 2007 lag das Volumen der Non-Performing-Loans noch bei 16,3 Mrd. Euro. Gemäß der Zahlen der spanischen Verbriefungsgesellschaft AyT betrug der Anteil der rückständigen Kredite und Immobilienkredite im September zwischen 9,93 % bzw. 11,79 %. Bei einzelnen Banken wie der Banco CCM sind die „Non-Performing-Mortgages“ auf 35,4 % bzw. „Non-Performing-Loans“ sogar auf 43 % gestiegen.

Wenngleich lokale Banken (insbesondere die Sparkassen) sich mit der Idee anzufreunden beginnen, Non-Performance-Loans aus ihren Wohnportfolien zu veräußern, könnte sich dieser Prozess aufgrund der geringen Kapitalausstattung und Profitabilität verzögern. Bereits seit den Sommermonaten hat sich Spanien zu einem der bevorzugten Märkte für Distressed Investors entwickelt. Dieser Trend dürfte sich in 2014 weiter beschleunigen. Neben den Banken dürfte auch die Bad Bank SAREB zu den größten Playern auf den Immobilienmärkten in 2014 gehören. Um angeschlagene Finanzinstitute zu retten bzw. zu restrukturieren wurde es den Banken ermöglicht, wertgeminderte Aktiva auf diese zu übertragen. Die erforderlichen Mittel dazu hat das Land vom europäischen Rettungsschirm EFSF erhalten. Von den vom EFSF bereitgestellten Krediten in Höhe von 100 Mrd. Euro wurden bislang 41 Mrd. Euro abgerufen.

Immobilienmarktzyklus noch am Anfang

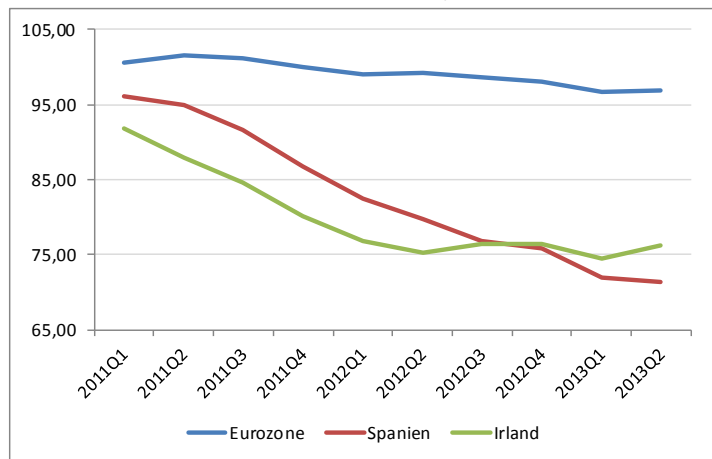
Bedingt durch die Nachwirkungen der Krise liegt Spanien im Immobilienmarktzyklus mit Blick auf andere in der Krise geratene Länder wie z. B. Irland noch etwa 12-24 Monate zurück. Neben dem Hauspreissegment

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wurden auch der Büromarkt, der Einzelhandel und das Logistiksegment besonders hart von dem Abschwung getroffen. Seit sich in diesem Jahr das Ende der Rezession in Spanien abzeichnet, werden wieder vermehrt Investoren auf dem Gewerbeimmobiliensektor wahrgenommen. So sind im ersten Halbjahr 2013 2,8 Mrd. Euro in die südeuropäischen Märkte (Italien, Spanien, Portugal, Griechenland) geflossen, was einer Steigerung im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um ein Drittel entspricht. Dass das Vertrauen insbesondere in den südeuropäischen Immobilienmärkten allmählich zurückkehrt, lässt sich an den grenzüberschreitenden Transaktionen im ersten Halbjahr ablesen. Demnach entfielen auf Investoren, die grenzüberschreitende Investments tätigen, annähernd 60 % (H1 2012: 40 %) der Transaktionen in Italien, Spanien und Irland, wobei Letztere mit 51 % bzw. 300 % die größten Anstiege vermelden konnten.

