

# Kapital & Märkte

Januar 2018

ELLWANGER & GEIGER  
PRIVATBANK

48°46'41.84" N 9°10'39.22" O | Kunstmuseum Stuttgart

## 2017 – Ein Anlagejahr mit Licht und Schatten

Nach einer längeren Seitwärtstendenz im Verlauf des Herbstes 2017 schwang sich der Dax im Gefolge der stetig steigenden US-Leitbörsen zu einer kleinen Weihnachtsrally auf. Anstatt den deutschen Leitindex dann über das bisherige Allzeithoch von 13.525 Punkten zu tragen, schlug das Pendel um und ließ ihn mit einem Ergebnis von +12,51% zum Jahresanfang unter der 13.000er-Marke schließen.

Gestützt wurde diese Entwicklung im Dezember zum einen durch Fortschritte in den Brexit-Gesprächen mit Großbritannien, wo nun die zweite Stufe der Verhandlungen in Angriff genommen werden kann und zum anderen durch die lang erwartete Verabschiedung des Steuerpakets von US-Präsident Trump in den USA. In der Summe haben die immensen Wertsteigerungen von Assets zu einer „asset price inflation“ geführt, die anders als die sehr niedrige monetäre Inflation durchaus knapp zweistellige Raten erreicht hat. Solange das historisch niedrige Zinsniveau Bestand hat, sind diese Bewertungen kaum gefährdet. Ändern könnte sich dies erst, wenn steigende Rohstoffpreise aufgrund der boomenden Weltkonjunktur und steigende Löhne in fast vollbeschäftigten Volkswirtschaften Inflationsdruck erzeugen könnten, der zu steigenden Zinsen führen und die Aktienmärkte belasten könnte. Der nach

wie vor anhaltende Globalisierungstrend dürfte diese Entwicklungen jedoch weiter konterkarieren, sodass an dieser Zinsfront wenig Ungemach zu befürchten sein dürfte.

Die gute Aktienindex-Bilanz weltweit wird aus Sicht eines Euro-Anlegers getrübt, da der Euro zum US-Dollar und gegen andere Währungen ca. 14% an Wert gewonnen hat. Dies schmälert ein Stück weit die Performanceergebnisse im Jahr 2017, da dies aus Euroanleger-Sicht einen Wertverlust seiner Positionen von 14% bedeutet. Wir gehen jedoch davon aus, dass der Zinsabstand zwischen Europa und den USA weiter wachsen wird und sich daher diese Entwicklung in 2018 umkehren wird. Diese Währungsschwankungen mindern unserer Meinung nach in keiner Weise die Notwendigkeit, an einer stringenten globalen Diversifikationspolitik festzuhalten. Sowohl im Aktien- als auch im Rentenbereich ist es aus unserer Sicht unabdingbar, die Anlagestrategie weltweit aufzustellen. Ziel ist es, die sich daraus kumulierenden Risiken so zu kombinieren, dass ein natürlicher Risikoausgleich stattfindet und somit ein geglätteter Renditeverlauf mit geringeren Schwankungen möglich wird. In stabilen Phasen wie dem vierten Quartal 2017 lieferten unsere Absicherungspositionen in unserer Anlagestrategie allerdings kleinere negative Performancebeiträge. In der Summe jedoch gleichen sich Währungsschwankungen im Zeitablauf aus und die höheren Renditebeiträge ausländischer Aktien- wie Rentenmärkte stärken die langfristige Renditeentwicklung.

## Quo vadis Immobilienmarkt: die wichtigsten Trends im Bereich Immobilienaktien und REITs für 2018

Das Jahr 2017 verlief bei Aktien aus dem Immobilien-Sektor ausgesprochen einheitlich. Die makroökonomischen Hintergründe hierfür sind vielfältig und werden es aller Voraussicht auch 2018 bleiben. Ein wesentlicher Treiber sind zudem die aktuellen Trends an den Immobilienmärkten. Diese großen Linien im Blick zu haben, ist notwendig, um sich erfolgreich für das noch junge Jahr aufzustellen.

