

AEW RESEARCH - MÄRZ 2019

# PERIPHERE PERSPEKTIVEN FÜR IMMOBILIEN

ERKENNTNISSE AUS EINEM CROSS-ASSET-VERGLEICH



AEW

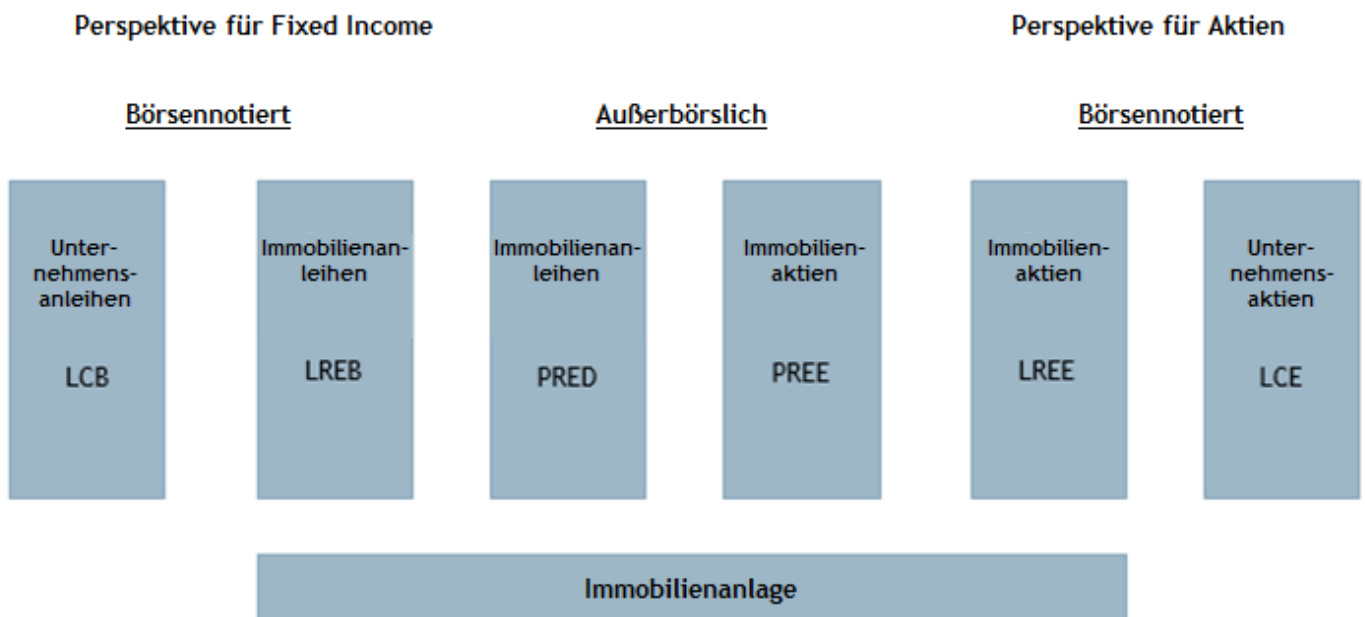
## INHALTSVERZEICHNIS

ZUSAMMENFASSUNG: ATTRAKTIVE RENDITEN UND DIVERSIFIKATION BEI IMMOBILIEN .....	3
ABSCHNITT 1: PERSPEKTIVE FÜR FIXED INCOME.....	4
ABSCHNITT 2: PERSPEKTIVE FÜR AKTIEN.....	9
ABSCHNITT 3: IMMOBILIEN IM FIXED INCOME- UND AKTIEN-MIX.....	14

## WIE SOLLTEN CROSS-ASSET-ANLEGER IMMOBILIEN BEWERTEN?

Die meisten institutionellen Cross-Asset-Anleger konzentrieren sich auf drei Anlageklassen: Fixed Income (oder Kredite), Aktien und alternative Anlagen. Gewerbeimmobilien finden sich üblicherweise in allen drei Klassen. Trotz unterschiedlicher Begrifflichkeiten und Perspektiven werfen Anleger zunehmend einen übergreifenden Blick auf diese Anlageklassen, um die jeweiligen Einschätzungen zu den grundlegenden Trends in den zugrundeliegenden Kredit-, Aktien-, Besicherungs- und Immobilienmärkten zu nutzen. In diesem Bericht erstellen wir einen Analyserahmen, um diesen Vergleich schrittweise vorzunehmen. Dafür führen wir AEWs periphere Immobilienperspektive ein. Sie ermöglicht es uns, das gesamte Anlageuniversum von börsennotierten Unternehmensanleihen und -aktien über börsennotierte Immobilienanleihen und -aktien bis hin zu außerbörslichen Immobilienaktien und -anleihen abzubilden.

### AEW - PERSPEKTIVE FÜR PERIPHERE IMMOBILIEN

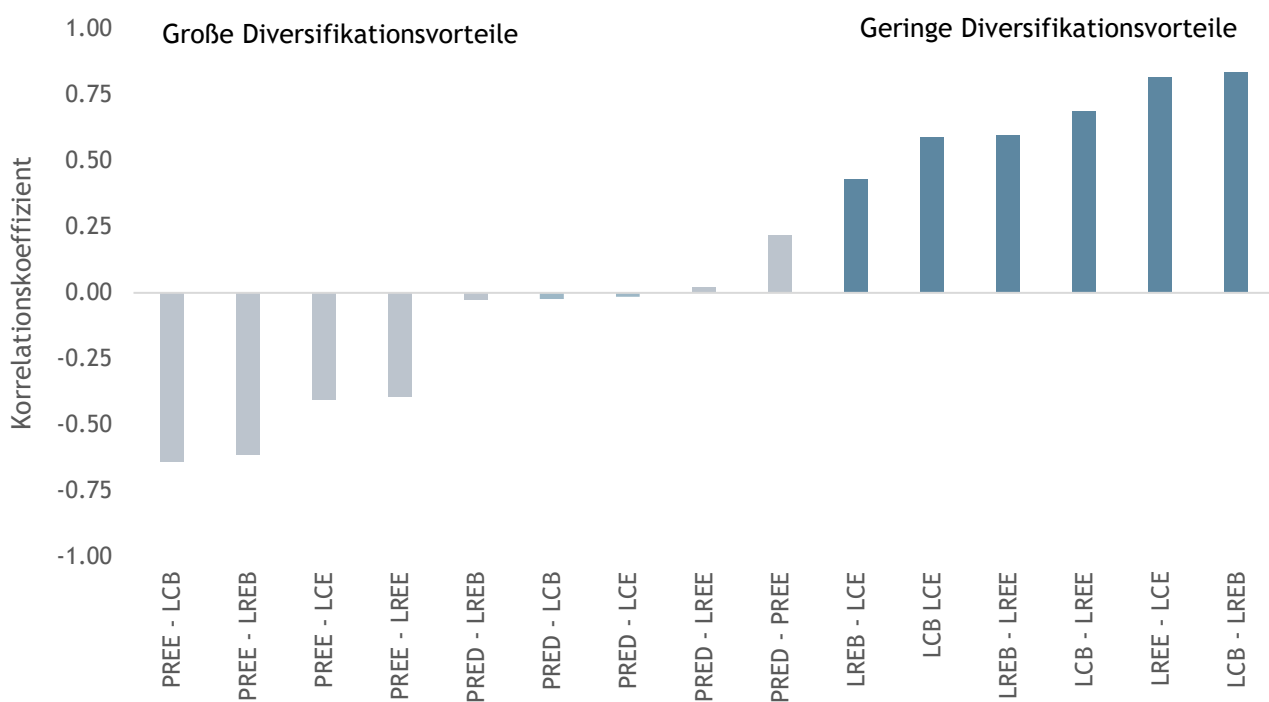


Quelle: AEW

## ZUSAMMENFASSUNG: GUTE DIVERSIFIKATION & BESTE RISIKOBEREINIGTE RENDITEN BEI IMMOBILIEN

- Unsere Perspektive für periphere Immobilien vergleicht Renditen, Volatilität und Korrelationen von privaten Immobilienanlagen mit anderen Fixed Income- und Aktiensegmenten im europäischen Kontext, um Cross-Asset-Anlegern strategische Allokationsentscheidungen zu ermöglichen.
- Im Rahmen unseres Fixed Income-Vergleichs führen wir einen neuen Index für außerbörslich gehandelte Immobilienanleihen (Private Real Estate Debt, PRED) ein, der auf den Preisen von mehr als 2.300 gewerblichen Immobilienkrediten basiert. Der PRED-Index weist im Laufe der letzten 10 Jahre eine sehr ähnliche Wertentwicklung wie der Index von börsennotierten Immobilienanleihen (Listed Real Estate Bonds, LREB) auf. Beide zeigten eine bessere Wertentwicklung als börsennotierte Unternehmensanleihen (Listed Corporate Bonds). Allerdings erwies sich die Wertentwicklung der PRED im selben Zeitraum wesentlich volatil als die der LREB (und LCB). Hinsichtlich der Korrelationen stellen wir fest, dass LREB und LCB eine starke positive Korrelation zeigen, während PRED und LREB über unsere Zeitreihe von 40 Quartalen nahezu keine Korrelation aufweisen.
- Bei Aktien zeigte der Index für börsennotierte Immobilienaktien (Listed Real Estate Equity, LREE) in den letzten 10 Jahren eine bessere Wertentwicklung als börsennotierte Unternehmensaktien (Listed Corporate Equity, LCE) und außerbörslich gehandelte Immobilienaktien (Private Real Estate Equity, PREE). Allerdings zeigte sich die bewertungs-basierte Performance der PREE im selben Zeitraum erheblich weniger volatil als die der LREE und LCE. Hinsichtlich der Korrelationen stellen wir fest, dass die Renditen von LREE und LCE eine positive Korrelation zeigen, während PREE und LREE im selben Zeitraum eine negative Korrelation aufweisen.
- Fazit: PREE und in geringerem Maße PRED bieten Cross-Asset-Anlegern aufgrund ihrer negativen Korrelation mit anderen Assetarten potenzielle Diversifikationsvorteile, wie unten veranschaulicht. Trotz der mäßigen absoluten Renditen bieten PREE tatsächlich die höchste risikobereinigte Rendite aller unserer Assetarten.