Abb. 1: Eurostat Immobilienpreisindex



Quelle: Eurostat

Auch die Tatsache, dass die Investments in Gewerbeimmobilien in Spanien im dritten Quartal 2013 um 149 % (YoY) auf 1,32 Mrd. Euro gestiegen sind, zeigt, dass ausländischen Investoren dem Markt wieder mehr Vertrauen schenken. In Spanien wurden 75% der getätigten Volumen durch ausländische Investoren wie z. B. aus Katar getätigt. Dieser Trend dürfte sich weiter fortsetzen, da Investoren zunehmend nach Kaufgelegenheiten in Randmärkten mit attraktiven Ertragspotenzialen und besseren Perspektiven suchen. In der nachfolgenden Analyse möchte ich herausstellen, welche Chancen der spanische Büro- und Einzelhandelsimmobilienmarkt sowie der Häusermarkt eröffnen und warum Investoren ihre Investitionsentscheidungen nicht auf die lange Bank schieben sollten. Denn insbesondere für Value-added-Investments könnte sich das Fenster in 2014 wieder schließen. Je nach Risikoaffinität kann dieser Einstieg auch selektiv erfolgen, solange keine deutliche Erholung insbesondere an den Arbeitsmärkten abzusehen ist.

Vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Problemstellungen ist davon auszugehen, dass die spanische Regierung die angelaufenen Strukturreformen weiter vorantreiben wird. Vor dem Hintergrund des sich aufhellenden Konjunkturmilieus sollte der Aufschwung im kommenden Jahr an Fahrt gewinnen. Es ist davon auszugehen, dass in Bezug auf die Immobilienmärkte die Preise die Talsohle nahezu erreicht haben. Damit internationaler Akteure ermutigt werden weitere Investitionen zu tätigen, bedarf es jedoch einer höheren Markttransparenz sowie einer stärkeren Annäherung bei den Preisvorstellungen seitens der Marktteilnehmer. Wenn diese Voraussetzungen erfüllt sind, dürften in einem ersten Schritt sich die Transaktionsvolumina erhöhen und in einem zweiten Schritt die Preise steigen.

Treiber des Marktes – sich herauskristallisierende Trends

Ungeachtet dessen, in welchem Tempo die Konjunkturerholung in den kommenden Jahren verlaufen wird, sollten Investoren, die Investments in den Immobilienmarkt beabsichtigen, ihren Blick noch auf andere Fakten richten. Auf einzelne dieser Faktoren soll im kommenden Absatz stärker eingegangen werden. Festzuhalten ist, dass die Kapitalwerte in der Krise schneller gefallen sind als die Mietwerte, sodass die Anleger von steigenden Renditen profitieren sollten. Da derzeit viele Objekte in Toplagen vorhanden sind, besteht die Möglich-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

keit, diese in drei bis fünf Jahren zu veräußern, wenn die Immobilienpreise sich wieder deutlich erholt haben. Des Weiteren ist positiv hervorzuheben, dass sich die Bilanzbereinigung der Banken seit der Gründung der SAREB beschleunigt hat und dass zusehends Kreditportfolios und notleidende Assets, insbesondere Wohnobjekte, auf den Markt kommen.

Daneben hat Spanien für ausländische Investoren rechtlich günstige Rahmenbedingungen geschaffen. Das Gesetz enthält vielfältige Anreize – unter anderen auch die Erteilung von Aufenthaltsgenehmigungen bei Immobilieninvestitionen, die ein bestimmtes Volumen erreichen. Seit September 2013 haben auch Ausländer aus Nicht-EU-Staaten Anspruch auf eine zeitlich begrenzte Aufenthaltsgenehmigung in Spanien, wenn sie eine auf spanischem Staatsgebiet liegende Immobilie mit einem Mindestwert von 500.000 Euro erwerben. Ferner dürften die derzeit eingeleiteten Reformen (u.a. Ausgaben senkungen, Privatisierungen, Liberalisierung des Arbeitsmarktes) die Wettbewerbsfähigkeit des Landes gestärkt werden und mit der Restrukturierung der Banken auch das Vertrauen in den Finanzsektor zurückkehren.