### *Machen die Zentralbanken die Kurse?*

Man braucht nur die Kursentwicklung von langfristigen deutschen Staatsanleihen mit dem Verlauf der größten deutschen Immobilien AG, dem Dax-Wert Vonovia zu vergleichen, (Abb. 1) dann wird klar, dass diese äußerst liquide Immobilienaktie von den Anlegern als höher rentierliche Alternative zu Anleihen gehandelt wird. Dies legt auch einen der mit entscheidenden Risikofaktoren für die Kursentwicklung der Aktien offen: Die Geldpolitik der EZB. Wenn diese denn tatsächlich im laufenden Jahr ihre umfangreichen Käufe von



Anleihen beendet – und dank der gut laufenden Konjunktur in der Eurozone womöglich 2019 die Zinsen anheben wird, dann wird dies zumindest zu einer Belastungsprobe für die Wertpapierkurse. Dennoch ist es nicht akzeptabel, dass viele Anleger diesen Zusammenhang pauschal zum alleinigen Maßstab ihrer Anlageentscheidungen hochstilisieren. Erstens verlaufen die Wertentwicklungen von Aktien aus anderen Ländern oft nicht nach diesem Muster und zweitens sind die Papiere von Gesellschaften mit anderen Nutzungsarten wesentlich unabhängiger von der Zinsentwicklung als die Vertreter des relativ risikoarmen deutschen Wohnsektors. Wer seine Anlagen vernünftigerweise global streut, wie es etwa bei Aktieninvestments seit langem erprobter und empfehlenswerter Standard ist, der sollte dasselbe bei seinen Immobilienanlagen nicht misachten. Der leider allzu oft beobachtbare extreme „Home-Bias“ bei Immobilien ist riskant und kann auch gefährlich sein. Ein Blick in die Geschichte hilft weiter. Deshalb ist der Einsatz von fungiblen Fonds, die global in Immobilienaktien und REITs investieren, das effiziente Instrument der Wahl.

Und es wird wohl nur eine Zeitfrage sein, bis sich der Zusammenhang zwischen dem Rentenmarkt und den Immobilienaktien wieder lockert. Dafür spricht jedenfalls die historische Erfahrung und Analyse der vergangenen Jahrzehnte. Zwar wird der Zins für die Finanzierungskosten der Unternehmen immer eine große Bedeutung haben (müssen), aber die ganzen anderen Werttreiber für Immobilien sind in der Regel positiv mit der Höhe der Zinsen korreliert: Vermietungsgrad bzw. Leerstand, der Trend der Mieten, die ja oft an die Inflation gekoppelt sind, die Erträge aus Projektentwicklungen sowie das Anlegerverhalten. Am Ende des Tages sind Anleihen eben nur Forderungspapiere, während Immobilien Sachwertcharakter haben. Selbst wenn das Zinsniveau immer in die Bewertungen der Immobilien einfließt, sind die Notierungen der Immobilienaktien im Gegensatz zu den Kursen von Anleihen nicht mathematisch zwingend von Zinssteigerungen betroffen. Im Gegenteil, für Anleger macht es gerade im Umfeld steigender Zinsen Sinn, „sichere“ Verluste bei Anleihen durch Umschichtungen in Immobilien und Immobilien-

aktien bzw. REITs zu vermeiden. In fast allen Ländern der Welt liegen ihre Dividendenrenditen deutlich über der Verzinsung von Anleihen. Gerade in Zeiten steigender Zinsen übertraf die Wertentwicklung von REITs sogar oft diejenige anderer Branchen. Wichtiger als das absolute Zinsniveau ist der Realzins. Und diesen wollen die Notenbanken bekanntlich so niedrig wie möglich halten, was Immobilienanlagen generell zugutekommt.

### Übernahmen und Fusionen

Ein bedeutender Trend bei Immobilienunternehmen ist die anhaltende Konzentration. Hier sind gerade in den letzten Wochen verstärkt große und wegweisende Transaktionen zu beobachten: Es begann mit dem Versuch einer Übernahme der amerikanischen General Growth Properties durch deren Großaktionär, die Brookfield Gruppe. Weil das Angebot zu niedrig ausfiel, geht es mit der Transaktion allerdings bisher nicht voran. GGP ist ein Vermieter von 123 überwiegend erstklassigen Einzelhandelsobjekten in den USA.