### AUSSERBÖRSLICHE IMMOBILIENAKTIEN (PREE) & ANLEIHEN (PRED) BIETEN KLARE DIVERSIFIKATIONSVORTEILE

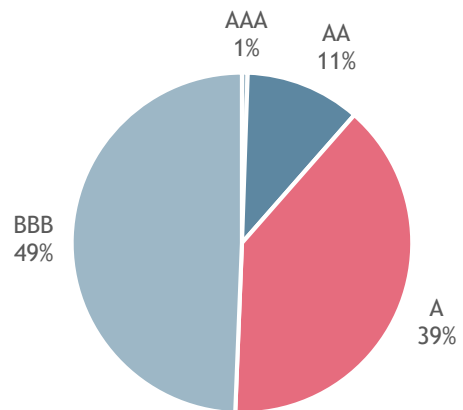


Quelle: BAML, Bloomberg, INREV, EPRA, RCA, REC & AEW

## ABSCHNITT 1: PERSPEKTIVE FÜR FIXED INCOME

### BAML EURO CORPORATE BOND INDEX SPIEGELT RISIKOBEREITSCHAFT HINSICHTLICH BÖRSENNOTIERTER UNTERNEHMENSANLEIHEN (LCB) WIDER

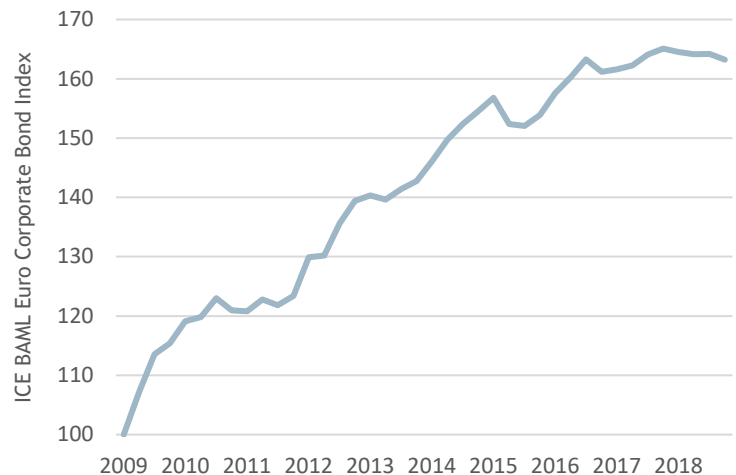
- Anhand des ICE BAML Euro Corporate Bond Index zeigen wir die Wertentwicklung von börsennotierten Unternehmensanleihen (LCB).
- Dieser bildet die Performance von auf Euro laufenden Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating ab, die auf den Eurobond-Märkten oder den inländischen Anleihemärkten der Eurozone öffentlich ausgegeben werden.
- Mit einem BBB-Anteil von nahezu 50% spiegelt dieser ausgewählte Index die Risikobereitschaft der Anleger bei Fixed Income-Anlagen wider.
- Bitte beachten Sie, dass nicht-europäische Unternehmen nicht von der Emission von auf Euro laufenden Anleihen ausgeschlossen sind und manche auch Bestandteil dieses Index sein werden.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

### STABILER LCB-INDEX SPIEGELT DEN GEGENWÄRTIG AUSGEWOGENEN AUSBLICK WIDER

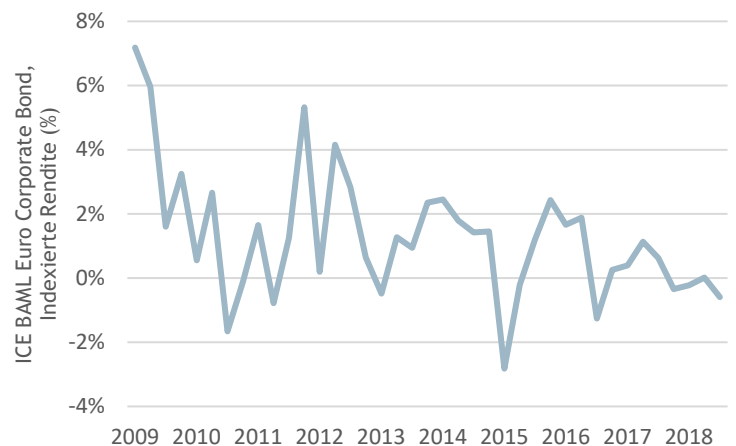
- In den letzten zehn Jahren hat unser LCB-Index einen Aufwärtstrend verzeichnet und lag Ende 2018 bei 163.
- Da die Anleger von Aktien auf weniger risikoreiche Unternehmensanleihen umstiegen, wies der Index unmittelbar nach der globalen Finanzkrise (2009-2010) eine starke Wertentwicklung auf.
- In den Jahren 2013 und 2014 profitierte der Index erneut von der Niedrigzinspolitik und den proaktiv angewendeten Maßnahmen zur quantitativen Lockerung der EZB.
- Aufgrund der Gespräche über quantitative Lockerung und der Normalisierung der Zinssätze Ende 2014 und 2015 verzeichnete der Index ab 2016 eine stabilere Phase.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

### UNTERNEHMENSANLEIHEN IM ABWÄRTSTREND

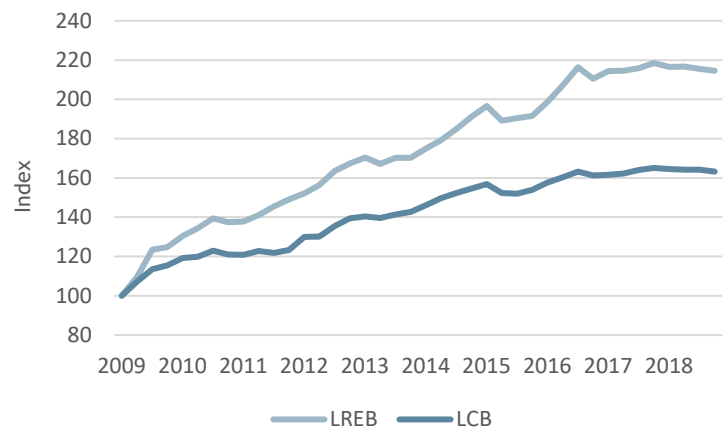
- Die durchschnittliche vierteljährliche Rendite des ICE BAML Euro Corporate Bond Index lag über die letzten zehn Jahre bei 1,3%.
- Im selben Zeitraum war eine erhebliche Volatilität dieser Renditen zu verzeichnen, die zwischen 7,2% und -2,8% schwankten.
- Bitte beachten Sie, dass der BAML bei der Berechnung der Renditen nicht von einer Reinvestition der periodischen Zinszahlungen auf die Anleihen ausgeht. Nach unserer Einschätzung entspricht dies unseren anderen Schätzungen hinsichtlich der Renditen auf Fixed Income-Anlagen und Aktien.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

## DER INDEX FÜR BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENANLEIHEN (LREB) WEIST ÜBER DIE LETZTEN 10 JAHRE EINE BESSERE WERTENTWICKLUNG AUF ALS DER INDEX FÜR BÖRSENNOTIERTE UNTERNEHMENSANLEIHEN (LCB)

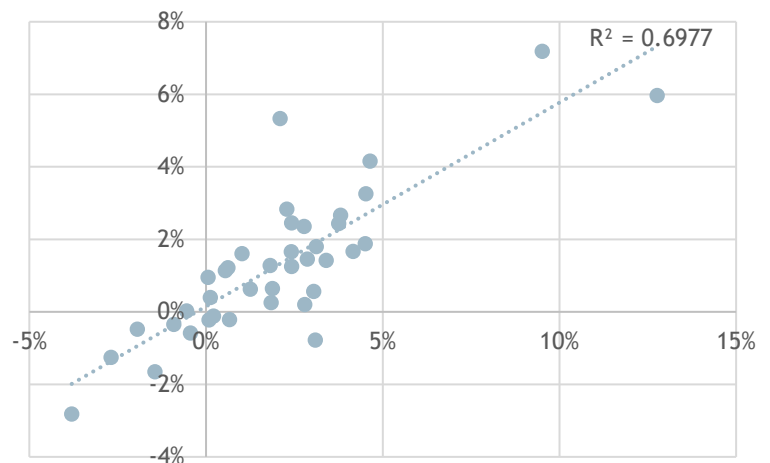
- Aus einem einfachen Vergleich zwischen unserem ICE BAML-Index für börsennotierte Unternehmensanleihen (LCB) und unserem kombinierten Index für börsennotierte Immobilienanleihen (LREB) geht eindeutig hervor, dass letzterer die bessere Wertentwicklung aufweist.
- In den letzten zehn Jahren lagen unsere kombinierte REIT-Anleihe und der CMBS-Index 58 Punkte (bzw. 36%) über unserem LCB-Index.
- Diese Outperformance ist zum Teil dem Zeitpunkt der Erholung des Immobilienmarktes zu verdanken, wobei die Bestandteile des LREB-Index (REIT und CMBS-Anleihen) im Jahr 2008 einen stärkeren Einbruch verzeichneten als Unternehmensanleihen generell.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

## BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENANLEIHEN UND BÖRSENNOTIERTE UNTERNEHMENSANLEIHEN ZEIGEN STARKE KORRELATION

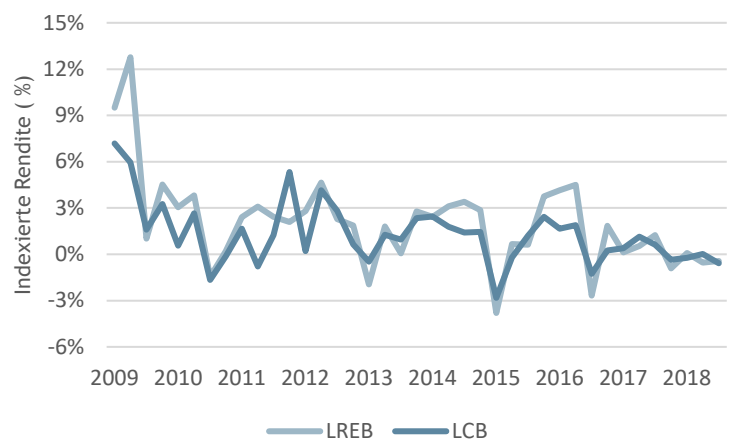
- Ein Streudiagramm der LCB- und LREB-Index-Renditen für jedes der 40 Quartale in unserer Datenbank bestätigt, dass eine sehr enge Beziehung besteht, wie aus dem  $R^2$  von 70% (Korrelationskoeffizient von 0,83) hervorgeht.
- Auf Grundlage dieser Ergebnisse kommen wir zu dem Schluss, dass es bei den Anlegern, die in diese Anleiheklassen investieren, eine erhebliche Überschneidung geben dürfte.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

