

Sind Blasen am Finanzmarkt ein neues Phänomen?



Von **Daniel Wüschner**
Sales and Marketing Manager
Henderson Global Investors
(Schweiz) AG, Zürich

Unter Anlegern ist bekanntlich umstritten, ob sich zukünftige Börsenkurse aus Ereignissen in der Vergangenheit ableiten, erklären oder vielleicht sogar vorhersagen lassen. Wichtig jedoch ist es, zu wissen, dass das fieberhafte Streben nach bestimmten Anlagen oder Gütern zu irrationalen Preisen kein neues Phänomen darstellt, ganz im Gegenteil. Dazu als Einleitung zwei prägnante Beispiele:

Im 17. Jahrhundert begann in Holland der grosse Tulpenboom, und die Händler überboten sich mit schwindelerregenden Preisen für exotische Tulpenknollen. Bevor 1630 der Handel zu überhöhten Preisen ein jähes Ende fand, wurden für besonders exotische und seltene Tulpenarten ganze Länderien bezahlt. Im 18. Jahrhundert erfasste das Anlagefieber, im Gegensatz zur «Tulipmania», zum ersten Mal auch eine breite Gesellschaftsschicht. Eine Gruppe von Londoner Kaufleuten gründete zu dieser Zeit die South Sea Company und gab Anteilscheine zu 100 Pfund aus. Vordergründiges Geschäftsziel war es, das bisher Portu-

gal vorbehaltene Recht nach Belieferung der spanischen Kolonien zu durchbrechen und einen blühenden Handel aufzubauen. Später führten Gerüchte über angeblich unterzeichnete Verträge mit Spanien zu einem ersten Kursanstieg auf 400 Pfund. Bis zu diesem Zeitpunkt konnte die Gesellschaft noch keine kommerzielle Tätigkeit vorweisen. Trotzdem griff das Spekulationsfieber um sich, und vom Boten bis zum Lord wollten alle am schnellen Profit teilhaben. Der Kurs der South Sea Company stieg und erreichte im Sommer 1720 mit 1050 Pfund seinen Höhepunkt. Als jedoch erste kritische Stimmen aufkamen und sich schliesslich herausstellte, dass die Gesellschaft nur auf Phantasien aufbaute, brach der Kurs innert weniger Tage zusammen und erreichte im Dezember 1720 lediglich noch 128 Pfund. England schlitterte in eine schlimme Finanzkrise.

Droht bei Immobilienaktien die Gefahr von irrationalen Preisen?

Müssen sich Anleger von Immobilienaktien nun Sorgen machen, ihnen könnte das gleiche Schicksal wie den Investoren der South Sea Company blühen? Die Befürchtungen, an den internationalen Immobilienmärkten könnte sich ebenfalls eine gewaltige Blase bilden, werden unbestritten von

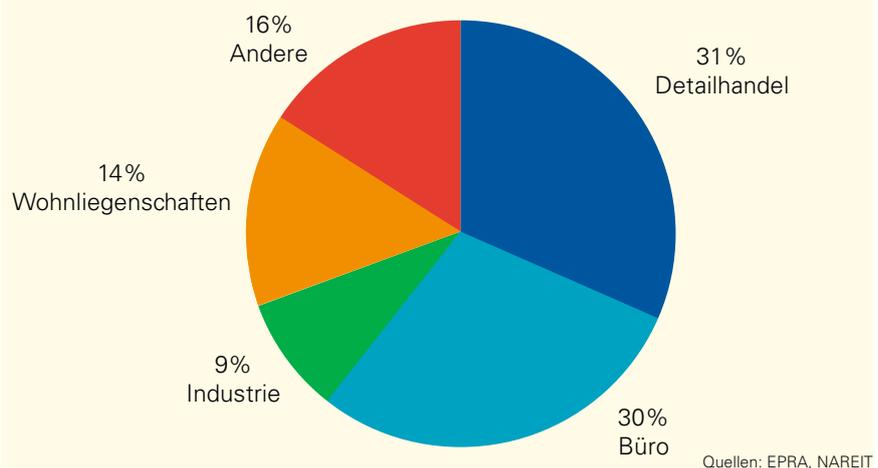
einer Tatsache genährt: den in der Vergangenheit zum Teil stark gestiegenen Preisen für privates Wohneigentum, hauptsächlich in bestimmten Regionen in Grossbritannien sowie in den USA. Dort gilt es, die zukünftige Entwicklung genau zu verfolgen. In Grossbritannien sind die Preissteigerungen bei Wohnliegenschaften jedoch bereits vor mehr als einem Jahr abgeflacht und verharren momentan auf konstantem Niveau. Auf der anderen Seite sehen wir eine starke Nachfrage und deshalb auch steigende Preise in verschiedenen europäischen Ländern, so z.B. in Spanien, Frankreich oder Schweden. Aufgrund des momentanen Zinsumfelds halten wir die momentanen Preise, sowie angemessene zukünftige Preissteigerungen, generell für realistisch.

