

Illusion der Diversifikation?

Die heutige Krise offenbart eine hohe parallele Zyklizität von Immobilien- und Finanzmärkten

Von Pascal Gantenbein*

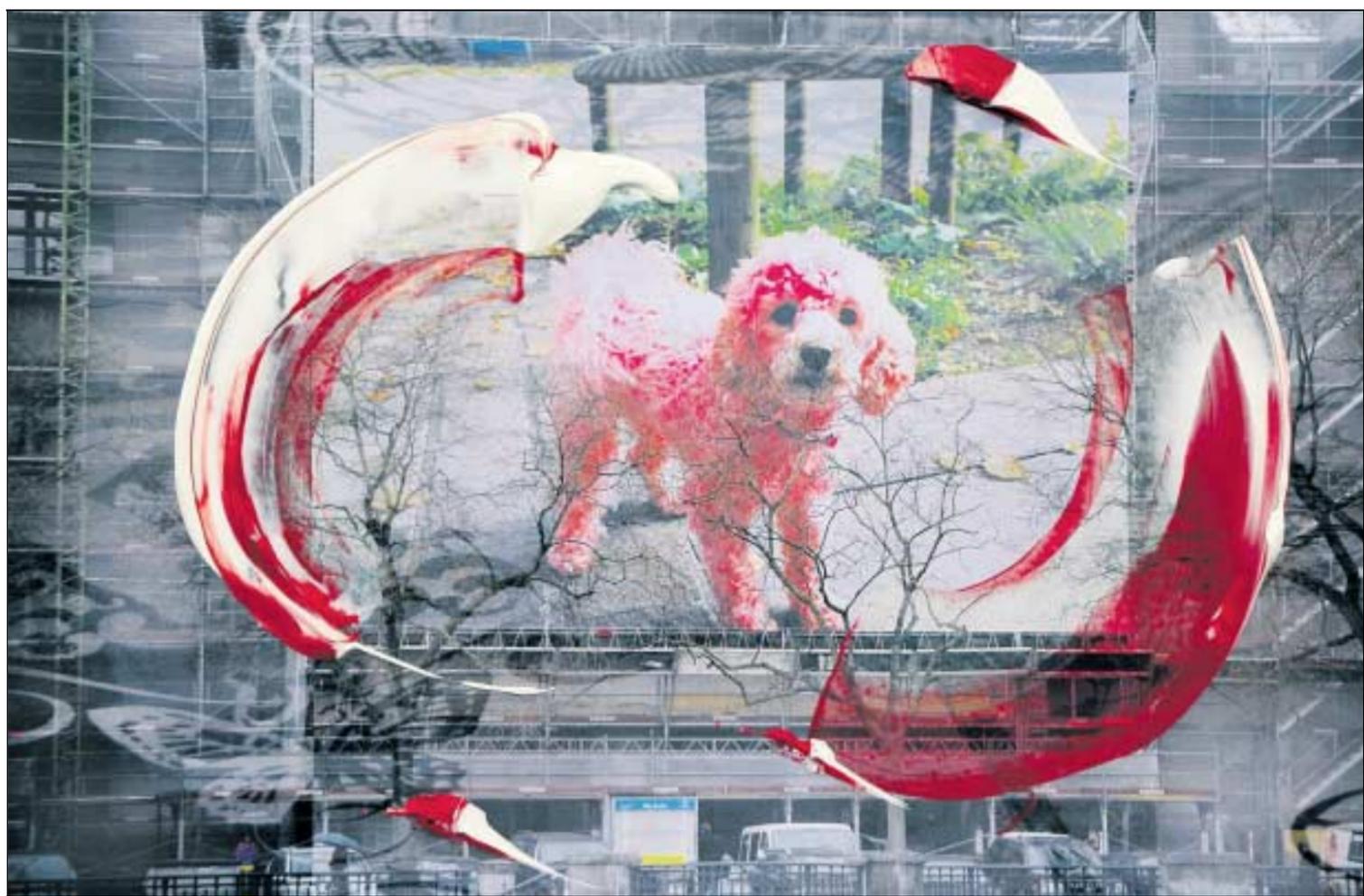
Immobilien gelten aus Diversifikationsüberlegungen als gute Beimischung zu einem Portfolio. Die Parallelbewegungen von Finanz- und Realwirtschaft in der jüngsten Krise haben jedoch Zweifel an dieser Sicht hervorgerufen. Laut dem folgenden Artikel sollten die Diversifikationseigenschaften von Immobilien tatsächlich neu beurteilt werden. (Red.)