Abbildung 1: Vonovia vs Bund



Quelle: Thomson Reuters



Die Vermieter von Einzelhandelsflächen leiden unter den Problemen ihrer Mieter, mit der Herausforderung des internetbasierten Handels zurechtzukommen. Dies gilt insbesondere bei Bekleidung und Konsumelektronik. Das stete Bemühen des Online-Branchengiganten Amazon, sein Geschäftsmodell auf immer neue Produktkategorien auszudehnen, wird die stationären Verkäufer von Waren fast aller Art in Atem halten. Diese Erkenntnis brachte Aktien dieser Nutzungsart zunehmend unter Druck und REITs aus dieser Kategorie waren bis in den Dezember hinein die schlechteste Wahl. In der Folge haben sich bei vielen Titeln große Abschlüsse zu den von Immobilienbewertern errechneten Nettovermögenswerten aufgebaut. Und wenn die Börsenkurse allzu weit unter diese NAVs fallen, dann werden Übernahmen attraktiv. Nach dem erwähnten Gebot für GGP folgte am Nikolaustag der nächste Schlag: Der britische REIT Hammerson verkündete die Übernahme des Wettbewerbers Intu Properties. Beide zusammen werden insbesondere in ihrem Heimatmarkt England ihre Macht als große Vermieter von Shopping Centern vergrößern. Gerade in England hat der E-Commerce zum Leidwesen auch der Vermieter von Einzelhandelsflächen schon einen überdurchschnittlichen Marktanteil erreicht.

Sechs Tage später folgte die zweite Elefantenhochzeit. Und diesmal trifft diese Bezeichnung ins Schwarze: Unibail Rodamco, die unangefochtene Nummer eins auf dem europäischen Kontinent, wird Westfield aus Australien übernehmen. Doch nur der Sitz dieses „Elefanten“ unter den großen Besitzern von Einkaufszentren befindet sich in Australien. Die Objekte liegen in England und vor allem in den USA. Damit gelingt Unibail, die einen Aufpreis von rund 20% zu den letzten Kursen bieten, die Besetzung der weißen Flecken auf ihrer Standortkarte. In der Konsequenz entsteht jetzt noch vor der amerikanischen Simon Property Group die neue weltweite Nummer eins.

Auch in Deutschland geht der Konzentrationsprozess weiter. Die Nummer zwei in Europa – gemessen an der Börsenkaptalisierung – Vonovia schluckte

wieder einmal einen Konkurrenten. Das Ziel der Begierde war mit der österreichischen Buwog diesmal ein Entwickler von Wohnungen. Nachdem die Preise für viele Wohnungsbestände inzwischen teuer geworden sind, lohnt sich der Neubau wieder mehr. Auf diesem Feld ist Buwog eines der ganz großen Unternehmen, die in Deutschland aktiv sind. Damit nicht genug: „Wir fangen jetzt an, uns auch außerhalb Deutschlands umzuschauen“, verkündete Vonovia-Chef Rolf Buch im Oktober. Um den französischen Markt kennenzulernen, vereinbarte der einzige Immobilienkonzern im Dax-Index eine Partnerschaft mit dem französischen Wohnungsunternehmen SNI, einer Tochter der staatlichen Caisse de Depots. Diese verwaltet rund 348.000 Wohnungen in ganz Frankreich, also etwas weniger als Vonovia selbst. Damit nicht genug: „Wir fangen jetzt mit Frankreich an und arbeiten uns dann systematisch durch Europa durch“, sagte der Vonovia-Chef. Letztlich werden diese riesigen Transaktionen durch die extrem lockere Geldpolitik der EZB erleichtert. Sie ermöglicht es Unibail, Vonovia und anderen Großkonzernen (die EZB kauft deren Anleihen!), mittels konkurrenzlos niedriger Finanzierungskosten den Konzentrationsprozess in der Wirtschaft zu beschleunigen. Was das für den Wettbewerb und damit die Mietpreise bedeutet, kann man sich ausrechnen. Es geht um mehr als Synergien, welche die Konzernleiter immer als Begründung für Übernahmen und Fusionen anführen.