Auch einige asiatische Baufirmen, insbesondere in Japan und Hongkong, sind aus unserer Sicht hoch bewertet und bedürfen einer genauen Kontrolle. Für die grosse Mehrzahl der dort tätigen Firmen sind die Bewertungen unserer Meinung nach aber weiterhin fair, und wir sind von der weiteren dynamischen Entwicklung des asiatischen Immobilienmarktes überzeugt.

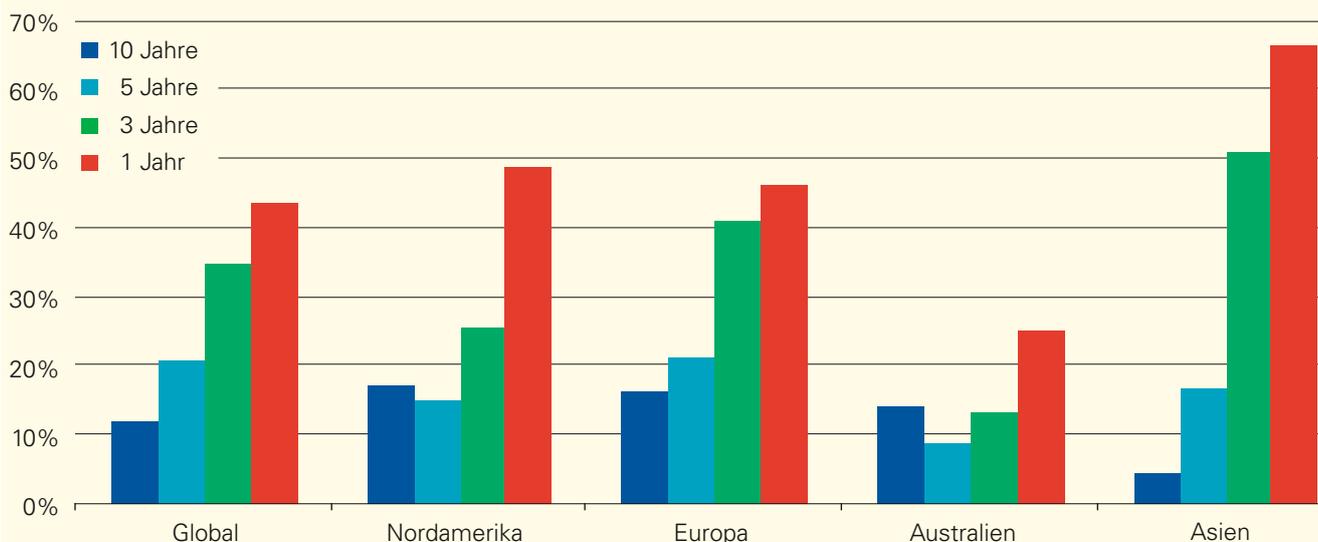
Beschränkter Anteil an Wohnliegenschaften im globalen Index

Daneben sollten wir den weit wichtigeren Anteil an Büroliegenschaften,

Sektorenverteilung des globalen Immobilienaktien-Benchmark
wertmässig per 31.3.2006



Globale Erträge (Index-Bruttogesamterträge p.a. in lokalen Währungen; 1, 3, 5 und 10 Jahre bis 1.4.2006)



Quellen: GPR, Datastream, Henderson Global Investors

Verkaufsflächen oder Industriebauten nicht vernachlässigen. Diese drei Positionen machen zusammen immerhin 70% eines globalen Immobilienaktienportfolios aus, werden in den Diskussionen rund um Immobilienanlagen aber oft zu wenig beachtet. Fälschlicherweise werden Anlagen in Immobilienaktien oft mit Investments in Wohnliegenschaften gleichgesetzt. Die Preise von Gewerbeliegenschaften unterliegen jedoch ganz anderen Faktoren als der private Wohnungsbau.