## DIE ENTWICKLUNGEN BÖRSENNOTIERTER IMMOBILIENANLEIHEN UND BÖRSENNOTIERTER UNTERNEHMENSANLEIHEN VERLAUFEN SEHR ÄHNLICH

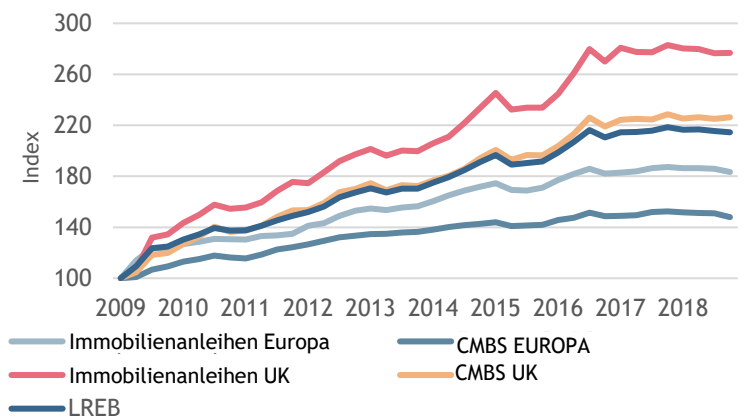
- Die durchschnittlichen vierteljährlichen Renditen des LREB-Index betragen 2,0% und schneiden gegenüber dem LCB-Index, der über die letzten zehn Jahre eine Rendite von 1,3% verzeichnete, positiv ab.
- Im Verhältnis zum LCB-Index zeigte der LREB-Index im selben Zeitraum eine höhere Volatilität, und die Renditen schwankten zwischen 12,8% und -3,8%.
- Die Gesamtrenditen beider Serien weisen einen zeitgleichen Zusammenhang und eine geringe Volatilität in den letzten zwei Jahren auf.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

**BRITISCHE IMMOBILIENANLEIHEN SCHNEIDEN BESSER AB ALS ANDERE LREB-TEILINDIZES**

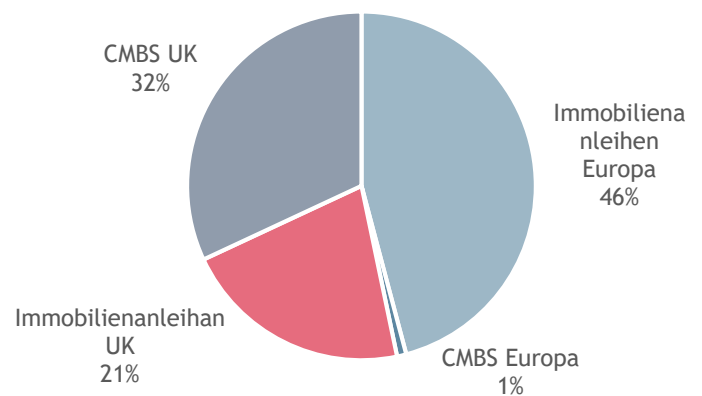
- Unser kombinierter Index für börsennotierte Immobilienanleihen (LREB) besteht aus vier verschiedenen Teilindizes, die nach Emissionsland (Vereinigtes Königreich und restliches Europa) und Art der Emittenten (REITs und CMBS) untergliedert sind.
- Die Marge von fast 100%, mit der die britischen Immobilienanleihen die europäischen CMBS-Anleihen hinter sich ließen, ist überraschend.
- Die starke Entwicklung britischer Immobilienanleihen ist vor allem dem Zeitpunkt ihres Schuldenabbaus und der Erholung der Immobilien- und Anleihenmärkte zu verdanken, da diese im Jahr 2008 stärker betroffen waren als die besicherten europäischen und britischen CMBS-Anleihen.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

**BRITISCHE IMMOBILIENANLEIHEN MACHEN MEHR ALS DIE HÄLFTE DES LREB-INDEX AUS**

- Trotz der Tatsache, dass europäische REITs und andere Unternehmensanleihen 46% des Gesamtbestands ausmachen, entfallen 53% des LREB-Index auf britische CMBS- und Unternehmensanleihen.
- Der sehr kleine Anteil von 1%, den die europäischen CMBS im LREB-Index darstellen, ist wahrscheinlich auf die Rückzahlung der großen deutschen Mehrfamilien-CMBS und die von vornherein kürzere Laufzeit als bei den UK-CMBS zurückzuführen.
- Bitte beachten Sie, dass Anleihen, die von großen, globalen Immobiliengesellschaften, wie beispielsweise Unibail Rodamco Westfield, ausgegeben werden, in dem Land berücksichtigt werden, in dem die Börsennotierung erfolgte. Daher entspricht die Anleiheemission nicht genau der geografischen Allokation des Immobilienportfolios.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

**ALLGEMEIN HOHE KORRELATIONEN ZWISCHEN DEN LREB-TEILINDIZES**

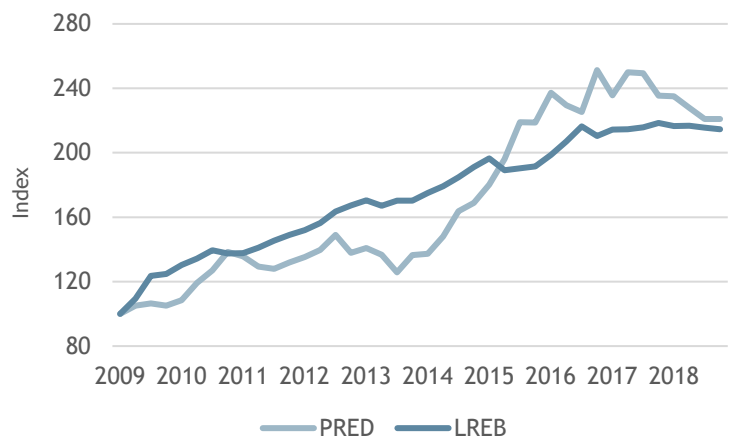
- Die Tabelle auf der rechten Seite zeigt die Korrelationen der Renditen über die letzten zehn Jahre (40 Quartale) zwischen den oben genannten Teilindizes.
- Die Korrelationen liegen im Durchschnitt bei 0,73, bei den jeweiligen Paaren jedoch zwischen 0,55 und 0,95.
- Die britischen Immobilien- und CMBS-Anleihen zeigen die höchste Korrelation, während die europäischen Immobilien- und CMBS-Anleihen die geringste Korrelation aufweisen.
- Grund dafür könnte das begrenzte Universum der inkludierten europäischen CMBS-Anleihen sein.

	Immobilienanleihen Europa	CMBS Europa	Immobilienanleihen UK	CMBS UK
Immobilienanleihen Europa	1	0,55	0,66	0,63
Europa CMBS	0,55	1	0,79	0,82
Immobilienanleihen UK	0,66	0,79	1	0,95
CMBS UK	0,63	0,82	0,95	1

Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

**AUSSERBÖRSLICHE IMMOBILIENANLEIHEN (PRED) ZEIGEN GLEICHE ENTWICKLUNG WIE BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENANLEIHEN (LREB)**

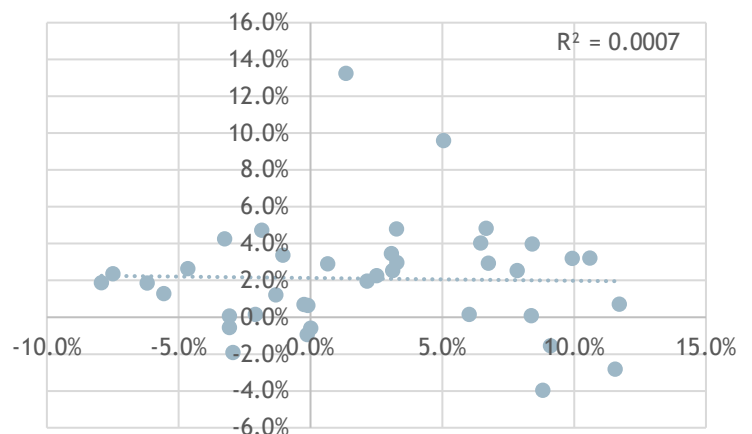
- Aus einem einfachen Vergleich unseres neu geschaffenen Index für außerbörsliche Immobilienanleihen (PRED) und unserem kombinierten Index für börsennotierte Immobilienanleihen (LREB) geht deutlich hervor, dass ihre Wertentwicklung in den letzten zehn Jahren insgesamt ähnlich ausfiel.
- Trotz dieser Ähnlichkeit war die Performance des PRED-Index bis zum zweiten Quartal 2015 schwächer und die Renditen der Banken und anderen Kreditgeber reichten nicht an die Renditen heran, die die Anleger von Anleihen erzielten. Grund dafür könnten Kreditaltlasten in der Bilanz und die neuen Anforderungen hinsichtlich der Kapitalrücklagen sein.
- Ursache für die überdurchschnittliche Wertentwicklung des PRED-Index seit dem dritten Quartal 2015 war, dass Banken sowie bankenfremde Kreditgeber ihre Marktanteile steigern konnten.



Quelle: BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

**AUSSERBÖRSLICHE IMMOBILIENANLEIHEN (PRED) UND BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENANLEIHEN (LREB) ZEIGEN KEINE KORRELATION**

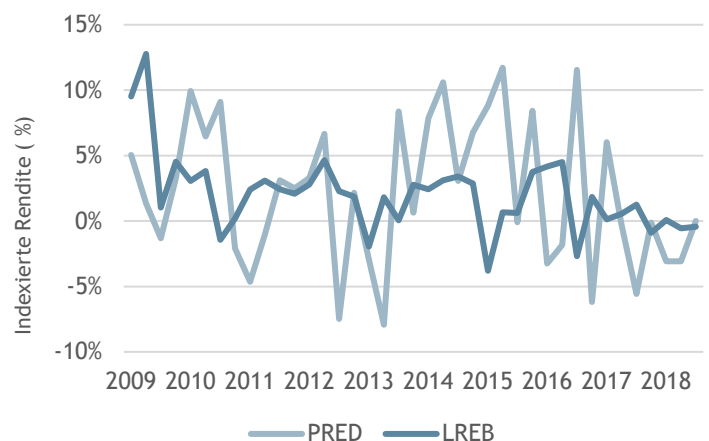
- Ein Streudiagramm der PRED- und LREB-Index-Renditen für jedes der 40 Quartale in unserer Datenbank bestätigt, dass es praktisch keine Korrelation zwischen beiden Serien gibt, wie aus dem  $R^2$  von 0,07% hervorgeht.
- Es scheint also unwahrscheinlich zu sein, dass es eine Überschneidung dahingehend gibt, dass Banken oder Anleihefonds diese Kredite ausgeben oder Immobilienanleihen kaufen.



