

Kröncke, Tim-Alexander; Schindler, Felix

**Article**

## Bedeutung von Immobilieninvestments in internationalen Anlageportfolios

ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen

**Provided in Cooperation with:**

ZEW - Leibniz Centre for European Economic Research

*Suggested Citation:* Kröncke, Tim-Alexander; Schindler, Felix (2011) : Bedeutung von Immobilieninvestments in internationalen Anlageportfolios, ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, Vol. 14, Iss. 2, pp. 10-11

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/126036>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Bedeutung von Immobilieninvestments in internationalen Anlageportfolios

*Die zunehmende Integration der internationalen Finanzmärkte führte insbesondere in den letzten beiden Dekaden zu steigenden Abhängigkeiten zwischen den nationalen Aktienmärkten und resultierte in sinkenden Diversifikationseffekten. Sowohl private als auch institutionelle Investoren sind daher verstärkt auf der Suche nach Anlageklassen, die ihnen attraktive Diversifikationseigenschaften bieten.*

Investments in verbriefte Immobilienanlagen erweisen sich dabei als besonders interessant und besitzen in einem bereits breit gestreuten internationalen Aktien- und Anleihenportfolio zusätzliche Diversifikationseffekte. Diese treten besonders deutlich hervor, wenn das mit internationalen Anlagen verbundene Wechselkursrisiko abgesichert ist.

Im Gegensatz zu den großen, an den internationalen Börsen notierten Aktiengesellschaften mit globaler Geschäftstätigkeit agieren Immobilienaktiengesellschaften häufig national. Dadurch unterliegen Anlagen in Immobilienunternehmen neben dem branchenspezifischen Risiko eher nationalen als globalen Risiken. Dies spricht dafür, dass national ausgerichtete Immobilienportfolios gegenüber eben solchen Aktienportfolios ungünstigere Diversifikationseigenschaften besitzen und eine internationale Streuung der Immobilienanlagen erstrebenswert ist. Als geeignetes Anlagevehikel erweisen sich dabei gerade für den privaten Anleger börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften oder Real Estate Investment Trusts (REITs). Somit ermöglichen sie es dem Anleger, sein investiertes Vermögen international über mehrere Märkte zu streuen und gleichzeitig in ein liquides Immobilienanlageprodukt zu investieren.

In einem umfassenden Vermögensanlageportfolio stellt sich die Frage, ob Immobilienanlagen zusätzliche Diversifikationseffekte besitzen oder durch ein international breit gestreutes Investment in Anleihen und Aktien die Diversifikationsmöglichkeiten bereits ausreichend ausgeschöpft sind. Dies ist die zentrale Fragestellung eines kürzlich als ZEW-Diskussionspapier erschienenen Aufsatzes von Kröncke und Schind-

ler (2011). Eine zweite Frage betrifft den Einfluss des mit internationalen Anlagen verbundenen Währungsrisikos auf die Diversifikationsmöglichkeiten.

Bei internationalen Vermögensanlagen ist der Investor neben der Wertentwicklung des Vermögensgutes gleichzeitig mit der Entwicklung des Wechselkurses konfrontiert. Zur Vermeidung des Wechselkursrisikos bietet sich dem Anleger allerdings die Möglichkeit, sich zum Beispiel mit Hilfe von Devisenterminkontrakten gegen dieses Risiko abzusichern. Somit ist er nur dem originär mit dem Vermögensgut verbundenen Risiko ausgesetzt und keinen teilweise sehr volatilen und schwer zu prognostizierenden Wechselkursschwankungen.

Um die Vermögensanlagemärkte und insbesondere die verbrieften Immobilienmärkte möglichst repräsentativ abzubilden, werden insgesamt folgende neun Länder über einen Zeitraum von 24 Jahren (1986 – 2009) berücksichtigt: Australien, Hong Kong, Japan und Singapur für den asiatisch-pazifischen Raum, Kanada und die USA für Nordamerika sowie Frankreich, Vereinigtes Königreich und die Niederlande für Europa. Diese Märkte bilden rund 75 v.H. der Marktkapitalisierung des globalen Immobilienaktienmarktes ab und besitzen ebenso einen erheblichen Anteil an der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung und am Markt für Staatsanleihen. Dadurch können diese Märkte für international ausgerichtete Investoren als weitgehend repräsentativ angesehen werden, zumal sich die Märkte über verschiedene Währungsräume sowie geographische und ökonomische Regionen erstrecken.