Im Bereich der Büroimmobilien glauben wir für die Jahre 2006/2007 generell an eine Erholung. Das Überangebot an Büroflächen nimmt in den meisten Metropolen stetig ab, und die Nachfrage nach qualitativ guten Mietobjekten nimmt weiter zu. Dies führt vielerorts zu steigenden Büromieten. Im Bereich der Verkaufsflächen gehen wir von einer unspektakulären, aber gleichmässigen, weiteren Preissteigerung bei stabilen Erträgen aus.

Wenn wir uns die Kursentwicklung einiger Immobilienaktien ansehen, ist sicher die Frage erlaubt, ob sich diese überdurchschnittliche Performance in der Zukunft wiederholen lässt oder ob diese Anlageklasse bald an Dynamik verliert. Dabei müssen wir uns als Investoren klar vor Augen führen, dass Immobiliengesellschaften in der Vergangenheit jeweils mit einem Abschlag zum inneren Wert gehandelt wurden – dies ist nach der Kursentwicklung der letzten Monate nicht

mehr der Fall. Dass sich diese Differenz zum inneren Wert geschlossen hat, ist auf zwei Hauptgründe zurückzuführen: Erstens haben die Anleger realisiert, dass die Performance von Immobilienaktien über einen längeren Zeitraum der Wertentwicklung der zugrundeliegenden Immobilien entspricht. Zweitens wurden durch die Einführung von REIT-Strukturen in vielen Ländern die steuerlichen Nachteile bei indirekten Immobilienanlagen beseitigt. Somit besteht faktisch auch kein Grund mehr, weshalb die Aktien unter ihrem inneren Wert gehandelt werden sollten. Diese Preisanpassung führte dazu, dass Immobilienaktien generell nicht mehr billig sind – es bedeutet aber keineswegs, dass die heutigen Bewertungen teuer sind.

Stetige, aber bescheidenerer Erträge in der Zukunft

Zusammenfassend sind wir der Meinung, dass zukünftig die Erträge im Bereich der Immobilienaktien bescheidener ausfallen werden als während der letzten Jahre. Aber wir sehen keine irrationalen Preisentwicklungen und auch keine Gefahr einer Finanzblase. Unsere Immobilienaktienprodukte erfreuen sich weiterhin einer starken Nachfrage, sowohl von privaten wie auch von institutionellen Kunden. Wohl nicht zuletzt, weil Immobilienaktien interessante Diversifikationsmöglichkeiten, hohe Dividenden und Gewinnpotential bieten. ●

Are bubbles on the financial markets a new phenomenon?

First of all, what is a bubble? One might define it as a frenzied pursuit of certain assets at irrational prices. The Tulipmania of the 1630s in Holland and the South Sea Bubble of the early 18th century in England both fit that definition. However, we do not believe that current property prices are irrational.

The worries that a bubble might be building up on the international real estate markets derive from the fact that prices for residential properties rose substantially in many parts of the UK and the U.S. in the past years, but UK house prices stopped rising over a year ago and are now flat. There is strong demand and rising prices in a number of other European countries, but given the current interest rate environment we believe that these prices and some further growth are sustainable.

However, investors must keep in mind that commercial real estate – offices, retail and industrial areas – account for 70% of a global real estate equity portfolio. And the situation in the commercial sector is very different from the one on the residential markets. Looking at real estate equities' price trends, investors may wonder if the recent above-average performance will continue. We believe that real estate companies will generate lower returns in the coming years than in the recent past but we see no bubble. And they will continue to offer excellent diversification with high dividend yields and profit potential.