Quelle: BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

**RENDITEN AUF AUSSERBÖRSLICHE IMMOBILIENANLEIHEN (PRED) SIND VIEL WENIGER STABIL ALS RENDITEN AUF IMMOBILIENANLEIHEN (LREB)**

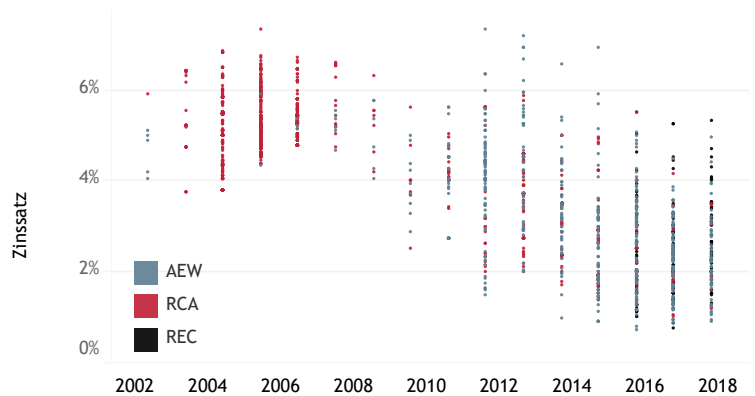
- Die durchschnittlichen vierteljährlichen Renditen des PRED-Index lagen in den letzten zehn Jahren bei 2,2% und damit nur knapp über der Rendite des LREB-Index.
- Im Verhältnis zum LREB-Index zeigte der PRED-Index im selben Zeitraum eine wesentlich höhere Volatilität, und die Renditen schwankten zwischen 11,7% und -7,9%.
- Das vierte Quartal 2012 und das dritte Quartal 2013 stachen als besonders schlechte Quartale in der Wertentwicklung des PRED hervor, was möglicherweise durch die Schwankungen des 5-Jahres-Swapsatzes bedingt war.



Quelle: BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

## AUF GESAMTZINSSÄTZEN BASIERENDER PRED-INDEX ZEIGT AUSWIRKUNGEN VON QUANTITATIVER LOCKERUNG UND WETTBEWERB

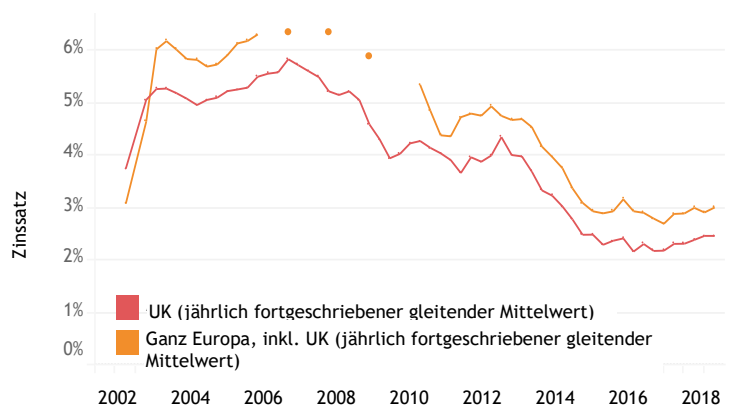
- Der neu geschaffene PRED-Index basiert auf neuen Daten zur Preisgestaltung von Krediten.
- Diese granularen Daten zu Gesamtzinssätzen für neu ausgegebene Immobilienkredite bestätigen die Auswirkung der quantitativen Lockerung in den Jahren 2009 und 2012.
- Er zeigt auch die Periode starker Aktivität im Zeitraum 2005 bis 2007, in der Kreditgeber die Bepreisung der Kredite nicht so sehr entsprechend dem Risikospektrum differenzierten (enge Spanne).
- In der Zeit unmittelbar nach der globalen Finanzkrise, also zwischen 2008 und 2011, wurden wenig neue Kredite ausgegeben, da die meisten bestehenden Kredite verlängert wurden.
- Nach 2012 weisen unsere Daten auf eine breitere Spanne an Basiszinsen hin, da die Kreditgeber das Risiko präziser einpreisen.



Quelle: RCA, REC & AEW

## ZINSSÄTZE IN GROSSBRITANNIEN SIND STÄRKER ALS IM RESTLICHEN EUROPA - BISLANG KEINE NENNENSWERTE AUSWIRKUNG DES BREXITS

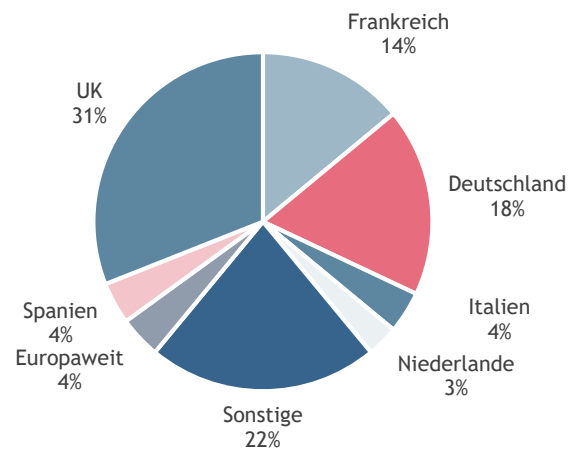
- Die Gesamtzinssätze waren in den letzten zwei Jahren stabil. Der gleitende Jahresdurchschnitt der Zinssätze in Großbritannien korrelierte stark mit Europa und wies seit 2003 einen Spread von 67 Basispunkten auf.
- Bislang wurde trotz des Anstiegs der Spreads um 20 Basispunkte unmittelbar nach dem Votum keine nachhaltige Auswirkung des Brexit auf die britischen Zinssätze verzeichnet.
- Allerdings könnte es dazu kommen, dass britische Wertpapiere nicht mehr in das Sicherungsvermögen aufgenommen werden, das viele deutsche Banken für die Refinanzierung ihrer Kredite verwenden.
- Dies könnte sich auf ihre Wettbewerbsfähigkeit hinsichtlich der Volumina und Preise auswirken.



Quelle: RCA, REC & AEW

## ROBUSTE PRIMÄRDATEN AUF BASIS EINZELNER KREDITE ZEIGEN WERTENTWICKLUNG DER CRE-KREDITE

- Unsere auf Einzelkrediten basierende Datenbank beinhaltet mehr als 2.300 Einträge mit einem ursprünglichen Kapitalbetrag von EUR 159,5 Mrd. im Zeitraum erstes Quartal 2003 bis erstes Quartal 2019.
- 62% dieser neuen Erstkredite entfallen auf Großbritannien, Deutschland und Frankreich.
- Die angegebenen Zinssätze sind diejenigen, die bei der Ausgabe festgelegt wurden, und zeigen nicht die Wertentwicklung des Vermögenswerts nach der Ausgabe - wie es auch bei anderen Anleihe- und Aktienserien der Fall ist.
- Diese Einschränkungen bei der Bewertung der Wertentwicklung von CRE-Krediten veranlasst uns dazu, Daten aus der Zeit vor 2008 bei unserer restlichen Analyse außer Acht zu lassen, da die Verluste in den Jahren 2005 bis 2007 sehr hoch waren und sich nicht in unseren Zahlen widerspiegeln.



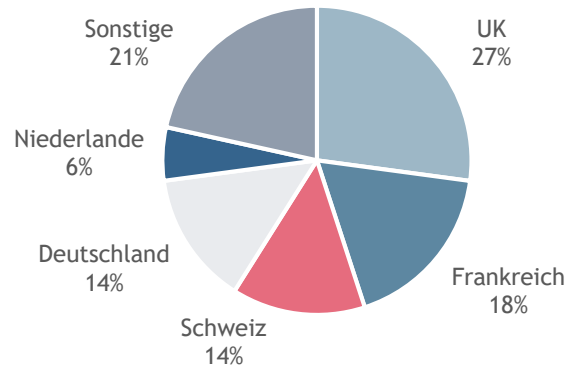
Quelle: RCA, REC & AEW



## ABSCHNITT 2: PERSPEKTIVE FÜR AKTIEN

### DER AKTIENINDEX MSCI EUROPE SPIEGELT DAS RISIKO UND DIE RENDITEN BÖRSENNOTIERTER UNTERNEHMENS AKTIEN (LCE) WIDER

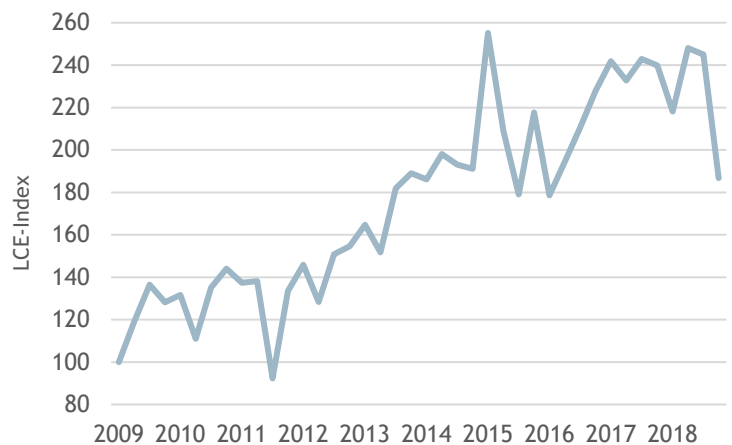
- Als Näherungswert für die Performance börsennotierter Unternehmensaktien (LCE) verwenden wir den MSCI Europe Index. Dieser bildet die Wertentwicklung von im Streubesitz befindlichen, gewichteten Aktien ab, die auf den inländischen Aktienmärkten emittiert werden.
- Mit einer UK Anteil von fast 27% und einem Schweizer-Anteil von 14% spiegelt dieser Index das Interesse der Anleger sowohl an in Euro denominierten als auch an in anderen Währungen denominierten Aktienrisiken und Renditen wider.
- Bitte beachten Sie, dass dieser Index im Gegensatz zum zuvor beschriebenen LCB-Index, der nur auf den Euro läuft, das Risiko hinsichtlich mehrerer Währungen widerspiegelt.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