Methodisch folgt die Untersuchung der auf Markowitz zurückgehenden modernen Portfolio Theorie, mittels derer

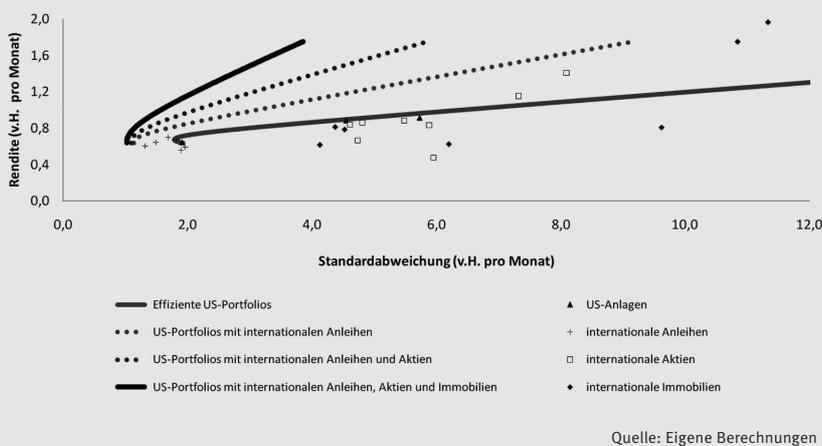
aus allen realisierbaren Portfolios diejenigen selektiert werden, die für ein gegebenes Risikoniveau den maximalen Ertrag ausweisen und somit für den Investor effizient sind. Die für den Anleger interessante Fragestellung besteht darin, welche Verbesserungen in den Rendite-Risiko-Eigenschaften für ein Portfolio erzielt werden können, wenn zusätzliche Anlageklassen und Anlagemärkte Berücksichtigung finden. Per definitionem können sich die Anlagemöglichkeiten durch zusätzliche Anlagealternativen ausschließlich verbessern. Allerdings stellt sich die Frage, ob diese Verbesserungen tatsächlich signifikant sind.

Der in dieser Untersuchung angewandte methodische Ansatz erlaubt es, genau diese Fragestellung statistisch zu untersuchen und den Diversifikationsbeitrag zusätzlicher Wertpapiere in einem Portfolio statistisch auf seine Signifikanz zu überprüfen. Die Analyse ist in ihrer Berücksichtigung von Anlageklassen, ihrer globalen Marktabdeckung, ihrer zeitlichen Ausdehnung über 24 Jahre und der expliziten Untersuchung von Währungseffekten unseres Wissens erstmalig und wurde bisher in diesem Umfang noch nicht durchgeführt.

## Untersuchungsaufbau

Die Analyse erfolgt in mehreren Schritten: Zuerst wird für ein aus US-Anlagen bestehendes Portfolio untersucht, welchen Beitrag US-amerikanische Immobilienanlagen leisten. Anschließend erfolgt eine Ausdehnung auf die globalen Märkte, indem internationale Staatsanleihen, Aktien und abschließend Immobilienanlagen in das Portfolio integriert werden. Durch diese Vorgehensweise wird zum einen der Reihenfolge der Anlageausrichtung vieler Investoren Rechnung getragen und zum anderen dem zentralen Untersuchungsziel – welchen Diversifikationsbeitrag Immobilienanlagen in einem internationalen Vermögensanlage-

Abbildung 1: Effizienzgrenze von US Portfolios und internationalen Portfolios mit abgesichertem Währungsrisiko



portfolio leisten — möglichst konservativ nachgegangen. Diversifikationseffekte, die zum Beispiel auf unterschiedliche makroökonomische Entwicklungen zurückzuführen sind, sollten bereits durch die Anleihen- und Aktienmärkte abgedeckt sein. Es liegt daher nahe, dass durch die Immobilienanlagen ein immobilienpezifischer Faktor abgegriffen wird, der an den Anleihen- und Aktienmärkten nicht ausreichend berücksichtigt wird, oder dass national ausgeprägte Faktoren tatsächlich bei Immobilienanlagen stärkere Berücksichtigung finden. Diesem Untersuchungsablauf wird sowohl bei der Analyse in US-Dollar als auch bei der Analyse mit abgesicherten Wechselkursrisiken gefolgt.