Immobilien gelten aus Diversifikationsüberlegungen seit je als gute Beimischung zu einem Portfolio. Dies hat verschiedene Gründe: Zunächst lehrt die Erfahrung, dass sich Immobilien als Realwerte in Krisenzeiten stabilisierend auf Vermögen auswirken und diesen zudem in der langen Frist einen gewissen Inflationsschutz verleihen. Zweifellos sind Investoren mit Schweizer Immobilien letztes Jahr wesentlich besser gefahren als Finanzinvestoren. In Zeiten abwärts tendierender Finanzmärkte gibt es überdies Effekte aus Vermögensumschichtungen, von denen häufig auch Immobilienanlagen profitieren. Umgekehrt reagieren Finanzmärkte im Regelfall wenig sensitiv auf Veränderungen der Immobilienpreise. Dieser lose Zusammenhang äussert sich in tiefen Korrelationen, welche das Diversifikationspotenzial von Immobilien unterstreichen. Doch ist dies tatsächlich immer der Fall?

Parallelbewegung in der Krise

Nicht erst seit der jüngsten Parallelbewegung von Finanz- und Realwirtschaft gibt es Zweifel an den Diversifikationseigenschaften von Immobilien. Zwar ist inzwischen hinlänglich bekannt, dass es aufgrund des Konjunkturzyklus sowie von Verzögerungen auf den Immobilien-Realmärkten mit einer gewissen Regelmässigkeit zu Immobilienzyklen kommt. Doch ist diesmal das Ende eines an sich normalen Konjunkturzyklus mit der Finanzkrise zusammengetroffen, und dies nicht zufällig. Gelitten haben praktisch alle Anlagen – Aktien, Unternehmensanleihen, Immobilien und Rohwaren –, und das gleichzeitig in einer Vielzahl von Ländern. Zudem kommt den Immobilien diesmal eine spezielle Rolle zu, stand doch die US-Immobilienkrise am Beginn der Verwerfungen. Hat sich also durch die Krise, wie zuweilen behauptet wird, die Diversifikationscharakteristik nachhaltig verändert?

Zunächst ein Rückblick: Zur Diversifikation mit Immobilien sind seit den 1980er Jahren zahlreiche Forschungsbeiträge entstanden. Vorerst waren diese konzeptioneller Natur, ab der zweiten Hälfte der neunziger Jahre erlaubte die Datenlage dann auch Quantifizierungen. Unterschieden werden heute die Diversifikation im gemischten Portfolio, die Intra-Immobilien-Diversifikation über Immobiliensegmente, die geografische Diversifikation im Inland sowie die internationale Diversifikation. Im gemischten Portfolio konnte gezeigt werden, dass sich Immobilien positiv auf die Portfolio-Effizienz auswirken. Auch bezüglich der Intra-Immobilien-Diversifikation sowie der geografischen Diversifikation



gelangen die meisten Analysen zu positiven Befunden. Dennoch gibt es Argumente für eine Neubeurteilung: Erstens weisen Immobiliendaten spezifische Charakteristika auf. Empirisch konnte gezeigt werden, dass Immobilien- und Aktienrenditen über längere Zeiträume oftmals kointegriert sind. Das bedeutet, dass sie zwar bei der Betrachtung von (häufig verzögert verfügbaren) Quartals- oder Jahresrenditen als wenig oder gar negativ korreliert erscheinen, doch über längere Zeiträume stärker miteinander verbunden sind. Der treibende Faktor beider Märkte ist letztlich in hohem Masse die konjunkturelle Entwicklung.