### *Flexibilität ist Trumpf*

Gewerbliche Mieter verlangen bei der Suche nach geeigneten Büros mehr Flexibilität und mehr Dienstleistungen, die hinzugebucht werden können. Die klassische Vermietung von Großobjekten mit langen Mietlaufzeiten wird zunehmend schwieriger. Dies erhöht tendenziell die Risiken der Eigentümer, eröffnet aber andererseits denjenigen Vermietern, welche sich auf diese Veränderungen einstellen, Chancen für überdurchschnittliches Wachstum. Was dieser Trend bedeutet, sieht man am

besten am Londoner Markt, wo 2017 die Flächenabsorption der Anbieter von sogenannten Coworking-Flächen bereits bei über der Hälfte der netto vermieteten Gesamtfläche lag! Auf der anderen Seite gehen viele finanzstarke Unternehmen dazu über, ihre Zentralen mit eigenen Mitteln zu finanzieren. Als Beispiel seien etwa die neuen Prestigeobjekte von Bloomberg und Google in London genannt. Diese Trends stellen höhere Ansprüche an das Management von Immobiliengesellschaften und machen darüber hinaus auch klassische Verfahren der Immobilienbewertung weniger sinnvoll, ja unzureichend. Der schlichte Fokus auf die Bewertungs-NAVs wird damit fragwürdiger – jedenfalls bei Büros. Besitzer von Betreiberimmobilien kennen dieses Problem, wenn auch aus anderen Gründen. Bei der Selektion von Aktien muss deshalb die Ausrichtung und Qualität der Unternehmensführungen stärker beachtet werden, als allzu sehr auf die Bewertungen zu achten.

### *Exit vom „Brexit“?*

Weil der britische Immobilienmarkt in Europa eine so bedeutende Rolle spielt, lohnt auch ein Blick ins Vereinigte Königreich: Die Befürchtungen nach dem Brexit-Votum im Juni 2016, dass London als größter Immobilienmarkt Europas und Finanzdrehscheibe unter massiven Druck kommen würde, haben sich nicht bestätigt. Zwar kam es dort zu vereinzelt Preisrückgängen und einer Stockung bei Neuvermietungen. Doch der Rückgang des Britischen Pfundes und der ungebrochene Nimbus als „die internationale Stadt“ verhinderten eine echte Krise. Gerade asiatische, vornehmlich chinesische Käufer waren höchst aktiv. Ob dieser Markt, der seine Aufwärtsbewegung seit der Spitze im Herbst 2015 konsolidiert, nicht doch noch unter die „Brexit-Räder“ kommen wird, ist fraglich. Sorgen sind nicht unberechtigt, aber weil inzwischen Technologieunternehmen, und nicht mehr die Finanzdienstleister die dominierenden Nachfrager nach Flächen sind, konnten in den letzten Wochen einige auf London fokussierte REITs ihre Er-



wartungen für das vergangene und laufende Jahr nach oben korrigieren. Und wer weiß, vielleicht gibt es ja doch noch einen Exit vom „Brexit“. Immerhin wäre bei einer neuen Befragung der Wähler ein Votum für den Verbleib denkbar.

Dennoch sind die politischen Risiken in Großbritannien nicht vom Tisch. Käme es zu überraschenden Neuwahlen, dann stünde womöglich die Labourpartei unter ihrem stramm sozialistischen Vorsitzenden Corbyn vor dem Einzug in die Downing Street. Ob mit oder ohne „Brexit“ wäre dann erst einmal ein neuer Schock die Folge.

### *Wie teuer dürfen die favorisierten Nutzungsarten werden?*

Die erwähnten Probleme des traditionellen Einzelhandels haben seit dem Sommer 2016 zu einer brutalen Verschiebung in der Wertentwicklung der verschiedenen Nutzungsarten geführt. Die historisch überlegene Entwicklung der Gesellschaften mit Fokus auf erstklassige Einkaufszentren, die sich vor allem in der Finanzkrise besser halten konnten, hat sich in nur eineinhalb Jahren radikal umgekehrt. Unter den gängigen Nutzungsarten waren es vor allem Vermieter von Logistik- und Industrieflächen, die einerseits von der

guten Industriekonjunktur und darüber hinaus vom erhöhten Bedarf der Online-Versender nach immer mehr Lagern und Verteilzentren profitieren konnten.