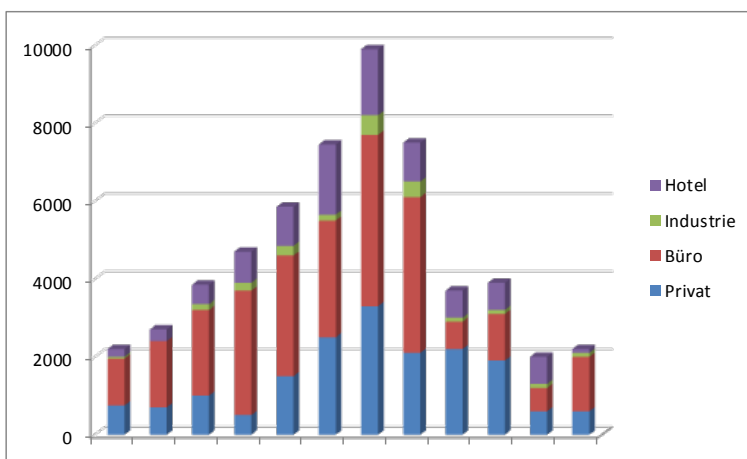
Daneben dürfte das umfangreiche Straßen- und Schienennetz, die Vielzahl der ausgebauten Flughäfen sowie das gut ausgebaute Kommunikationsnetz dazu beitragen, den Handel und Tourismus zu fördern, wenngleich die Verkehrsinfrastruktur in vielen Teilen des Landes am Bedarf vorbei geplant wurde. Festzuhalten ist ferner, dass Spaniens Wirtschaft weltweit den 14. Rang einnimmt und innerhalb der EU Platz 5. Zudem entspricht der Grad der öffentlichen Verschuldung (Q1 2013: 90% des BIP) in etwa dem Durchschnitt des Euroraums. In Bezug auf die ausländischen Direktinvestitionen rangiert Spanien auf den 7. Rang weltweit. In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass Spanien eine sehr qualifizierte Workforce hat, die in Branchen wie Maschinenbau, Telekommunikation, Medizin, Mode und Tourismus zur Weltspitze zählt.

Im Folgenden werden die einzelnen nach Nutzungsarten unterschiedenen Teilsegmente des Immobilienmarktes genauer analysiert.

1. Büromarkt: Spitzenmieten in den Metropolen deutlich eingebrochen

Der spanische Markt hat sich seit dem Ausbruch der Krise grundlegend verändert. So sind die Investments in den Nutzungsarten Büro, Einzelhandel, Hotel und Logistik von 10 Mrd. Euro im Jahr 2007 auf 2 Mrd. in 2012 eingebrochen sind, wie der untenstehenden Abbildung zu entnehmen ist.

Abb. 2: Investmentmarkt nach Sektoren



Quelle Savills

Gleichzeitig sind die Mieten seit dem Höchstniveau 2007 teilweise um bis zu 55 % zurückgegangen. So haben z. B. die Spitzenmieten sich in Madrid im ersten Halbjahr 2013 auf 280 EUR/m²/Jahr ermäßigt, was mit Blick auf das letzte Hoch im Boomjahr 2008 einem Rückgang von 42% entspricht. Im Durchschnitt haben sich die Büromieten bei 14 EUR/m²/Monat stabilisiert.

Die höchsten Mieten werden im südlichen Abschnitt der Castellana sowie im direkten Umfeld u.a. in der Calle Serrano sowie in

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

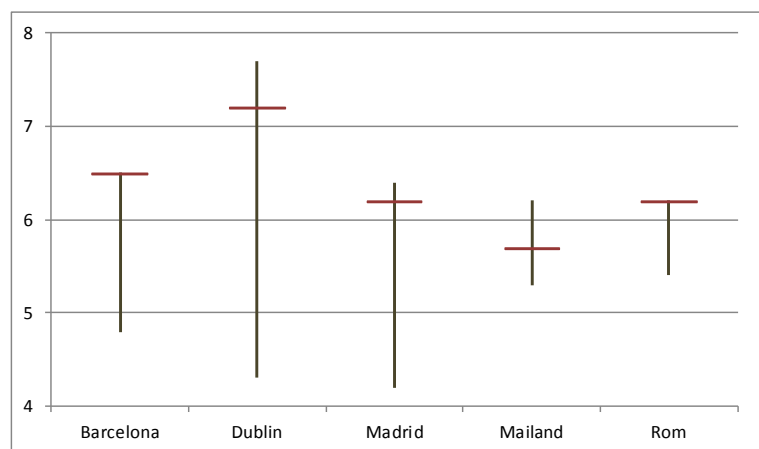
Azca erzielt, wohingegen in peripheren Lagen die höchsten Mieten werden entlang der Korridore A1 und A2 aufgerufen werden. Mit rund 60 % des Spitzenwertes aus dem Jahr 2007 liegen auch die Kapitalwerte von 4.700 Euro deutlich unter dem Rekordhoch. Derzeit sind in Madrid zehn Projekte in der Planung, die entweder im vierten Quartal 2013 oder im zweiten bzw. 4. Quartal 2014 fertiggestellt werden sollen. Die größte Neuentwicklung ist der „Parque Empresarial Foresta“ in Las Tablas mit dem neuen Headquarter von BBVA.

Negativ ist zu bewerten, dass sich der Leerstand zur Jahresmitte aufgrund spekulativer Neubauflächen und der Zunahme der von den Unternehmen nicht mehr benötigten Secondhand-Flächen weiter auf 12,2% erhöht hat. Hierfür ist vornehmlich der erneute Anstieg der Quote in den peripheren Lagen auf 18% verantwortlich gewesen. Im Vergleich dazu hat sich in den City- und Cityrandlagen der Angebotsüberhang im letzten Jahr weitgehend bei 6,4 % stabilisiert. Um das bislang noch geringe Transaktionsvolumen in Schwung zu bringen, müssen die Preiserwartungen von Käufern und Verkäufern stärker auf einer Linie sein. Während der Investmentmarkt bis zum 1. Quartal größtenteils von einheimischen Investoren dominiert wurde, ist deren Anteil aufgrund der hohen Nachfrage von Cross-Border-Investoren aus Europa sowie Nord- und Südamerika im dritten Quartal von 75 % auf 57 % gesunken.

Auch in Barcelona, wo die Spitzenmiete zur Jahresmitte ein Niveau von 202 EUR/m²/Jahr erreichte, summieren sich die Verluste seit Mitte 2008 nunmehr auf 38%. Während sich in Madrid im Q3 die Spitzenmieten stabilisierten, sanken diese in Barcelona um 1,4 % (QoQ). In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass der europäische Mietpreisindex im 3. Quartal - erstmalig in 2013 - ein Rückgang von 1,1 % aufwies. Aufgrund des starken Preisverfalls kann nicht überraschen, dass bestimmte Deals in den Central Business Districts (CBD) in Madrid und Barcelona inzwischen auf ein starkes Investoreninteresse stoßen. Zu den Bietern zählen Opportunity-Fonds, lateinamerikanische Investoren, inländische Investoren und sogar deutsche Fonds, die mit sehr unterschiedlichen Anlagestrategien um die äußerst wenigen verfügbaren Objekte konkurrieren. In Barcelona fand auch die größte Transaktion im ersten Halbjahr statt. Neben dem von dem Staatsfonds Qatar erworbenen Hotel Vela für 200 Mio. Euro kaufte der französische Versicherer Axa dreizehn Gebäude der Regionalregierung von Katalonien für 172 Mio. Euro. Daneben haben auch die Deka (Bürogebäude im CBD) und Union Investment (Hotel) seit längerer Zeit wieder erste Investments in Barcelona getätigt. Die Topstandorte in der City befinden sich in der Passeig de Gracia

zwischen Placa Catalunya und Avenida Diagonal sowie den westlichen Abschnitt der Avenida Diagonal zwischen Passeig de Gracia und Gran Vía Carlos III. Trotz der stark rückläufigen Bautätigkeit erklomm die Leerstandsquote in den letzten Quartalen ein neues Allzeithoch von 15,7%, wobei anzumerken ist, dass sich der Leerstand in den Toplagen auf 7 % beläuft. Ähnlich wie in Madrid mangelt es auch in Barcelona an zu aktuellen Marktpreisen vermieteten bzw. adäquat bepreisten Gebäuden. Im Gegensatz zur Hauptstadt stehen in Barcelona nur sechs Projekte in der Planung, die in den nächsten drei Quartalen fertiggestellt werden sollen. Die größte Neuentwicklung ist das Torre Caixa Catalunya mit über 10.000 m². Mit Blick auf die Höchst- und Tiefststände bei

Abb.3: Renditen in %: 1a Büros Peripherie, Variation von Höchst- und Tiefststand sowie aktueller Wert