### Zentrale Ergebnisse

Für den US-amerikanischen Markt zeigt sich, dass Anlagen in nationale Immobilien nur ein sehr begrenztes Diversifikationspotential besitzen. Deutliche Effekte treten allerdings auf, wenn eine Ausdehnung des Anlageportfolios

auf internationale Anlagen in Form von langfristigen Staatsanleihen erfolgt. Der Beitrag von Aktien erweist sich allenfalls als schwach signifikant, während die Berücksichtigung von Immobilienanlagen gegenüber einem bereits relativ gut gestreuten internationalen Portfolio aus Anleihen und Aktien signifikante Verbesserungen der Rendite-Risiko-Charakteristika des Portfolios bewirkt. Diese Effekte treten darüber hinaus deutlich stärker hervor, wenn das Wechselkursrisiko abgesichert ist und das in allen Anlageklassen eines Landes inhärente Risiko eliminiert wird (vgl. Abbildung 1 und Tabelle 1). Dieses Ergebnis kann als Beleg dafür gewertet werden, dass Immobilien als eigene Vermögensanlageklasse zu betrachten sind, welche eigenen individuellen Einfluss- und Risikofaktoren unterliegt und nicht durch die gleichen Faktoren wie Aktien- und Anleiherenditen gepreist wird.

Zur Überprüfung der Robustheit der Ergebnisse führen wir einige weitere Analysen durch, die insbesondere für Anleger mit Anlagerestriktionen von

Interesse sind. Zum einen überprüfen wir, welche Ergebnisse sich ergeben, wenn die Portfolioallokation ex ante erfolgt. Zum anderen analysieren wir die Entwicklung der Diversifikationseffekte im Zeitablauf und untersuchen, welche Folgen es mit sich bringt, wenn der Investor – wie es zum Beispiel für Pensionsfonds charakteristisch ist – in seinen Anlagemöglichkeiten beschränkt ist. Hierbei wird explizit darauf eingegangen, welche Auswirkungen der Ausschluss von Leerverkäufen hat. Es zeigt sich, dass die Ergebnisse weitgehend auch unter den untersuchten Gegebenheiten ihre Gültigkeit besitzen. Lediglich bei den Diversifikationseffekten im Zeitablauf ist festzustellen, dass diese über alle Anlageklassen hinweg in Krisenzeiten rückläufig sind. Allerdings ist für den gesamten Untersuchungszeitraum unter Berücksichtigung aller drei Anlageklassen kein rückläufiger Trend in den Diversifikationseffekten feststellbar.

### Fazit

Immobilienanlagen in einem international ausgerichteten Portfolio leisten einen signifikanten Beitrag zu einer verbesserten Rendite-Risiko-Struktur. Daher sollten Anleger diese Anlageklasse bei ihrer Investitionsentscheidung nicht außer Acht lassen – gerade vor dem Hintergrund der zunehmenden Finanzmarktintegration und der damit verbundenen sinkenden Diversifikationseffekte durch internationale Aktieninvestments. Weiterhin können Wechselkursrisiken einen erheblichen Einfluss besitzen, weshalb diese Risiken separat berücksichtigt werden sollten. Die Ergebnisse unterstreichen den besonderen Charakter von Immobilienanlagen in allgemeinen Vermögensanlageportfolios und die Bedeutung von Immobilien als eigenständiger Vermögensanlageklasse.

Tim-Alexander Kröncke, [kroencke@zew.de](mailto:kroencke@zew.de)  
 Prof. Dr. Felix Schindler, [schindler@zew.de](mailto:schindler@zew.de)

Tabelle 1: Risikoadjustierter Performancebeitrag von internationalen Vermögensanlageklassen

Benchmark: US-Portfolio (Anleihen, Aktien, Immobilien) – Sharpe Ratio 0,19		
	Sharpe Ratio internationaler Portfolios	
	mit Währungsrisiko	ohne Währungsrisiko
+ internationale Anleihen	0,25	0,29*
+ internationale Aktien	0,30	0,34
+ internationale Immobilien	0,37	0,41*

\* statistisch signifikante Performanceverbesserung (10% Niveau). Quelle: Eigene Berechnungen

### Literatur:

Eichholtz, Piet (1996): Does International Diversification Work Better for Real Estate than for Stocks and Bonds?, *Financial Analysts Journal* 52, 56-62.  
 Kröncke, Tim-Alexander und Felix Schindler (2011): International Diversification with Securitized Real Estate and the Veiling Glare from Currency Risk, *ZEW Discussion Paper No. 11-012*, Mannheim.