Parallel dazu sind auch viele Arten von Betreiberimmobilien immer attraktiver geworden. Mit am besten haben sich REITs entwickelt, die Datenzentren vermieten. Die explosive Zunahme von Speicher- und Rechenkapazität – Big Data lässt grüßen – sowie der Trend, EDV-Aufgaben in die „Cloud“ auszulagern, sind hier die Treiber. Die Cloud ist eben nicht „himmlisch“, sondern in Form von hochkomplexen Gebäuden mit ihren Rechenzentren am Ende doch recht „irdisch“.

Auch andere Sondernutzungsarten wie Studentenwohnheime, Seniorenimmobilien und Hotels sind – allerdings regional unterschiedlich – meist bessere Anlagen gewesen als die klassischen Nutzungsarten Büros und Wohnen, von Handelsimmobilien ganz zu schweigen. Wie sehr diese Anlegerpräferenzen sich auf die Aktienbewertungen ausgewirkt haben, wird am Beispiel der USA deutlich: So liegt etwa die Dividendenrendite der Datenzentren-REITs und der Logistik-REITs mit rund 3% nicht einmal halb so hoch wie die der Mall-REITs.

### *Sind auch REITs inzwischen zu teuer geworden?*

Markttechnisch ist es positiv zu werten, dass der Sektor schon seit mehreren Jahren immer wieder unter der Erwartung litt und leidet, dass das Zinstal bald verlassen werde. REITs sind deshalb in den meisten Aktienportfolien klar untergewichtet. Daraus ergeben sich entsprechende Chancen auf Kursgewinne, wenn die Anleger ihre Gewichtung auch nur normalisieren würden. Dafür, dass sie dies einmal tun „müssen“ spricht die Tatsache, dass REITs bzw. Immobilienaktien von immer mehr Indexanbietern als eigenständige Branche definiert wurden und werden. Den Anlass dazu geben könnte auch ein Favoritenwechsel weg von zyklischeren Branchen, welche an der Börse aktuell die Nase vorne haben. Die zunehmenden Übernahmeangebote zeigen jedenfalls, dass Immobilienaktien gegenüber Direktanlagen unterbewertet sind. Auch im Vergleich zu anderen Branchen sind REITs inzwischen wieder unterbewertet. Sogar bei den Vertretern der als problematisch erachteten Nutzungsart Handel berichten die Unternehmen weit überwiegend noch von Wachstum – auch der Dividenden. Diese liegen global beim Index über alle Nutzungsarten hinweg aktuell deutlich über 4%. Und die REIT-Ausschüttungen steigen seit vielen Jahrzehnten mit nur kurzen Unterbrechungen.

#### IMPRESSUM

BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER KG  
Börsenplatz 1, 70174 Stuttgart

Amtsgericht Stuttgart HRA 738

Persönlich haftender Gesellschafter:  
Dr. Volker Gerstenmaier, Mario Caroli

Ihr Ansprechpartner:  
Michael Beck, Leiter Asset Management  
Tel.: 0711/2148-242, Fax: 0711/2148-250  
E-Mail: michael.beck@privatbank.de

Redaktion:  
Michael Beck, Helmut Kurz  
www.ellwanger-geiger.de/kapitalmarkt  
Ausgabe Januar 2018

#### WICHTIGE HINWEISE

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung. Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und graphische Gestaltung liegen beim Herausgeber und dürfen gerne, jedoch nur mit schriftlicher Genehmigung, verwendet werden.

#### Ergänzende Hinweise:

- (1) Angaben zur steuerlichen Situation sind nur allgemeiner Art. Für eine individuelle Beurteilung der für Sie steuerlich relevanten Aspekte und ggf. abweichende Bewertungen sollten Sie Ihren Steuerberater hinzuziehen.
- (2) Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein zuverlässiger Indikator für zukünftige Entwicklungen.
- (3) Finanzinstrumente oder Indizes können in Fremdwährungen notiert sein. Deren Renditen können daher auch aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen.