

INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT – IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS

VOM REIZ DER US-REITS FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Während der Corona-Pandemie haben sich die Herausforderungen für institutionelle Investoren weiter verschärft. Immobilienaktien (REITs) können nach Einschätzung der Autoren dazu beitragen, auch komplexe Zielvorgaben zu erreichen. Demnach bieten sie die Flexibilität von Aktien, gepaart mit attraktiven laufenden Ausschüttungen, Wachstumspotenzialen, Diversifikationsvorteilen und einer günstigen regulatorischen Einordnung. Insbesondere US-REITs seien einen Blick wert.

nachvollziehbar, da die REITs/Immobilienaktien ihre Einnahmen in der Regel an diesen Immobilienmärkten durch Direktanlagen generieren und damit ähnliche Vorteile für Investoren bieten können (siehe Abbildung 1).

Angesichts der Corona-Pandemie haben sich die langfristigen Kapitalmarkterwartungen verändert, ebenso wie das Risikound Korrelationsverhalten verschiedener Anlageklassen. Zudem stehen institutionellen Investoren in Anbetracht erhöhter Volatilität geringere Risikobudgets zur Verfügung. Eine gute Gelegenheit, um Anlagestrategien zu überdenken und Portfolios zukunftsfähig zu gestalten. Im Zuge dessen steigt das Interesse an zusätzlichen Anlagemöglichkeiten, die laufende Erträge, Renditepotenzial und Diversifizierung ermöglichen.

Immobilien haben vielfach bereits einen festen Platz in den Portfolios institutioneller Investoren. Mit zwei Einschränkungen: Am US-Immobilienmarkt haben deutsche Institutionelle in den vergangenen Jahren relativ wenig investiert. Daher sind sie dort nun vielfach deutlich untergewichtet – obwohl die USA der mit Abstand größte und liquideste Immobilienmarkt der Welt ist. Gründe für die Zurückhaltung hiesiger

DER AUTOR

HARALD KLUG

Leiter Institutional Business Deutschland und Österreich, BlackRock, München



DER AUTOR

WOLFGANG BERNADZIK

Leiter Strategische Immobilienpartnerschaften, BlackRock, Frankfurt am Main



Investoren waren vor allem hohe Währungssicherungskosten infolge des Euro-Dollar-Wechselkurses, steuerliche Unwägbarkeiten sowie grundsätzliche politische Erwägungen. In den vergangenen Monaten haben sich die Vorzeichen bezüglich dieser Gründe aber gewandelt, sodass das Interesse an Immobilieninvestments in den USA seit November 2020 deutlich zunimmt.

Sichtweise auf Immobilien im Portfoliokontext wandelt sich

Die zweite Einschränkung: Der traditionelle Blick deutscher Investoren auf die Anlageklasse Immobilien war bislang vor allem strategischer Natur, sprich: Immobilieninvestments sollten langfristig attraktive Ausschüttungsrenditen und Wertsteigerungspotenzial bieten. Gleichzeitig sollten sie als Stabilitätsanker im Gesamtportfolio wirken. Auch diese herkömmliche Sichtweise wird nun weiter gefasst: Aktien börsennotierter Immobiliengesellschaften und Real Estate Investment Trusts (zusammen kurz: REITs) rücken nun vermehrt ins Blickfeld institutioneller Investoren, die diese sowohl strategisch als auch taktisch einsetzen.

Traditionell bilden REITs und darauf spezialisierte Investmentfonds in den Portfolios deutscher Investoren eher eine Nische. Dafür gibt es vor allem einen Grund, der bei genauerem Hinsehen jedoch nicht ganz stichhaltig ist, nämlich, dass die Korrelation zu den breiten Aktienmärkten zu hoch ist. Tatsächlich ist dies nur kurzfristig zutreffend. Bei längerem Betrachtungshorizont nimmt die Korrelation der US-REITs zum S&P 500 ab auf 0,5 bei rollierender Dreijahresbetrachtung in den vergangenen 20 Jahren.

Im Gegensatz dazu nahm die Korrelation zu den zugrunde liegenden Immobilienmärkten im gleichen Zeitraum deutlich zu und lag bei über 0,7. Dies ist auch intuitiv

Attraktive Ausschüttungen und höhere Liquidität

Da sich Investoren auf der Suche nach zusätzlichen Anlagemöglichkeiten nun eingehender mit Immobilienaktien beschäftigen, gelangen sie zu einer fundierteren Einschätzung. Dabei rücken beispielsweise die laufenden Erträge durch Dividendenausschüttungen in den Fokus. Diese lagen im Schnitt der vergangenen zehn Jahre (2011 bis 2020) mit durchschnittlich 4,1 Prozent pro Jahr (gemessen am MSCI US REIT) höher als am breiten Aktienmarkt mit 2,0 Prozent (gemessen am S&P 500).¹⁾

Steigende Mieteinnahmen ermöglichen Dividendenwachstum, wodurch REITs einen gewissen Inflationsschutz bieten. Dementsprechend zeigt die Historie, dass US-REITs in Phasen mit Inflationsraten von mehr als 2 Prozent höhere Renditen erzielten als der breite US-Aktienmarkt (siehe Abbildung 2).2) Dies ist gerade auch deshalb interessant, weil unter anderem das Blackrock Investment Institute (BII) mittelfristig höheren Inflationsdruck erwartet.3) Auch die Gesamtrendite des MSCI US REIT Indexes war in den vergangenen zehn Jahren mit durchschnittlich 8,3 Prozent per annum attraktiv.⁴⁾ Besonders erwähnenswert ist dabei auch, dass in diesem Zeitraum nur in zwei Kalenderjahren eine negative Gesamt-Performance zu Buche stand und der maximale Jahresverlust dabei bei minus 7,5 Prozent lag.

Hinzu kommen eine höhere Liquidität und damit Flexibilität als bei Direktanlagen. REITs eignen sich daher deutlich besser zum schnellen Aufbau eines diversifizierten US-Immobilienportfolios als beispielsweise Core-Immobilienfonds, die oftmals 12 bis 24 Monate brauchen, bis sie das Geld der Investoren abrufen. Zum anderen eignen sie sich als taktische Instrumente, um kurzfristig sektorale Akzente zu setzen oder von Marktverwerfungen zu profitieren. Diese kurzfristigen Ausschläge sind aufgrund des tendenziell langfristigen En-

gagements von Immobilieninvestoren zu vernachlässigen.

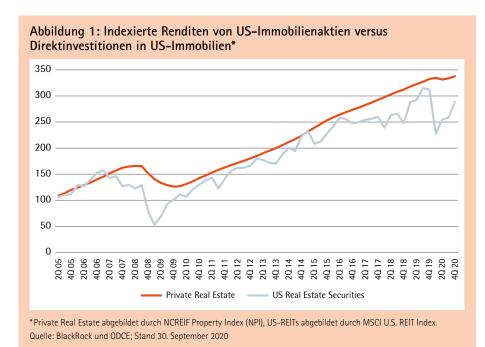
Günstiger regulatorischer Rahmen schont Risikobudgets

Auch aus regulatorischer Sicht sind Immobilienaktien attraktiv. Investoren, die der EU-Richtlinie Solvency II unterliegen, sind gegenüber einer vergleichbaren Direktanlage sogar bessergestellt. So müssen sie Investments in US-REITs mit 39 Prozent Solvency-Kapital (Type 1 Equity) hinterlegen. Bei einer theoretischen Direktanlage in dieselben Objekte (MSCI US REIT Index) wären es unter Verwendung des Immobilien-Risikomoduls aufgrund des Leverage sogar 47,3 Prozent, denn US-REITs hatten in 2020 einen durchschnittlichen Fremdkapitalgrad von 47,1 Prozent.⁵⁾ Langfristige strategische Investoren könnten ihre Solvency-Belastung sogar auf 22 Prozent reduzieren, wenn sie US-REITs mehr als fünf Jahre hielten.

Für Investoren, die unter die Anlageverordnung fallen, gilt: Der Gesetzgeber hat diese Verordnung schon 2008 dahingehend erweitert, dass unter Immobilien auch Investments in nationale und internationale REITs zu fassen sind, sofern sie mit den Charakteristika deutscher REITS vergleichbar sind (§ 2.1.14b der AnlV und BaFin Rundschreiben 11/2017). In der Praxis bedeutet dies, dass bei US-REITs nahezu 100 Prozent des Anlageuniversums der Immobilienquote zurechenbar sind. Dies ist ein erheblicher Vorteil gegenüber Anlagen in direkt investierende Immobilienfonds, die umfangreichen Restriktionen unterliegen, um der Immobilienquote zurechenbar zu sein.

Der Einstieg in Immobilienaktien ist gerade auch aktuell einen Blick wert, und zwar aus drei Gründen. Erstens werden langfristige strukturelle Megatrends die Entwicklung des Sektors auch weiterhin prägen. Dazu gehören Migration, Klimawandel und Ressourcenknappheit, regionale Verschiebung des Wirtschaftswachstums, demografischer und sozialer Wandel sowie technologischer Durchbruch. Diese Trends gewinnen durch die Corona-Pandemie tendenziell weiter an Dynamik und bieten Chancen, insbesondere bei Investments in Immobilienaktien mit Fokus auf Datencenter, Self-Storage-Lagerflächen oder Mobilfunkanlagen.

Zweitens bieten sich infolge der deutlichen Preiskorrekturen im ersten Quartal 2020 nach wie vor Einstiegschancen, gerade auch in den USA. So haben US-REITs die

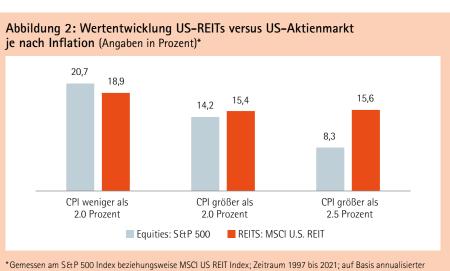


Corona-bedingte Korrektur im ersten Quartals 2020 zwar knapp aufgeholt: Im Schnitt notierten sie per 18. Juni 2021 bei 102 Prozent⁶⁾ des Kursniveaus vor der Pandemie. Zum Vergleich: Der breite US-Aktienindex S&P 500 hat deutlich stärker angezogen und lag inzwischen bei 123 Prozent des Niveaus der Pandemie. Daraus ergibt sich ein Aufholpotenzial für REITs.⁷⁾ Drittens sind REITs aktuell günstig bewertet. Unter anderem ist die wichtige Bewertungskenngröße Adjusted Funds From Operations (AFFO) für die kommenden drei Jahre sehr positiv, mit einem antizipierten Wachstum von jährlich 11,1 Prozent.⁸⁾

Der aktuelle Marktausblick zeigt, dass sich die einzelnen Segmente des Sektors durchaus unterschiedlich entwickeln können. Um dies richtig einzuschätzen, bedarf es umfassender lokaler Expertise und technischer Ressourcen. Hinzu kommt die bereits erwähnte Volatilität von Immobilienaktien. Auslöser dafür sind nicht in jedem Fall sektorspezifische Fundamentaldaten, sondern mitunter auch Abstrahleffekte des breiten Aktienmarktes. Daraus ergibt sich Potenzial, um mit entsprechender Kenntnis des Marktes Alpha zu generieren.

Aktiv gemanagter Ansatz ermöglicht Mehrerträge

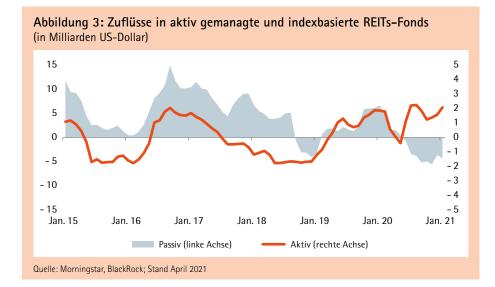
Dass dies nicht nur theoretischer Natur ist, zeigt die Historie: So haben auf Sicht der vergangenen fünf Jahre 80 Prozent der auf US-REITs spezialisierten Portfoliomanager höhere Renditen erzielt als ihr jeweiliger Vergleichsindex. Die durchschnitt-



*Gemessen am S&P 500 Index beziehungsweise MSCI US REIT Index; Zeitraum 1997 bis 2021; auf Basis annualisiertei monatlicher Werte.

Quelle: Bloomberg, BlackRock; Stand April 2021





liche jährliche Outperformance belief sich dabei auf 2,0 Prozentpunkte – deutlich höher als zum Beispiel bei US-Aktienfonds der Morningstar-Kategorie US Large Cap (1,13 Prozent)⁹, in der nur 30 Prozent der aktiven Manager eine Outperformance erzielten. Damit liegt der mögliche Mehrwert aktiven Managements bei US-REITs höher als die Kostenvorteile, die typischerweise mit Index-Investments einhergehen. Dies sind gute Argumente für einen aktiv gemanagten Ansatz. In Anbetracht dessen

haben die Zuflüsse in aktive gemanagte REITS-Fonds in den vergangenen Monaten angezogen (siehe Abbildung 3). Wir gehen davon aus, dass diese Entwicklung anhält.

Bei der Neuausrichtung des Portfolios berücksichtigen

Dass institutionelle Investoren ihre Kapitalanlagen aktuell auf den Prüfstand stellen, ist richtig und wichtig. Dabei lohnt es sich, auch Immobilien und speziell die USA als größten und liquidesten Immobilienmarkt der Welt angemessen zu berücksichtigen. In diesem Zusammenhang ist es sinnvoll, einen genaueren Blick auf US-REITS zu werfen. Denn diese ermöglichen schnellen Zugang zu US-Immobilienmärkten, attraktive Ausschüttungen und Alpha-Potenzial, sofern Investoren vorübergehend auch einmal höhere Volatilität akzeptieren. Dies in Verbindung mit im Vergleich zu Standardaktien geschonten regulatorischen Risikobudgets trägt dazu bei, Anlageportfolios auf lange Sicht zukunftsfähig zu gestalten.

Fußnoten

- Bloomberg. Ungewichtete Durchschnittsbetrachtung, Zeitraum: 30. September 2005 bis 30. September 2019; Stand 30. September 2020.
- Bloomberg, Blackrock; Stand April 2021. Gemessen am S&P 500 Index bzw. MSCI US REIT Index; Zeitraum 1997 bis 2021; auf Basis annualisierter monatlicher Werte.
- 3) Blackrock. Weekly BII commentary; Stand 15. Juni 2021.
- 4) Morningstar. Zeitraum: 30. September 2000 bis 30. September 2020; Stand: 30. September 2020.
- 5) MSCI US REIT, Bloomberg.
- 6) MSCI US REIT, Bloomberg.
- 7) Blackrock, Bloomberg; Stand 30. April 2021.
- 8) US-REITs; Quelle: Blackrock, Bloomberg; Stand 31. März 2021.
- 9) Morningstar; Stand 31. Dezember 2020. Morningstar-Kategorie: US Fund Real Estate. Angaben auf Total-Return-Basis, vor Gebühren.