Marktabhängige Diversifikation

Zweitens sind die Immobilien- und Finanzmärkte seit Ende der achtziger Jahre enger zusammengewachsen. Dies äussert sich im breiten Angebot von Immobilienfonds, von kotierten wie nicht kotierten Immobiliengesellschaften sowie von strukturierten Immobilienprodukten. Je weiter die Immobilienmärkte über Anlageprodukte in die Finanzmärkte integriert und damit Finanzinvestoren zugänglich sind, desto höher sind im Regelfall die Korrelationen. Auf der positiven Seite trägt dies zu einer besseren Informationsverarbeitung bezüglich der Direktanlagemärkte bei, jedoch gibt es eine gegenseitige Ansteckung

bei Verwerfungen. Die derzeitige Krise offenbart diese hohe parallele Zyklizität von Immobilien- und Finanzmärkten. Zu Beginn begünstigte das starke Kreditwachstum etwa in Grossbritannien und den USA den Anstieg der Immobilienpreise. Deren Zerfall hat dann aufgrund der Verbriefung von Hypothekarkrediten wiederum direkt auf die Finanzmärkte durchgeschlagen. Im Gegensatz zu früher hat sich das Platzen der Immobilienblase auf die internationalen Finanzmärkte übertragen und die Gleichbewegung von Finanz- und Realwirtschaft erhöht.

Und drittens werden inzwischen auch die Intra-Immobilien-Diversifikation sowie die internationale Diversifikation zunehmend hinterfragt. Denn die Bewertung verschiedener Strategien von Immobiliengesellschaften durch die Finanzmärkte liefert ein gemischtes Bild. Zwar gibt es unbestrittene Diversifikationsvorteile. Doch existiert zwischen diesen und dem Know-how des Managements und mithin dessen Fähigkeiten, aus dem Investment in verschiedenen Immobiliensegmenten und -märkten einen Zusatznutzen zu erzielen, ein Trade-off. Insbesondere bei internationalen Immobilienanlagen gibt es zum Teil grosse Informationsasymmetrien.

Führen diese Entwicklungen nun zu einer Abnahme der Diversifikation? Zwar ist es für eine empirische Beurteilung noch zu früh. Und je nach

Stärke des weltweiten konjunkturellen Einbruchs können auch gesunde Immobilienmärkte in Mitleidenschaft gezogen werden – gerade in Krisen sind die Korrelationen tendenziell höher. Doch eine grundsätzliche Korrektur der Sicht zur Diversifikation drängt sich dennoch nicht auf, vielmehr eine differenzierte Perspektive. Denn zunächst beziehen sich die meisten genannten Argumente auf längerfristige Entwicklungen und neuere Erkenntnisse. Auswirkungen auf die Diversifikation sind dabei durchaus denkbar, jedoch unabhängig von den derzeitigen Verwerfungen.

Langfristige Perspektive

Zudem ist die Bewegung von Immobilien- und Finanzmärkten seit Ausbruch der Krise nicht überall parallel verlaufen. Dieses Phänomen ist primär auf jene Länder konzentriert, deren Immobilienmärkte massiv überbewertet waren und wo die Investoren zuvor eine hohe Verschuldung aufgebaut hatten. Unter solchen Voraussetzungen ist es nicht erstaunlich, dass sich Änderungen in den Erwartungen gleichzeitig auf Immobilienmärkte, Finanzmärkte und Konjunktur auswirken. Mit vergleichsweise konjunkturreisistenten Immobilien in einem korrekt bewerteten Markt und einer vernünftigen Verschuldung der Investoren werden jedoch langfristig weiterhin Diversifikationsvorteile möglich sein.

*Prof. Dr. Pascal Gantenbein ist ordentlicher Professor für Finanzmanagement an der Universität Basel.

«Ich, intelligent und sensibel,
stehe auf alle Arten von Wäsche».

Die neue Schulthess Spirit XLI erkennt als erste Waschmaschine den Verschmutzungsgrad Ihrer Wäsche. Intelligent nicht? Mehr darüber bei: Schulthess Maschinen AG, 8633 Wolfhausen, Tel. 0844 880 880, info@schulthess.ch oder unter www.schulthess.ch/xli

Swiss Made 

Bleiben Sie anspruchsvoll



SCHULTHESS