Quelle: Feri Euro-Rating

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

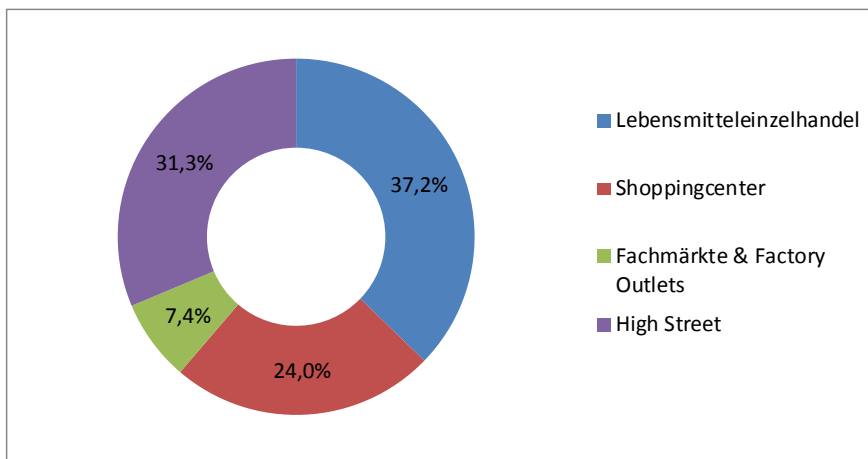
den Spitzenmieten (Zeitraum 2007 – Q3 2013) bieten die Städte Barcelona und Madrid ein weitaus höheres Potenzial als z. B. Mailand oder Rom, wie der nebenstehenden Abbildung zu entnehmen ist.

Festzuhalten ist, dass es am spanischen Büroimmobilienmarkt eine starke Kluft zwischen den Großstädten (z. B. Madrid und Barcelona) und den anderen Prime und Non-Prime-Regionen gibt. Positiv ist, dass sich die Core-Märkte Madrid und Barcelona zu stabilisieren beginnen. Daneben scheint sich auch in Bilbao und an der Ostküste eine leichte Erholung anzudeuten. Diese Märkte/Regionen sollten ausländische Käufer zunächst adressieren. Außerhalb der beiden Großstädte sind bislang nur wenige Transaktionen zustande gekommen.

2. Einzelhandel: Der Markt bewegt sich wieder

Spanien ist mit einem Flächenbestand von 51,8 Mio. m² der fünftgrößte Einzelhandelsimmobilienmarkt in Europa. Landesweit gibt es in Spanien 535 Shoppingcenter. Während auf Shoppingcenter und moderne Retail Parks 15,9 Mio. m² (31%) entfallen, beläuft sich der Anteil des Lebensmitteleinzelhandels auf etwa 37% des Flächenbestandes (s. Abb. 4). Da der große Boom bei den Shoppingcentern im Zeitraum 2001 bis 2006 statt-

Abb. 4: Struktur des Einzelhandelsflächenbestandes



Quellen: IVG Research nach Caixa, JLL, Savills, AECC

fand, ist der Bestand noch vergleichsweise jung. Während dieser Zeit erhöhte sich der Shoppingcenter-Bestand (inkl. Retail Parks) jährlich auf fast 1 Mio. m². In den darauffolgenden Jahren bis 2012 verringerte sich das durchschnittliche Neubauvolumen um 44% auf 554.000 m² p.a. Rund 31 % der gesamten Fläche entfallen auf die Innenstädte Spaniens.

Die Attraktivität der Innenstädte spiegelt sich auch in ihrer Mietentwicklung wider. Während die Spitzenmieten in Madrid seit dem Jahr 2001 um den Faktor 1,15 auf 240 EUR/m² jährlich stiegen, kletterten diese in Barcelona sogar um den Faktor 1,41 auf 265 EUR/m². Im Gegensatz zu den Nebenlagen konnten sich die Spitzenmieten der 1A-Lagen - insbesondere in den Luxuslagen - auf ihrem hohen Niveau behaupten. Bei den Shoppingcentern ist indes eine andere Entwicklung zu verzeichnen. Während die Spitzenmieten bis 2007 kontinuierlich anstiegen, gaben diese seit Ausbruch der Krise stetig nach. So sanken die Mieten (Stand: Q1 2013) in diesem Segment in Madrid seit 2007 um 23% und in Barcelona um 17% auf 1.044 EUR/m² pro Jahr, was sich mit dem Anstieg der Leerstandsquote auf 9% der gesamten Shoppingcenter-Fläche begründen lässt. Insgesamt beläuft sich der Leerstand landesweit bei Einzelhandelsimmobilien bei etwa 13 %.