### DER VOLATILE LCE-INDEX SPIEGELT POLITISCHE UND WIRTSCHAFTLICHE UNSICHERHEITEN DER LETZTEN DREI JAHRE WIDER

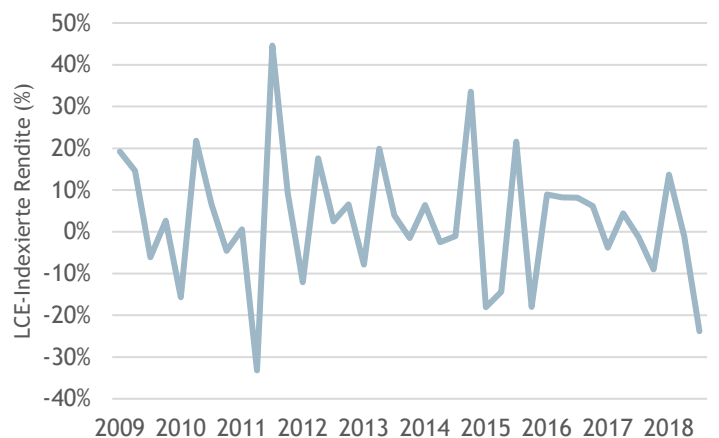
- In den letzten zehn Jahren hat unser LCE-Index eine solide Performance verzeichnet und lag Ende 2018 bei 187.
- Da Anleger allgemein von Aktien zu Anleihen umstiegen, zeigt der LCE-Index eine schwächere Wertentwicklung in den Jahren unmittelbar nach der globalen Finanzkrise von 2009-2011.
- Aktien waren stärker von den Gesprächen über quantitative Lockerung und der Normalisierung der Zinssätze betroffen und erlitten 2015 eine erhebliche Kurskorrektur.
- In einem Umfeld von politischen Unsicherheiten, Handelskonflikten und einer Abkühlung der Konjunktur zeigte der LCE-Index in den letzten drei Jahren erhebliche Volatilität.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

### VOLATILITÄT DER LCE-RENDITE VERRINGERT SICH NACH WEITESTGEHENDER ÜBERWINDUNG DER GLOBALEN FINANZKRISE

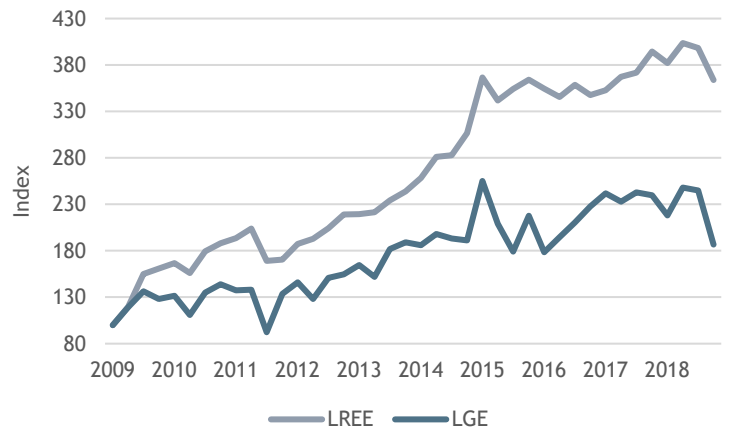
- Die durchschnittliche vierteljährliche Rendite des LCE-Index über die letzten zehn Jahre lag bei 2,7%.
- Im selben Zeitraum war eine erhebliche Volatilität dieser Renditen zu verzeichnen, die zwischen 45% und -33% schwankten.
- Das vierte Quartal sticht als besonders starkes Quartal hervor, da die europäischen Aktienmärkte nach der griechischen Staatsschuldenkrise zurückkamen und das Anleihekaufprogramm der EZB Fahrt aufnahm.



Quelle: BAML, Bloomberg & AEW

## DER INDEX FÜR BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIEN (LISTED REAL ESTATE EQUITY, LREE) WEIST ÜBER DIE LETZTEN 10 JAHRE EINE BESSERE WERTENTWICKLUNG ALS DER INDEX FÜR BÖRSENNOTIERTE UNTERNEHMENSAKTIEN (LCE) AUF

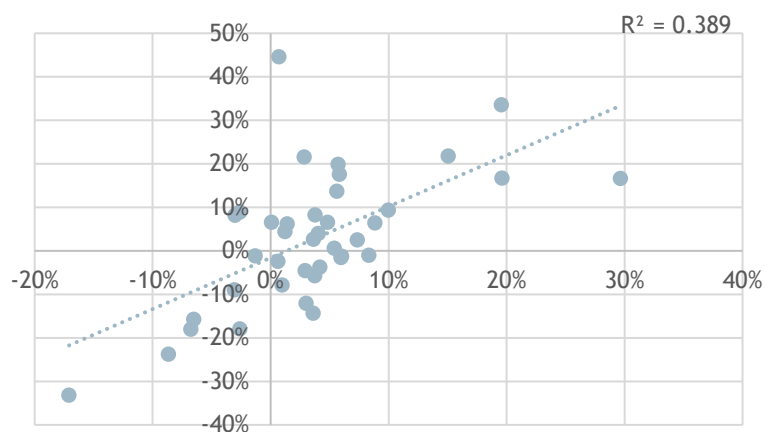
- Aus einem einfachen Vergleich des Index für börsennotierte Immobilien (LCE) und unserem Index für börsennotierte Immobilienaktien (LREE) in den letzten zehn Jahren geht deutlich hervor, dass letzterer insgesamt besser abschnitt.
- Der Ausgangspunkt für unsere Analysen hilft dem LREE, da er von der globalen Finanzkrise von 2007 bis 2008 stärker als Unternehmensaktien betroffen war.
- Das bessere Abschneiden des LREE-Index seit 2014 lag daran, dass er im Vergleich zu börsennotierten Unternehmensaktien von den Niedrigzinsen und seiner relativen Isolierung vom globalen politischen und Handelsumfeld profitierte.



Quelle: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

## BÖRSENNOTIERTE UNTERNEHMENSAKTIEN (LCE) UND BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENAKTIEN WEISEN POSITIVE KORRELATION AUF

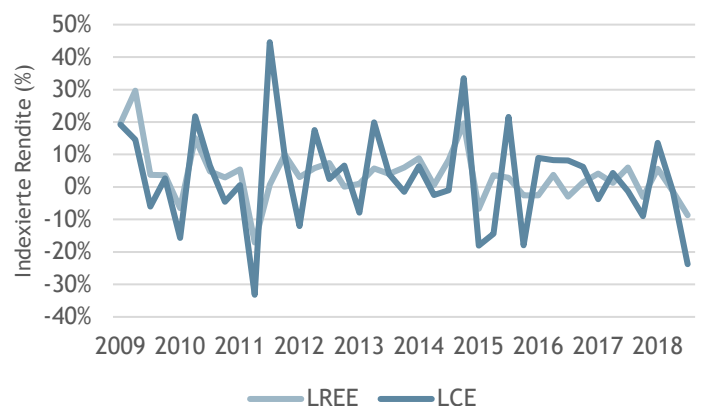
- Unser Streudiagramm der Renditen der LCE- und LREE-Indexe für jedes der 40 Quartale in unserer Datenbank zeigt eine positive Korrelation auf. Wie aber aus dem Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ) von 39% hervorgeht, ist sie nicht besonders stark.
- Daraus schließen wir, dass es eine gewisse Überschneidung unter den Anlegern von Immobilien und Unternehmensaktien gibt. REIT-Spezialisten machen einen beträchtlichen, aber nicht immer vorherrschenden Anteil aus.



Quelle: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

## RENDITEN DER BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENAKTIEN (LREE) SIND STABILIER ALS BÖRSENNOTIERTE UNTERNEHMENSAKTIEN (LCE)

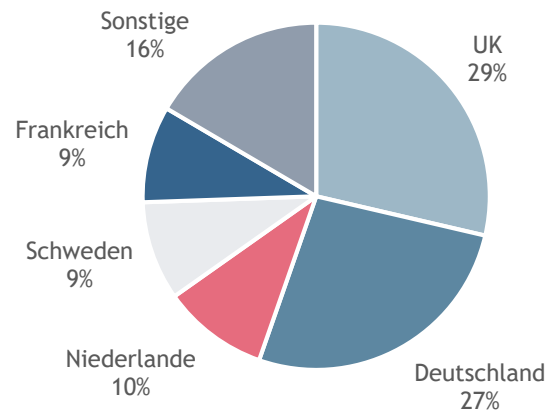
- Die durchschnittlichen Renditen des LREE-Index lagen in den letzten zehn Jahren bei 3,7% und damit weit über der Rendite des LCE-Index mit 2,7%.
- Im Verhältnis zum LREE-Index zeigte der LCE-Index im selben Zeitraum eine wesentlich höhere Volatilität, und die Renditen schwankten zwischen 45% und -33%.
- Beeinflusst von der damaligen europäischen Schuldenkrise, sticht das dritte Quartal 2011 als besonders schlechtes Quartal sowohl für die LREE- als auch für die LCE-Wertentwicklung heraus.



Quelle: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

## DER FTSE EPRA NAREIT INDEX SPIEGELT DIE RISIKOBEREITSCHAFT BEI BÖRSENNOTIERTEN IMMOBILIENAKTIEN (LREE) WIDER

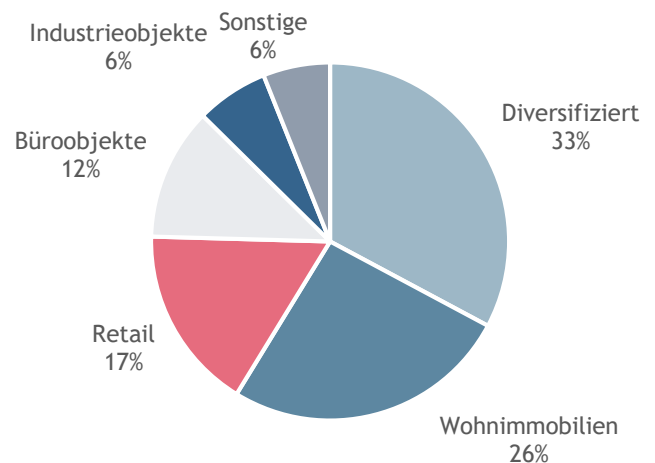
- Um börsennotierte Immobilienaktien (LREE) zu messen, nutzen wir den FTSE EPRA NAREIT Developed Europe Index. Dieser Index ist eine nach Marktkapitalisierung gewichteter Index, der aus den gängigsten Immobilienaktien in Europa besteht.
- 56% des LREE-Index besteht aus britischen oder deutschen börsennotierten Immobilienaktien. Andere nennenswerte Länder im Index sind die Niederlande, Schweden und Frankreich. Bitte beachten Sie, dass Firmen, die an einer bestimmten Börse notiert sind, eventuell auch außerhalb des jeweiligen Landes in Immobilien investieren.
- Schließlich sei darauf hingewiesen, dass diese Proportionen auf dem vierten Quartal 2018 basieren und sich im Laufe der Zeit verändern.



Quelle: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

## FAST 60% DES LREE-INDEX-ZIELS IST DIVERSIFIZIERT UND WOHNIMMOBILIENSTRATEGIEN

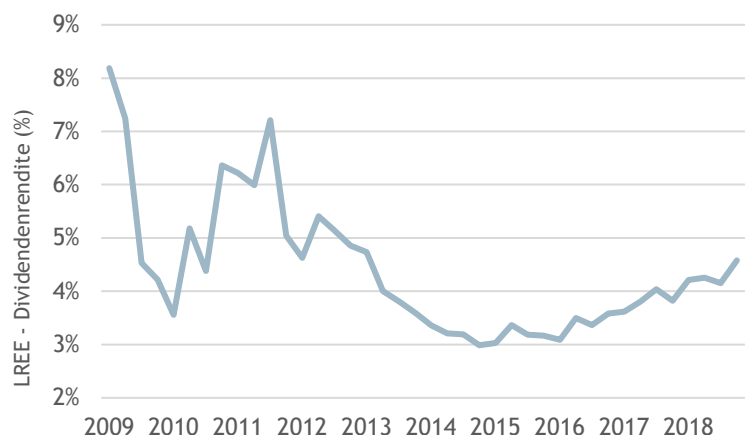
- Die verbreitetste (33%) Strategie unter den LREE-Firmen ist die diversifizierte Allokation in mehreren Branchen, gefolgt von der ausschließlichen Allokation im Wohnimmobiliensektor (26%). Retail-Strategien umfassen auf Einkaufszentren fokussierte börsennotierte Immobilienwertpapiere wie Unibail-Rodamco-Westfield.
- Nur ein kleiner Teil (6%) der börsennotierten Immobilienaktien ist ausschließlich auf den Industriesektor konzentriert. Dies scheint angesichts des gegenwärtigen Momentums gering, stimmt aber mit dem Anteil überein, das private Immobilieninvestoren in dieser Branche angesichts des begrenzten Bestandes haben anlegen können.



Quelle: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

## DANK HOHER DIVIDENDENRENDITE SCHNEIDET LREE BESSER AB

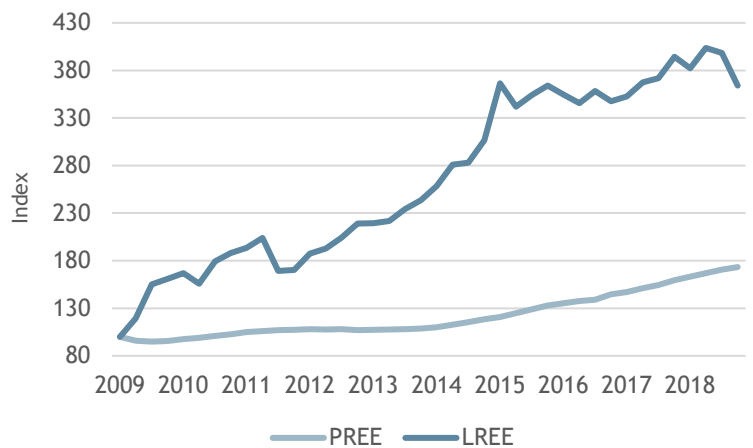
- Die durchschnittliche Dividendenrendite von 4,4% bei LREE war der Hauptfaktor für ihre starke Wertentwicklung.
- Trotz Dividendenwachstums bei stärker steigenden Aktienpreisen fielen die Dividendenrenditen von 2011 bis 2015. Dank des Anstiegs der marktüblichen Mieten und der niedrigeren Fremdkapitalkosten wuchsen die Dividendenrenditen in den letzten drei Jahren stetig.
- Wir definieren die Dividendenrendite als Dividende, die in den vorangegangenen zwölf Monaten als Prozentsatz der investierbaren Marktkapitalisierung des Index ausgezahlt worden ist.



Quelle: BAML, Bloomberg, EPRA & AEW

## BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENAKTIEN (LREE) ZEIGTEN BESSERE WERTENTWICKLUNG ALS AUSSERBÖRSLICHE IMMOBILIENAKTIEN (PREE)

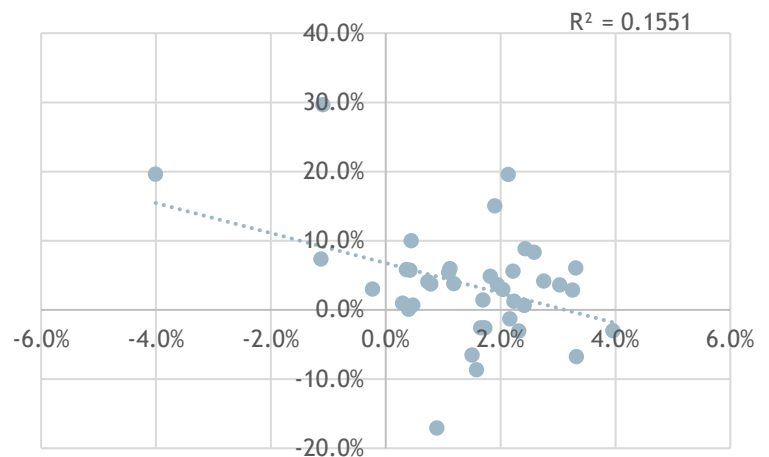
- Wenn wir unseren üblichen einfachen Vergleich des Index für börsennotierte Immobilienaktien (LREE) mit dem Index für außerbörsliche Immobilienaktien (PREE) wiederholen, wird deutlich, dass letzterer über den Zeitraum von zehn Jahren besser abschnitt.
- Erneut trägt der Ausgangspunkt im Jahr 2009 für unsere Analyse zur kräftigen Erholung des LREE bei, da er nach der globalen Finanzkrise von 2007 bis 2008 stärker gelitten hatte als außerbörsliche Immobilien. Dies lag teilweise an der höheren Fremdverschuldung bei LREE.
- Die bessere Wertentwicklung des LREE-Index seit 2009 lag aber auch am höheren Fremdfinanzierungsgrad zu geringeren Kosten und Zugang zu einer breiteren Palette an Finanzierungsprodukten.



Quelle: BAML, Bloomberg, EPRA, INREV & AEW

## NEGATIVE KORRELATION ZWISCHEN BÖRSENNOTIERTEN IMMOBILIENAKTIEN (LREE) UND AUSSERBÖRSLICHEN IMMOBILIENAKTIEN (PREE)

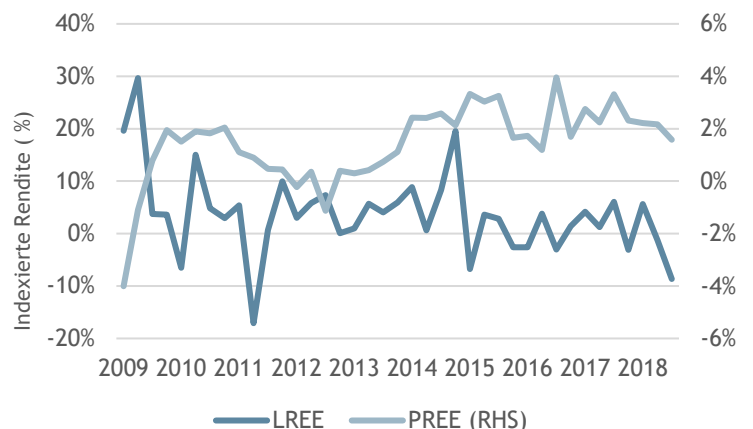
- Wenn wir die Renditen der LCE- und LREE-Indexe für jedes der 40 Quartale in unserer Datenbank auftragen, zeigt sich eine negative Korrelation. Wie aber aus dem Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ) von 16% hervorgeht, ist sie ziemlich schwach.
- In der Tat sind die Ergebnisse bei drei Viertel der 40 Quartale verzerrt. Eine negative Korrelation gibt den Anlegern beträchtlichen Spielraum, von Diversifikation zu profitieren. Darauf kommen wir später genauer zurück.
- Allerdings lässt sich aus diesen Daten eine fundierte Schlussfolgerung zu der Überschneidung bei Anlegern in börsennotierte und außerbörsliche Immobilien nur schwer ziehen.



Quelle: BAML, Bloomberg, EPRA, INREV & AEW

## RENDITE VON AUSSERBÖRSLICHEN IMMOBILIENAKTIEN (PREE) SIND WENIGER VOLATIL

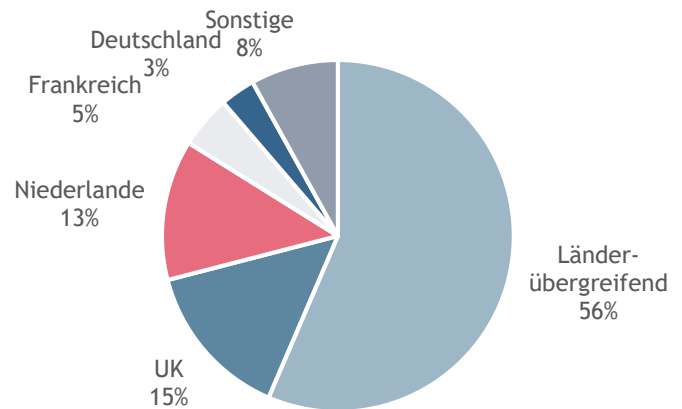
- Die durchschnittlichen vierteljährlichen Renditen des LREE-Index lagen in den letzten zehn Jahren bei 3,7% und damit weit über der Rendite des LCE-Index mit 1,4%.
- Im Verhältnis zum LREE-Index zeigte der PREE-Index im selben Zeitraum eine wesentlich geringere Volatilität, und die Renditen schwankten zwischen 4% und -4%.
- Dank eines soliden Ertragswachstums und kontinuierlichen Renditenanstiegs, sticht das vierte Quartal 2016 als besonders starkes Quartal für die PREE-Wertentwicklung hervor.



