

Immobilienaktien - Profiteure des Niedrigzinsumfelds¹

Immobilienaktien haben sich – dank des Niedrigzinsumfelds und dem damit verbundenen Immobilienboom – über die letzten Jahre prächtig entwickelt. Auch dieses Jahr legten sie bis dato deutlich zu. Neben der allgemeinen Aktienmarkt- und speziell der Immobilienmarktentwicklung sind vor allem die Zinsen ein wesentlicher Performancetreiber – und zwar über viele Wege. Die relative Attraktivität der stabilen Mieteinkünfte leidet zum Beispiel, wenn die Zinsen steigen, insbesondere bei wachsenden Realzinsen. Ein nachhaltiger inflationsbedingter Zinsanstieg führt zwar zu steigenden Mieteinkünften, jedoch erst mit starker Verzögerung. Zudem geht in beiden Fällen die Nachfrage nach Immobilien aufgrund steigender Finanzierungskosten zumindest vorübergehend zurück. Deshalb stehen Immobilienpreise bei steigenden Zinsen erst einmal unter Druck. Darüber hinaus sind die Immobilienunternehmen meist recht hoch verschuldet. Steigende Refinanzierungskosten belasten da zusätzlich. Historisch gesehen wirkte sich ein Anstieg sowohl der Anleiherenditen als auch der Hypothekenzinsen entsprechend negativ auf die relative Wertentwicklung von Immobilienaktien oder REITs gegenüber anderen Aktien aus. REITs, kurz für „Real Estate Investment Trusts“, sind börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaften, die Immobilien besitzen und vermieten sowie bestimmte rechtliche Anforderungen erfüllen.

In den letzten zehn Jahren ist jedoch eine Verschiebung bei den genannten Wirkungskanälen zu beobachten. Die relative Wertentwicklung von REITs oder Immobilienaktien gegenüber anderen Aktien reagiert zunehmend stark auf Veränderungen der langfristigen Zinsen, während der Einfluss mittelfristiger Zinsen scheinbar abnimmt.

Wesentlicher Grund ist, dass der Aspekt der Refinanzierungskosten der REITs – hier sind insbesondere die mittelfristigen Renditen relevant – gegenüber den positiven Effekten fallender langfristiger Anleiherenditen an Bedeutung verloren hat. Dies ist der anhaltenden Liquiditätsschwemme durch die Zentralbanken und dem damit einhergehenden Anlagentotstand der Investoren geschuldet. Mit dem Einsetzen der Renditejagd stiegen zum einen die Immobilienpreise und mit ihnen - wenn auch schwächer - die Mieten. Zum anderen spielten die stabilen und hohen Dividenden von REITs eine immer größere Rolle. REITs wie auch andere dividendenstarke Aktientitel wurden für Anleger zunehmend eine Alternative zu Anleihen und konkurrieren dabei mit jenen Anleihen, die die höchste Verzinsung bieten (d.h. dem langen Ende der Kurve). Dadurch steigt die Sensitivität zwischen den langen Renditen und der Entwicklung von REITs. Die Jahre seit 2014 haben gezeigt, dass die positiven Effekte fallender und niedriger langfristiger Zinsen dabei sogar die negativen Effekte von steigenden kurzfristigen Zinsen mehr als kompensieren können. Zumindest in den USA gingen stark sinkende langfristige Renditen mit steigenden kurzfristigen Renditen einher. Die US-Renditekurve hat sich seit 2014 um über 250 Basispunkte verflacht. REITs haben in diesem Umfeld eine starke Entwicklung gezeigt.

Im **Fokus** kommentieren wir außergewöhnliche Marktereignisse und analysieren kapitalmarktbezogene Sonderthemen.

Immobilienaktien haben sich über die letzten Jahre prächtig entwickelt.

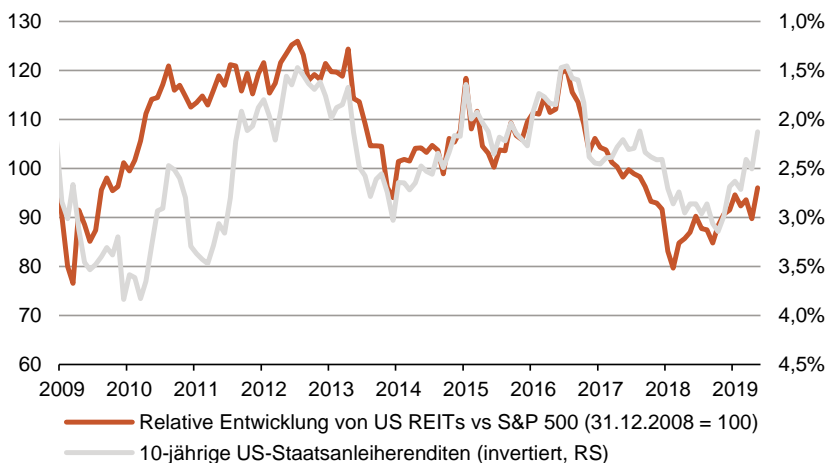
Mit der anhaltenden Liquiditätsschwemme ging ein steigender Einfluss langfristiger Zinsen auf die Performance von REITs einher.

¹ Dieser Artikel basiert auf einem Gastkommentar, der am 1. Juni 2019 in der Börsen-Zeitung veröffentlicht wurde.

Historisch gesehen konnten REITs dementsprechend aber nicht mehr mit dem breiten Aktienmarkt Schritt halten, sobald die Renditen deutlich stiegen. Das schlechtere Abschneiden in Phasen stark steigender Zinsen geht auf die höhere finanzielle Verschuldung von REITs und deren Status als Titel mit anleiheähnlichem Charakter zurück, der ihnen angesichts ihrer hohen Dividendenrenditen zukommt. Die hohe Dividendenrendite von REITs wird bei steigenden Anleiherenditen relativ unattraktiver.

In Phasen stark steigender Renditen entwickelten sich REITs in der Regel schlechter als Aktien.

Relative Entwicklung von REITs hängt stark von den Zinsen ab



Immobilienaktien besitzen keinen grundsätzlich defensiven Charakter.

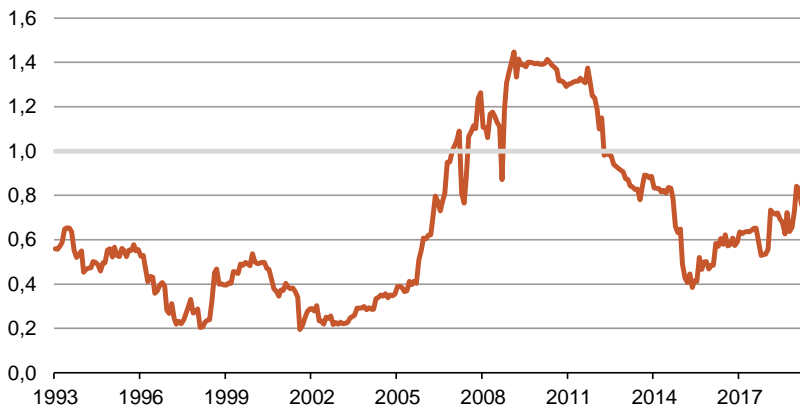
Immobilienaktien weisen eine hohe Korrelation mit dem breiten Aktienmarkt auf. Sie stellen riskante Vermögenswerte dar. In einer Rezession schneiden sie tendenziell schlechter als Staatsanleihen ab, in einem Aufschwung dagegen besser. Je höher das Wirtschaftswachstum und je geringer die Arbeitslosigkeit, desto besser für REITs. Weniger klar ist jedoch, ob es auch beim Abschneiden von REITs im Vergleich zum Aktienmarkt Gesetzmäßigkeiten in Bezug auf bestimmte Phasen des Konjunkturzyklus gibt – ob REITs also grundsätzlich defensiver oder zyklischer als der Aktienmarkt reagieren. Es gibt gute Gründe für die Annahme, dass REITs defensiverer Natur sein müssten als Aktien: zum Beispiel die stabilen Erträge aus Mieteinkünften, die hohe Ausschüttungsquote und damit die stabilen und hohen Dividenden. Zudem dürfte der Anteil langfristig orientierter institutioneller Anleger wie Pensionskassen oder Versicherungen bei REITs im Schnitt höher.

Das Verhalten von REITs in den Konjunkturzyklen seit 1978 deutet jedoch nicht auf ein regelmäßiges Muster hin, was auf einen grundsätzlich defensiven Charakter von REITs schließen lassen könnte. In einigen Expansionsphasen schlugen REITs den Aktienmarkt, in anderen schnitten sie schlechter ab. Dasselbe gilt für Rezessionen. Wie REITs im Vergleich zum Aktienmarkt abschneiden, lässt sich also nicht anhand der jeweiligen Phase des Konjunkturzyklus erklären. Die ist einleuchtend, denn die Entwicklung des Immobilienmarktes und die strukturelle Entwicklung des Zinsniveaus spielt wie oben beschrieben für REITs eine bedeutende Rolle. So zeigt auch die Sensitivität über einen rollierenden dreijährigen Zeitraum (auch Beta genannt) des US-REITs-Index zum gleichgewichteten S&P 500, dass das Beta von REITs im Zeitablauf stark schwankt. Beispielsweise lag das dreijährige Beta von REITs in der Phase des Immobilienaufschwungs und -abschwungs von 2006 bis 2013 teilweise deutlich über 1, aber davor praktisch stetig unter 1. Gegenwärtig steht es bei zirka 0,7 und damit deutlich höher als im Durchschnitt der 80er und

Die Sensitivität von REITs gegenüber dem Aktienmarkt schwankt im Zeitverlauf stark.

90er. REITs sollten entsprechend als riskante Vermögenswerte betrachtet werden, die ihren ehemals defensiven Charakter zumindest teilweise verloren haben.

REITs-Sensitivität gegenüber dem breiten Aktienmarkt schwankt stark über die Zeit



— 36 Monate rollierende Sensitivität von US REITs ggü. gleichgewichteten S&P 500 Index

Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen
Zeitraum: 29.01.1993-31.05.2019, monatliche Daten

Immobilienaktien bleiben als Portfolio-Beimischung weiterhin attraktiv: Das Immobilienangebot holt beispielsweise in Deutschland nur langsam auf, während die Nachfrage in den Großstädten weiter steigt. Die Zentralbanken agieren weiterhin vorsichtig. Die Renditejagd dürfte aufgrund des globalen Niedrigzinsumfelds anhalten, was REITs weiterhin Unterstützung bieten sollte. Dafür spricht auch die zuletzt gefallene Wahrscheinlichkeit eines aggressiven US-Zinsanhebungspfads. Der Markt sieht momentan sogar eine höhere Wahrscheinlichkeit für Zinssenkungen als für Zinssteigerungen der amerikanischen Zentralbank. Und auch in der Eurozone dürften die Zinsen für längere Zeit niedrig bleiben. Neben dem langfristigen, demographisch bedingten Trend zu geringer Inflation, der durch die Digitalisierung noch verstärkt wird, macht es auch der hohe Schuldenstand in einigen Peripheriestaaten der Eurozone der EZB schwer, die Leitzinsen anzuheben. Deshalb dürften Zinsanstiege wohl nicht sonderlich hoch ausfallen, was wiederum positiv für die weitere Entwicklung von Immobilienaktien sein sollte.

Immobilienaktien sind als Portfolio-Beimischung attraktiv.



IMPRESSUM

HERAUSGEBER

Dr. Bernd Meyer, CFA | Chefstrategie Wealth and Asset Management

AUTOR



Ulrich Urbahn, CFA | Leiter Multi Asset Strategy & Research
Ist fokussiert auf den Multi-Asset-Investmentprozess, die Generierung von Investmentideen und die Kapitalmarktkommunikation
+49 69 91 30 90-501 | ulrich.urbahn@berenberg.de

Zur Reihe Berenberg Märkte gehören folgende Publikationen:

- Monitor
- Fokus
- Investment Committee
- Protokoll

www.berenberg.de/publikationen

WICHTIGE HINWEISE

Bei den hier dargestellten Informationen handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Es handelt sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014, jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügen diese Informationen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen.

Diese Informationen sollen Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Kapitalanlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse sind ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass die Inhalte keine individuelle Anlageberatung darstellen.

Diese Informationen wurden weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die vorliegenden Aussagen basieren entweder auf eigenen oder allgemein zugänglichen Quellen Dritter und berücksichtigen den Stand zum Datum der Erstellung dieser Information. Nachträglich eintretende Änderungen können nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Unterlage zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: 3. Juni 2019

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de
MultiAssetStrategyResearch@berenberg.de