Nachdem die Bautätigkeit krisenbedingt zwischen 2009 und 2011 stark zurückgegangen ist, kamen 2012 wieder mehr Projekte neu auf den Markt (u.a. Gran Plaza 2 in Madrid, Puerto Venecia in Zaragoza, Rio Shopping in Valladolid). Da im laufenden Jahr das Volumen wegen der geringen Nachfrage und der Knappheit an Finanzierungen wieder deutlich rückläufig ist, waren im Herbst 2013 nur 290.000 m² in Bau. Von den zehn größten Einkaufszentren des Landes befindet sich die Hälfte im Großraum Madrid. Die Hauptstadt verfügt zusammen mit Barcelona und den baskischen Städten Vitoria-Gasteiz und Bilbao über die landesweit höchste einzelhandelsrelevante Kaufkraft unter allen Städten mit mindestens 200.000 Einwohnern.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Angesichts der strukturellen Probleme der spanischen Volkswirtschaft haben sich in den vergangenen Jahren nur wenige ausländische Investoren nach Spanien gewagt. Diese konzentrierten sich vorwiegend große regionale Shoppingcenter. Bei Anlegern sehr gefragt, aber kaum verfügbar sind High-Street-Objekte in 1A-Lage. Deren Spitzenanfangsrenditen liegen - ungeachtet der Krise - mit 4,85% nur 60 Basispunkte über ihrem Rekordtief. Da im Shoppingcenter-Segment nur Spitzenanfangsrenditen von 6,5% geboten werden, kamen in den letzten 18 Monaten kaum nennenswerte Transaktionen zustande. Festzuhalten ist, dass sich die Miet- und Preisschere von sehr guten und durchschnittlichen Retail-Objekten immer weiter auseinanderdriftet. Dagegen dürften sich die Spitzenmieten für Prime-Objekte auch weiterhin stabil entwickeln und im Zuge einer konjunkturellen Erholung weiter ansteigen. Ganz anders in den Nebenlagen: Da der Leerstand weiter zunehmen dürfte, werden die Mieten- und Immobilienwerte weiter sinken. Mit Blick auf die Retail Parks bietet es sich an insbesondere in Fachmarktzentren zu investieren, die die Wirtschaftskrise gut überstanden haben.

Ausblickend ist davon auszugehen, dass im Zuge der wirtschaftlichen Erholung mehr ausländisches Kapital – hier vor allem aus dem außereuropäischen Ausland - in die südeuropäischen Märkte fließen wird, worauf auch die Kapitalströme im dritten Quartal hindeuten. Demnach erhöhten sich die Investments in Italien und Spanien in diesem Zeitraum um 128 % bzw. 472 %. (QoQ). Weil sich noch immer viele Objekte im Eigentum der Banken oder ausländischer Investoren aus Boomzeiten befinden und diese erpicht sind, diese zu veräußern, könnten sich opportunistische Anleger ermutigt fühlen, diesen Einstiegszeitpunkt für sich zu nutzen.

Abb. 5 Shoppingcenter-Strukturen im europaweiten Vergleich (Stand Oktober 2013)

	Bestand *) Tm ²	Wachstum 2007-12 in % p.a.	Besatz pro 1000 Einw. m ²	Fläche nach Klassen (%)			Fläche nach Alter (%)		
				5.000 bis 15.000 m ²	15.000 bis 40.000 m ²	über 40.000 m ²	vor 1990	1990er	ab 2000
Deutschland	11.400	3,8	139	19	50	30	24	35	41
Frankreich	15.028	1,9	230	19	52	28	65	15	20
Großbritannien	17.604	2,2	281	23	41	36	52	21	28
Italien	13.724	4,1	226	26	55	19	11	32	58
Niederlande	5.681	1,5	340	48	33	19	60	13	27
Polen	7.944	7,9	208	16	50	34	1	22	77
Schweden	4.616	3,1	488	31	39	30	56	31	55
Spanien	12.340	3,2	266	19	37	43	14	31	55
Durchschnitt									
17 Länder	6.230	3,4	231	23	46	31	44	22	34

Quellen: PMA, Dekabank; *) = Bruttomietflächen

3. Wohnimmobilien: Die Fiesta ist vorbei

Vor der Krise erlebte Spanien einen beispiellosen Bauboom. Seit Januar 2001 waren die Immobilienpreise um 144% bis zum Hoch im Dezember 2007 angestiegen. Da die Regierung die Branche über Steuererleichterungen förderte und die Banken bereitwillig Kredite vergaben, entstanden fast überall Neubaugebiete. Als die Blase vor fünf Jahren platzte, setzte sich eine Kettenreaktion in Gang: Tausende verloren ihren Job und alsbald auch die auf Pump gekaufte Wohnung, Makler und Projektentwickler gingen pleite. Seitdem wurden rund 400.000 Zwangsräumungen in Spanien angeordnet. Es gibt differierende Zahlen darüber, wie viele Wohnungen leer stehen. Je nach Quelle sollen rund eine Million oder wie „El Pais“ im April vermeldete - und sich dabei auf Zahlen des Statistikamtes INE bezieht - sogar 3,4 Mio. Wohnungen leer stehen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Abb 6: Preistrends Wohnimmobilien