Quelle: BAML, Bloomberg, EPRA, INREV & AEW

## DER INREV PROPERTY FUND INDEX SPIEGELT DIE RISIKOBEREITSCHAFT BEI AUSSERBÖRSLICHEN IMMOBILIENAKTIEN (PREE) WIDER

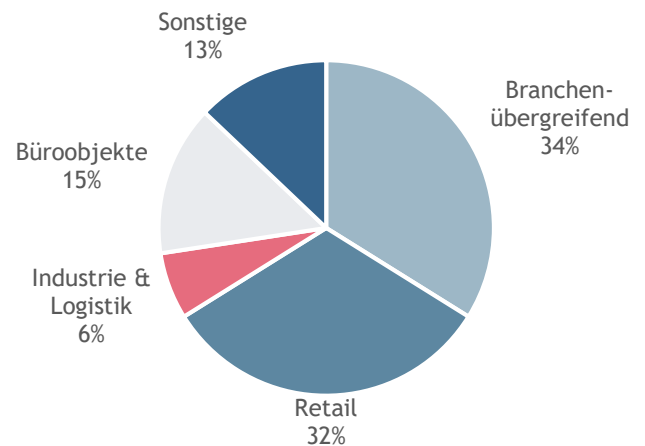
- Als Näherungswert für die Performance außerbörslicher Immobilienaktien (Private Real Estate Equities, PREE) verwenden wir die durchschnittliche Rendite für den INREV Property Fund Index. Dieser bildet die Wertentwicklung von auf Europa, einschließlich Großbritannien, konzentrierten Immobilienfondsvehikeln mit Kern- und Mehrwertobjekten ab.
- 56% der Fonds im PREE-Index verfolgen eine mehrere Länder umfassende Strategie, während der Rest sich auf ein bestimmtes Land konzentriert.
- Infolge des Fokus auf Großbritannien und länderübergreifende Strategien spiegelt dieser PREE-Index Risiken in mehreren Währungen ähnlich wider, wie es bei vorgenannten anderen Aktienindizes der Fall ist.



Quelle: BAML, Bloomberg, INREV & AEW

## 66% DER FONDS IM PREE-INDEX VERFOLGEN BRANCHENÜBERGREIFENDE UND RETAIL-STRATEGIEN

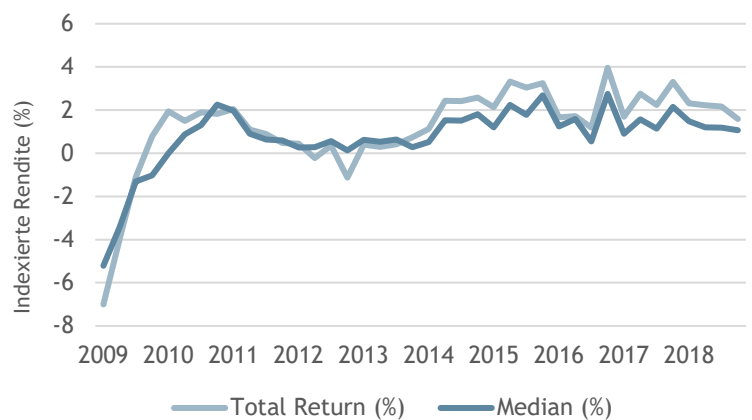
- In Einklang mit dem hohen Grad an länderübergreifenden Strategien verfolgen 34% der Fonds des PREE-Index branchenübergreifende Strategien. Dies verleiht vielen Fondsmanagern beträchtliche Entscheidungsfreiheit bei der Auswahl aus unterschiedlichen Märkten.
- Überraschenderweise verfolgen 32% der Fonds eine retailorientierte Strategie. Dies erscheint angesichts der gelegentlichen negativen Nachrichten und zurückhaltenden Stimmung bezüglich der Branche hoch.



Quelle: BAML, Bloomberg, INREV & AEW

## DURCHSCHNITTliche VIERTELJÄHRLICHE PREE-RENDITE ÜBER DEM MITTELWERT

- Die durchschnittliche vierteljährliche Rendite des PREE-Index über die letzten zehn Jahre lag bei 1,4%. Allerdings betrug die Fondsrendite im selben Zeitraum im Mittel 0,9%.
- Das legt nahe, dass es eine Reihe großer Fonds im PREE-Index gibt, die besser als die meisten anderen Fonds abschnitten und damit die durchschnittliche Index-Wertentwicklung verbesserten.
- Das könnte bedeuten, dass kleinere Fonds, die sehr wahrscheinlich länder- oder branchenspezifische Strategien verfolgen, unter dem Marktdurchschnitt blieben.

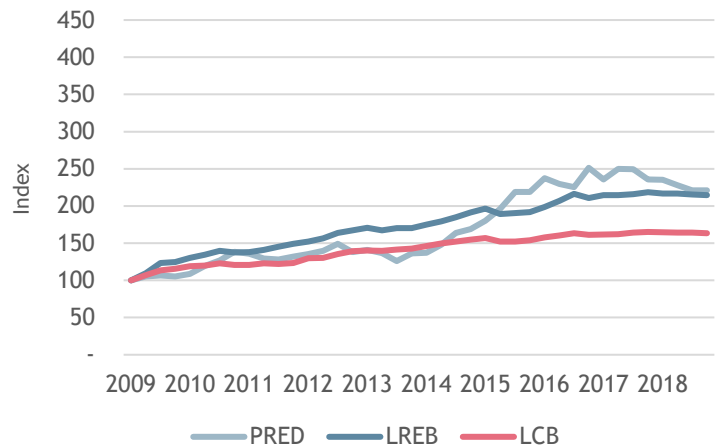


Quelle: BAML, Bloomberg, INREV & AEW

## ABSCHNITT 3: IMMOBILIEN IM FIXED INCOME- UND AKTIENMIX

### AUS FIXED-INCOME-PERSPEKTIVE WIESEN PRED UND LREB EINE BESSERE WERTENTWICKLUNG AUF

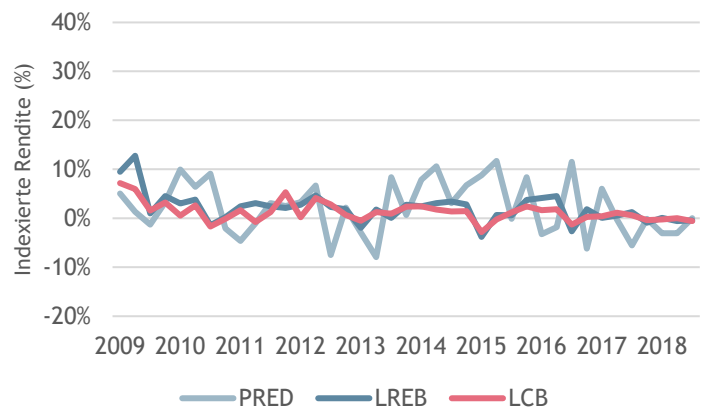
- Im Schnitt durchliefen im Laufe der letzten 10 Jahre PRED und LREB eine ähnliche Wertentwicklung, wobei es in diesem Zeitraum allerdings beträchtliche Unterschiede gab. Wie aus unserer Graphik hervorgeht, schnitten die börsennotierten Unternehmensanleihen schlechter als der Marktdurchschnitt ab.
- Dies liegt zu einem Großteil an der sehr großen globalen Investorenbasis für Unternehmensanleihen, die die Preise hochtreiben und damit die Renditen niedrighalten. Trotz der zumeist besicherten Kreditqualität erfordern außerbörsliche Immobilienanleihen (PRED) und börsennotierte Immobilienanleihen (LREB) mehr Arbeit und Fachwissen.



Quelle: BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

### AUSSERBÖRSLICHE IMMOBILIENANLEIHEN (PRED) WEISEN BETRÄCHTLICH HÖHERE VOLATILITÄT AUF

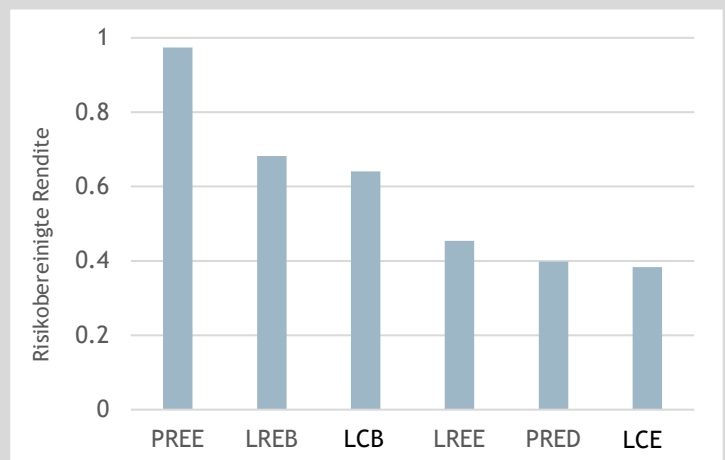
- Trotz ihrer ähnlichen vierteljährlichen Durchschnittsrendite von 2,1% stechen außerbörsliche Immobilienanleihen (PRED) in den letzten 10 Jahren als erheblich volatil als LREB (und LCB) hervor.
- Insbesondere die Preisspitzen nach oben und unten sind bei einem Höchstwert von 11,7% und einem Tiefstwert von ungefähr -7,9% auffällig.
- Dieser höhere Grad an PRED-Volatilität hängt direkt damit zusammen, dass die Daten Erstdaten sind und Gesamtzinssätze für neue Darlehen in jedem Quartal einfließen lassen, anstatt eine Reihe von Anleihen über einen längeren Zeitraum (LREB & LCB) zu berücksichtigen.



Quelle: BAML, Bloomberg, RCA, REC & AEW

### AUSSERBÖRSLICHE IMMOBILIENAKTIEN (PREE) WEISEN BESTE RISIKOBEREINIGTE RENDITEN AUF

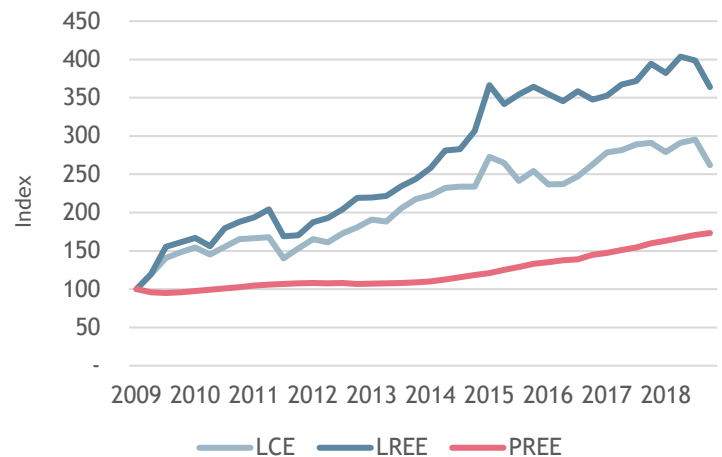
- Außerbörsliche Immobilienaktien (PREE) haben auf Grundlage der Sharpe-Ratio die höchsten risikobereinigten Renditen. Dies liegt hauptsächlich an der niedrigen Volatilität des INREV-Gesamtrenditeindex.
- Andererseits haben börsennotierte Unternehmensaktien (LCE) eine relativ niedrige risikobereinigte Rendite, da ihre Volatilität erheblich höher als die der anderen Anlageklassen ist.
- Die Sharpe-Ratio für außerbörsliche Immobilienanleihen (PRED) liegt zwischen börsennotierten Immobilien und börsennotierten Unternehmensaktien. Da sie den Wertentwicklungsverlauf bestehender Darlehen einbezieht, besteht bei ausschließlicher Berücksichtigung der Konditionen neuer Darlehen die Gefahr, die Volatilität bei PRED zu überbewerten.



Quelle: BAML, Bloomberg, INREV, EPRA, RCA, REC & AEW

## BÖRSENNOTIERTE IMMOBILIENAKTIEN (LREE) ZEIGTEN AUS AKTIEN-PERSPEKTIVE EINE BESSERE WERTENTWICKLUNG

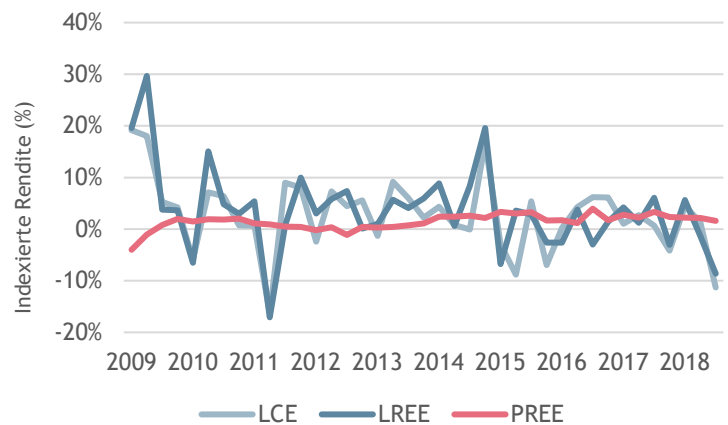
- Börsennotierte Immobilienaktien (LREE) wiesen in den letzten 10 Jahren eine bessere Wertentwicklung als börsennotierte Unternehmensaktien (LCE) und außerbörsliche Immobilienaktien (PREE) auf.
- Diese Outperformance liegt hauptsächlich an der starken Wachstumsphase von 2012 bis 2014 der börsennotierten Immobilienaktien.
- Andererseits wiesen außerbörsliche Immobilienaktien (PREE) eine schlechtere Wertentwicklung auf.



Quelle: BAML, Bloomberg, INREV, EPRA & AEW

## RENDITE VON AUSSERBÖRSLICHEN IMMOBILIENAKTIEN (PREE) WEISEN STABILSTE RENDITEN AUF

- Außerbörsliche Immobilienaktien (PREE) waren wesentlich weniger volatil als börsennotierte Unternehmensaktien (LCE) und börsennotierte Immobilienaktien (LREE).
- Im Laufe der letzten 10 Jahre weisen sowohl börsennotierte Unternehmens- als auch börsennotierte Immobilienaktien eine ähnliche Tendenz auf, was ihre Korrelation bestätigt. Dies steht im Gegensatz zu außerbörslichen Immobilienaktien, die im Laufe der Zeit eine weitaus stabilere Tendenz aufweisen.
- Weiterhin sollte beachtet werden, dass sich börsennotierte Unternehmensaktien nach ihrer Korrektur im vierten Quartal 2018 Anfang 2019 wieder erholten.



Quelle: BAML, Bloomberg, INREV, EPRA & AEW

## DAS IMMOBILIENGESCHÄFT BIETET CROSS-ASSET-ANLEGERN DIVERSIFIKATIONSVORTEILE

- Schließlich verbinden wir die Gesamtrenditen aller Fixed-Income- und Aktien-Anlageklassen in unserer Perspektive in einer Korrelationsmatrix.
- Diese zeigt, dass der Index für außerbörsliche Immobilienaktien (PREE) Cross-Asset-Anlegern trotz der niedrigeren Renditen potenzielle Diversifikationsvorteile bietet, die sich aus der negativen Korrelation mit anderen Bestandteilen ergeben.
- Das gleiche gilt für außerbörsliche Immobilienanleihen (PRED), wengleich in geringerem Maße.
- Andere Anlageklassenkombinationen sind auch sinnvoll, da Bestandteile im Rahmen der Fixed-Income- oder Aktien-Perspektive stark korrelieren.

	LCB	LREB	PRED	PREE	LREE	LCE
LCB	1	0,83	-0,02	-0,64	0,69	0,59
LREB	0,83	1	-0,03	-0,61	0,60	0,43
PRED	-0,02	-0,03	1	0,22	0,02	-0,02
PREE	-0,64	-0,61	0,22	1	-0,39	-0,40
LREE	0,69	0,60	0,02	-0,39	1	0,82
LCE	0,59	0,43	-0,02	-0,40	0,82	1

Quelle: BAML, Bloomberg, INREV, EPRA, RCA, REC & AEW

## AEW

AEW ist einer der weltweit größten Asset-Manager für Immobilien mit 65,4 Mrd. € an verwalteten Vermögenswerten zum 31. Dezember 2018. AEW hat über 700 Angestellte in ihren Hauptniederlassungen in Boston, London, Paris und Hongkong und bietet eine breite Palette an Immobilien-Anlageprodukten; dazu gehören gemischte Fonds, Sonderkonten und Wertpapiermandate für das gesamte Spektrum von Anlagestrategien. AEW repräsentiert die Asset-Management-Plattform für Immobilien von Natixis Global Asset Management, einem der größten Asset-Manager weltweit.

Zum 31. Dezember 2018 verwaltete AEW 31,4 Mrd. € an Immobilienvermögenswerten in Europa im Auftrag von einer Reihe von Fonds und Sonderkonten. AEW hat fast 400 Angestellte in neun über ganz Europa verteilten Büros und kann eine langjährige Erfolgsbilanz von erfolgreich umgesetzten Kern-, Mehrwert- und opportunistischen Anlagestrategien im Auftrag ihrer Kunden vorweisen. In den letzten fünf Jahren belief sich das Anlage- und Veräußerungsvolumen von AEW insgesamt auf über 20 Mrd. € an Immobilien auf europäischen Märkten.

### KONTAKTE FORSCHUNG & STRATEGIE



**Hans Vrensen MRE, CFA**  
**HEAD OF RESEARCH & STRATEGY**  
 Tel +44 (0)20 7016 4753  
[hans.vrensen@eu.aew.com](mailto:hans.vrensen@eu.aew.com)



**Ken Baccam MSc**  
**DIRECTOR**  
 Tel +33 (0)1 78 40 92 66  
[ken.baccam@eu.aew.com](mailto:ken.baccam@eu.aew.com)



**Irène Fossé MSc**  
**ASSOCIATE DIRECTOR**  
 Tel +33 (0)1 78 40 95 07  
[irene.fosse@eu.aew.com](mailto:irene.fosse@eu.aew.com)



**Dennis Schoenmaker PhD**  
**ASSOCIATE DIRECTOR**  
 Tel +44 (0)20 70 16 48 60  
[dennis.schoenmaker@eu.aew.com](mailto:dennis.schoenmaker@eu.aew.com)

### KONTAKTE ANLEGERBEZIEHUNGEN



**Guillaume Oliveira MSc**  
**ASSOCIATE**  
 Tel +33 (0)1 78 40 92 60  
[guillaume.oliveira@eu.aew.com](mailto:guillaume.oliveira@eu.aew.com)



**Mina Kojuri MSc**  
**ASSOCIATE DIRECTOR**  
 Tel +44 (0)20 7016 4750  
[mina.kojuri@eu.aew.com](mailto:mina.kojuri@eu.aew.com)

#### LONDON

AEW | 33 Jermyn Street | London, SW1Y 6DN | UK

#### PARIS

AEW | 22 rue du Docteur Lancereaux | 75008 Paris | FRANKREICH

#### DÜSSELDORF

AEW | Steinstraße. 1-3 | D-40212 Düsseldorf | DEUTSCHLAND

Diese Veröffentlichung dient als Informationsquelle, die Anleger bei ihren eigenen Anlageentscheidungen unterstützen soll, und stellt keine Anlageberatung für einen bestimmten Anleger dar. Hierin erwähnte Anlagen und Empfehlungen sind eventuell nicht für sämtliche Anleger geeignet: Die Leser müssen sich ihr eigenes, unabhängiges Urteil im Hinblick auf die Eignung dieser Anlagen und Empfehlungen vor dem Hintergrund ihrer eigenen Anlageziele, ihrer Erfahrung, ihres Steuerstatus und ihrer Finanzlage bilden. Diese Veröffentlichung basiert auf ausgewählten Quellen, die aus unserer Sicht verlässlich sind; es wird jedoch weder im Hinblick auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin vorgestellten Informationen noch anderweitig diesbezüglich eine Gewährleistung oder Garantie abgegeben. Hierin geäußerte Meinungen stellen die aktuelle Einschätzung des Autors dar: Sie stellen nicht zwangsläufig die Meinung von AEW, Tochtergesellschaften von AEW oder anderen mit AEW verbundenen Unternehmen der AEW-Gruppe dar, und sie kann sich ohne Vorankündigung ändern. Obwohl AEW sich in angemessenen Rahmen bemüht, richtige und aktuelle Information in diese Veröffentlichung aufzunehmen, können manchmal Fehler oder Auslassungen auftreten. AEW lehnt ausdrücklich jede Haftung ab, gleich, ob es sich um vertragliche, deliktische, Gefährdungs- oder anderweitige Haftung handelt, und zwar für aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehende unmittelbare und mittelbare Schäden oder aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehenden Ersatz für beiläufig entstandenen Schaden oder Folgeschaden, verschärften Schadenersatz oder Schadenersatz für einen konkreten Schaden. Dieser Bericht darf ohne die ausdrückliche schriftliche Erlaubnis von AEW nicht vervielfältigt oder an eine andere Partei übermittelt oder weitergegeben werden. Zu AEW gehören die AEW Capital Management, L.P. in Nordamerika und ihre 100%-igen Tochtergesellschaften, die AEW Global Advisors (Europe) Ltd. und die AEW Asia Pte. Ltd sowie das verbundene Unternehmen AEW Europe SA und deren Tochtergesellschaften.