

Portfolio-Optimierung mit Offenen Immobilienfonds

BARBARA A. KNOFLACH

Offene Immobilienfonds haben in den vergangenen Jahren ihr Volumen rasant gesteigert. Wer als Ursache hierfür ausschließlich die „plötzliche“ Risikoaversion der Anleger im Gefolge der Aktienbaisse nennt, greift zu kurz – entscheidend für den Beliebtheitsprung beim Anleger ist die Erkenntnis, mit der Immobilie sein Risiko-Ertragsprofil individuell optimieren zu können.

Diversifikation und Korrelation als Schlüsselbegriffe

Wir erinnern uns an Markowitz: Man strebe einen „Asset-Mix“ an, der bei einem bestimmten Risiko maximale Rendite verspricht oder eine Risikominimierung bei gegebener Rendite ermöglicht. Kombiniert man dabei nun nicht perfekt korrelierte Assets (Korrelationskoeffizient < 1), wie zum Beispiel Immobilien und Aktien, dann ist die Volatilität des Portfolios geringer als die gewichtete Summe der Volatilität der einzelnen Assets.

Aber warum sind Immobilien nur schwach mit Aktien korreliert? Dies liegt unter anderem an der Visibilität der Erträge. Aktien haben Kursfantasie, weil der Erfolg unternehmerischen Handelns nur bedingt prognostizierbar ist. Ausgeprägte Kurschwankungen sind die Folge. Renten haben ebenfalls Kursfantasie, weil neben dem preisbestimmenden Element Kupon auch die Komponente der allgemeinen Zins- und Renditeentwicklung zu beachten ist – letztlich ebenso mit Prognoseschwierigkeiten behaftet.

Immobilienwerte hingegen sind hauptsächlich vom kalkulierbaren Faktor Miete bestimmt, die regelmäßig bezahlt wird. Und da der Preis eines Wirtschaftsguts letztlich nichts anderes ist als der Barwert sämtlicher aktueller und künftiger Cash Flows, ist die Schwankungsbreite seines Preises zwangsläufig

von dem getrieben, wie sicher diese Cash Flows auch tatsächlich fließen. Das bedeutet: Immobilien können dank berechenbar generierter Zahlungsströme auch dann im Wert steigen, wenn Aktienkurse fallen.

Wichtig ist außerdem, dass aufgrund der vielfach in gewerblichen Mietverträgen verankerten automatischen Anpassung des Mietzinses an den Lebenshaltungskostenindex sogar – bei steigendem Index – höhere Cash Flows (sprich höhere „Returns“) erzielt werden. Steigende Inflation bedeutet allerdings auch steigende Zinsen, die häufig zu tieferen Aktienkursen führen. Das Ergebnis zeigt: Die Renditen Offener Immobilienfonds steigen, während gleichzeitig die Renditen von Aktien sinken.



Studie untersucht Korrelation zwischen Offenen Immobilienfonds und DAX

Die Praxis bestätigt die Theorie: In einer breit angelegten Studie der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main wurden rollierende Korrelationen der Renditen Offener Immobilienfonds mit denjenigen von DAX und REXP über unterschiedliche Perioden hinweg im Zeitraum von 1975 bis 2002 untersucht, um Aussagen mit statistischer Signifikanz über die Wechselwirkungen der Asset-Klassen treffen zu können. Das Ergebnis am Beispiel monatlicher Wertentwicklungen in 217 Sub-Perioden (120 Monaten) lautet: Offene Immobilienfonds wiesen eine Korrelation von nur 0,12 mit dem DAX auf. ■



Barbara A. Knoflach ist Geschäftsführerin der SEB Immobilien-Investment GmbH in Frankfurt am Main und Mitglied des International Bankers Forum (IBF).