Wohnimmobilien Spanien: Regionale Preisentwicklungen	Index	% Veränderung zum		
		Vorquartal	Jahresbeginn	Vorjahr
Andalucía	81,4	-2,2	-6,7	-10,1
Aragón	64	-2,3	-12,5	-15,1
Asturias, Principado de	74,5	-1,7	-10,9	-13,6
Balears, Islas	76	-1,3	-7,9	-9,6
Canarias	75,7	-4,5	-9	-12
Cantabria	66,2	-2,6	-7,6	-10,5
Castilla y León	74	-3,6	-11,2	-14,9
Castilla-La Mancha	71,5	-3,9	-13,8	-17,7
Cataluña	58,9	-3,7	-11,5	-15,1
Comunitat Valenciana	75,2	-2,3	-4,2	-9,4
Extremadura	81,6	-6,2	-14,7	-18,3
Galicia	78,7	-2,3	-8,8	-12,6
Madrid, Comunidad de	62,7	-3,3	-11,4	-16,1
Murcia, Región de	75,7	-5,6	-14,6	-18,4
Navarra, Comunidad Foral de	62,1	-4,3	-12,6	-12,1
País Vasco	70,6	4	-3,1	-4,5
Rioja, La	62,9	-0,9	-9,8	-14,9

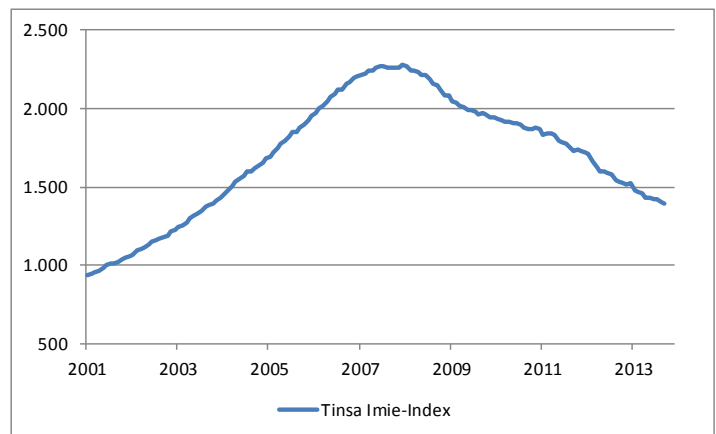
Quelle: New housing Index by Autonomous Community (INE)

Gemäß Eurostat ist der Hauspreisindex (HPI) in Spanien (2010= 100) vom 1. Quartal 2011 auf das 2.Quartal 2013 von 96,10 auf 71,33 gefallen, was einem Rückgang von fast 30 % entspricht. Im Vergleich dazu hat sich der HPI-Index in der Eurozone von 100,01 auf 97,51 ermäßigt. Die Hauspreisindizes beschreiben die Preisentwicklungen aller von Haushalten erworbenen Wohnimmobilien (Wohnungen, Einfamilienhäuser, Reihenhäuser, usw.), sowohl Neu- als auch Altbauten.

Allein in den ersten beiden Quartalen 2013 sind die Hauspreise laut Eurostat im Vergleich zum Vorjahr um 12,8 % bzw. 10,6 % gefallen, wobei die Preisverfall je nach Region unterschiedlich ausgeprägt ist (s. Abb. 6). Diese Entwicklung hat sich auch im Oktober fortgesetzt, wo die Preise laut dem Statistikamt in Navarra, Madrid und Murcia weiter gefallen, während sie in den Regionen Galicien und Katalonien leicht gestiegen sind.

Auf einen deutlich stärkeren Einbruch deuten die Zahlen der Immobilienbewertungsgesellschaft TINSA (Tasaciones Inmobiliarias) hin. Denen zufolge sanken die landesweiten Immobilienpreise in Spanien im Oktober 2013 nochmals um 8,5 zum Vorjahresmonat. Seit dem Hoch im Dezember 2007 brachen die Preise für spanische Wohnimmobilien um 39 % ein (Abb. 6). Wie TINSA in ihrem monatlich erscheinenden Immobilienmarktbericht sanken in den spanischen Großstädten und der Hauptstadt die Preise im Oktober um -11,3%, während sich auf den Balearen und den Kanaren die Preise nur um 2,4% zum Vorjahresmonat ermäßigten.

Abb.7: Tinsa Immobilienpreisindex



Quelle: TINSA

Dennoch könnte der Boden bald erreicht sein, worauf die Hausverkäufe im Grundbuch hindeuten. Denen zufolge wurden im September nur 21.920 Häuser verkauft, was einem Rückgang von lediglich 6 % auf annualisierter Basis entspricht und damit die geringste Anzahl von Verkäufen seit dem Ausbruch der Krise. Somit besteht die Chance, dass im kommenden Jahr der durchschnittlichen Hauspreise nicht weiter fallen werden, zumal in einigen Segmenten die Preise bereits gedreht haben. Ferner deuten auch zwei Indikatoren auf einen baldigen Wendepunkt hin: Zum einen sind spanische Wohnimmobilien nach dem Preis-Miet-Verhältnis, einem Indikator, der eine Über- oder Unterbewertung anzeigt, im Schnitt nur noch leicht überbewertet. Da im zweiten Halbjahr mit einem weiteren Rückgang zu rechnen ist, dürfte sich die Überbewer-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

tung bis zum Jahresende 2013 abgebaut haben. Zum anderen ist die Anzahl der Ausländer (Schnäppchenjäger), die sich in Spanien niedergelassen haben in den letzten drei Jahren sprunghaft angestiegen.

Risiken für Investments in spanische Immobilien

Das größte Risiko für die spanische Volkswirtschaft besteht darin, dass sich die Kreditqualität im Bankensystem als noch schlechter entpuppt als bislang angenommen oder weiter verschlechtert. Insbesondere könnten eine unverändert hohe Arbeitslosigkeit und ein fortgesetzter Rückgang der Immobilienpreise die Zahlungsfähigkeit privater Schuldner beeinträchtigen. Unerwartete Verluste im Bankensystem und/oder schlechtere Kreditbedingungen könnten die wirtschaftliche Erholung behindern und zusätzliche fiskalische Belastungen für den spanischen Staat mit sich bringen. Da der Internationale Währungsfonds davon ausgeht, dass die Arbeitslosigkeit in Spanien nicht vor 2018 unter 25 % sinken wird, ist anzunehmen, dass der Gipfel bei den notleidenden Krediten noch nicht erreicht ist.

Karl-Heinz Goedeckemeyer ist unabhängiger Finanzanalyst (CREA) & Wirtschaftspublizist in Frankfurt/Main. Seit knapp sieben Jahren analysiert er börsennotierte Immobilienunternehmen sowie Immobilienmärkte insbesondere im deutschsprachigen Raum. Zuvor hat er mehrere Jahre als Aktienanalyst europäische und US-amerikanische Banken verfolgt und an Publikationen und Produkten zum Kapitalmarktresearch mitgewirkt.

Kontakt Daten: Email: kgoedeckem@aol.com, Adr.: 60433 Frankfurt; Bonameser Str 15; Tel: 069-281510

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse:** Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.
Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beige-steuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Zum aktuellen Bericht von Transparency International vgl.: <http://www.transparency.de/Tabellarisches-Ranking.2400.0.html>

Quellen zum Beitrag über den spanischen Immobilienmarkt waren: Deka Bank: Länderanalyse Spanien, November 2013; IVG Market Tracker: Einzelhandelsimmobilienmarkt Spanien, Juli 2013; Jones Lang LaSalle (JLL): Europäische Mietpreisindex Q3; Savills: Market Report European Investment H1 2013; Savills: Büromarkt Madrid Q3 2013; Eurostat Hauspreisindex (HPI) H1 2013; Tinsa (Tasaciones Inmobiliarias), Oktober 2013.

Bruce Greenwald wurde zitiert nach: <http://www.goodreads.com/quotes/173857-in-the-long-run-everything-is-a-toaster>

Angaben zur Firmengeschichte von IBM finden sich auf der Webseite: <http://www-03.ibm.com/ibm/history/>. Angaben zur Historie von Schneider Electric gibt es auf dieser Website: <http://www.schneider-electric.com/sites/corporate/en/group/profile/history/schneider-electric-history.page>

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Warren Buffet wurde zitiert nach dem Brief an die Aktionäre von Berkshire Hathaway 1988:

<http://www.berkshirehathaway.com/letters/1988.html>

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank, der OECD und beim IWF. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 20.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 2.12.2013.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: Aktien Schneider Electric
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Aktien Schneider Electric
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.