



REGULIERUNG UND RISIKOMANAGEMENT

TROTZ STEIGENDER HEDGING-KOSTEN: US-IMMOBILIEN BLEIBEN INTERESSANT

Die Kosten für das Hedging von Wechselkursrisiken werden maßgeblich von den Zinsdifferenzen in den jeweiligen Währungsräumen bestimmt. Für europäische Investoren, die auf dem US-Markt aktiv sind, sind diese Kosten zuletzt infolge der zunehmenden Zinsdivergenz gestiegen. Werden Immobilieninvestments im Land der unbegrenzten Möglichkeit dadurch unattraktiv? Der Autor zeichnet ein differenziertes Bild der Situation. Trotz steigender Hedging-Kosten spräche eine Fülle von Argumenten für den US-Immobilienmarkt. Darüber hinaus erörtert er, wie Investoren mittels aktiver und passiver Währungsmanagementstrategien ihre Wechselkursrisiken verringern können. Red.

US-Immobilien stellen auch weiterhin ein attraktives Investitionsziel für deutsche beziehungsweise europäische Anleger dar. Die Mietrenditen nicht nur von Spitzenobjekten in europäischen Metropolen sind in den vergangenen Jahren auf ein sehr niedriges Niveau gesunken. Im Vergleich dazu weisen Immobilien in den USA einen deutlichen Renditevorsprung auf. Im Wohnimmobiliensegment für Apartmentanlagen (Multi-family) beispielsweise beträgt das Plus gegenüber Deutschland mehr als drei Prozentpunkte – ohne Berücksichtigung von Währungsschwankungen wohl gemerkt.

Aber wie jedes Investment in einem fremden Währungsraum unterliegen auch US-Immobilien dem Risiko von Wechselkurschwankungen. Sinkt der Wert des US-Dollar gegenüber dem Euro, sinken aus der Sicht des europäischen Investors im Gleichschritt sowohl der Wert der US-Immobilie im Portfolio als auch der Cashflow aus den Mieteinnahmen. Bei einem steigenden Dollar hingegen gilt das selbstverständlich auch umgekehrt. Gegen diese Schwankungen können sich die Investoren mit einer Hedging-Strategie absichern. Das ist jedoch mit Kosten verbunden. Diese Kosten sind in den vergangenen Monaten weiter gestiegen und schmälern den Renditevorsprung von US-Immobilien. Lohnt sich vor diesem Hintergrund über-

haupt noch eine Immobilieninvestition im Dollar-Raum?

Königsdisziplin Währungsprognose

Ein Investor sollte sich in diesem Kontext zuerst die Frage stellen, ob er überhaupt hedgen möchte. Bei den aktuell hohen Kosten für das Hedging könnte er ohne Absicherung vereinfacht gesagt über einen Zehnjahreszeitraum einen Verlust von fast 30 Prozent beim Dollar einfahren, ohne schlechter gestellt zu werden als bei einer kompletten Absicherung. Außerdem würde er sich auch die Chancen von Währungsgewinnen erhalten. Allerdings müsste der Anleger eine Währungsprognose für den Dollar erstellen und dies ist bekanntermaßen eine absolute Königsdisziplin im Finanzbereich.

Wechselkurse hängen von einer Vielzahl von Faktoren ab und sind selbst für erfahrene Analysten nur schwer prognostizierbar. Sie können in relativ kurzen Zeiträumen große Schwankungen vollziehen. Bezüglich des Dollar ist dabei zu berücksichtigen, dass die Vereinigten Staaten weltweit die größte Volkswirtschaft sind, eine positive Wachstumsdynamik aufweisen und der US-Dollar nicht nur aktuell die Weltleitwährung ist, sondern wohl auch in absehbarer Zeit bleiben wird.

Für einige Anleger besteht allerdings gar nicht die Möglichkeit, die US-Dollar-Position offen zu lassen, da diese aufgrund ihrer Statuten und/oder regulatorischer Regelungen keine Währungsrisiken eingehen dürfen und somit für diese ein Währungs-Hedging obligatorisch ist. Wenn man sich nun aufgrund der genannten Vorgaben oder freiwillig für eine Währungsabsicherung entscheidet, dann ist zunächst zu überlegen, wie diese umgesetzt werden

soll. Dazu stehen mehrere Strategien und Instrumente zur Verfügung.

Natürliches Hedging durch Fremdkapitalaufnahme

Eine teilweise Absicherung ihres Währungsrisikos können Investoren durch „Natural Hedging“ erreichen. Bei dieser natürlichen Absicherung werden Einnahmen wie Ausgaben eines Assets so weit wie möglich in derselben Währung getätigt. Bei Immobilien heißt das konkret, dass vor allem die Fremdkapitalaufnahme in derselben Währung erfolgt wie das Investment und die daraus erzeugten Mieteinnahmen. Das lässt sich an einem Rechenbeispiel nachvollziehen: Angenommen, eine US-Immobilie im Wert von 100 Millionen Dollar, die einen Nettomietenertrag von sechs Millionen Dollar pro Jahr generiert, wird komplett mit Eigenkapital erworben.

Aus Sicht eines Euro-Investors wären der Wert und der jährliche Cashflow vollständig dem Währungsrisiko ausgesetzt. Wird der Kauf indes zu einem Anteil von 50 Prozent beziehungsweise mit 50 Millionen Dollar zu einem Zinssatz von vier Prozent fremdfinanziert, wobei dann zwei Millionen Dollar Zinsen anfallen, dann verbleibt ein Währungsrisiko für den Investor auf 50 Millionen Dollar Eigenkapital und vier Millionen Dollar beim Cashflow. Durch das natürliche Hedging lassen sich natürlich die Währungsrisiken für den Eigenkapitalanteil nicht beseitigen.

Passives Hedging zielt hingegen auf die teilweise oder sogar vollständige Neutralisierung des Wechselkursrisikos bezüglich des Eigenkapitals ab. Dazu werden hauptsächlich dem Wechselkursverlauf entgegengesetzte Devisentermingeschäfte wie Devisen-Futures über eine Börse oder Devisen-Forwards als OTC-Geschäfte (Over the Counter) genutzt. Treten im Immobilienportfolio wechselkursbedingte Wertrückgänge auf, werden diese von entsprechenden Wertzuwächsen dieser Derivate ausgeglichen.

Wechselkursverluste werden vermieden, allerdings profitiert man nicht von Wechselkursgewinnen. Die Wertentwicklung des

DER AUTOR

THOMAS GÜTLE

Geschäftsführender
Gesellschafter,
US Treuhand Verwal-
tungsgesellschaft für
US-Immobilienfonds mbH,
München



Quelle: US Treuhand

Investments hängt dann – bei vollständiger Absicherung des Eigenkapitals – ausschließlich von seiner eigentlichen Immobilienperformance in der Fremdwährung ab. Dabei entstehen jedoch Kosten, die die Rendite mindern. Außer Absichern des Währungsrisikos bietet passives Hedging jedoch keine weiteren Vorteile.

Aktives Währungs-Hedging nutzt im Grunde dieselben Währungssicherungsinstrumente wie passives Hedging. Im Unterschied dazu ist aber der Absicherungsgrad variabel und kann zwischen 0 und 100 Prozent schwanken. Mittels quantitativer Modelle wird versucht, Trends zu erkennen und bei einem steigenden US-Dollar frühzeitig die Absicherungsquote herunterzufahren. Dadurch werden Währungsgewinne im Investment erzielt und gleichzeitig die Hedging-Kosten gesenkt. Bei wieder fallendem US-Dollar wird dann die Absicherungsquote erhöht um wieder abgesichert zu sein, wobei dann auch die Absicherungskosten anfallen.

Aktive Strategien vereinen Sicherheit und Renditechancen

Aktives Hedging vereint das Element der Sicherheit vor Währungseinflüssen mit zusätzlichen Renditechancen und sollte zu deutlich geringeren (Hedging)-Kosten als beim passiven Hedging führen. In den vergangenen Jahren hat der Währungsspezialist, mit dem wir zusammenarbeiten, positive Renditen von etwa 2,4 Prozent pro Jahr erreicht – durchschnittlich, wohlgeachtet. Dabei gibt es immer einzelne Jahre mit negativen und andere mit zweistellig positiven Renditen. Dagegen müssen dann noch die Kosten der eigentlichen Währungsabsicherung gerechnet werden, wobei auch nach Berücksichtigung dieser Kosten ein positives Gesamtergebnis aus der Währung erzielt wurde.

Der Erfolg dieses aktiven Währungs-Hedgings hängt stark von den Fähigkeiten des Hedging-Managers ab. Die Strategien sind mitunter hochkomplex. Einige Manager setzen auf ausgeklügelte quantitative Modellrechnungen. Viele Investmentgesellschaften setzen daher auf die Expertise externer Spezialisten. Diese Expertise hat natürlich ihren Preis, der aber grundsätzlich gut zu rechtfertigen ist.

Eine generelle Empfehlung für die Währungsabsicherung bezüglich der dargestellten Varianten kann an dieser Stelle nicht gegeben werden, da diese von der individuellen Situation des Investors abhängig ist. Der Manager sollte dabei dem Anleger

behilflich sein und dies idealerweise im Rahmen des Fonds/Mandats anbieten, da sich der Investor damit eigene zeit- und kostenintensive Aktivitäten sparen kann. Vorteilhaft ist auch, wenn der Anleger dabei zwischen Anteilklassen mit und ohne Hedging entscheiden kann und zudem die Flexibilität hat, zwischen diesen Anteilklassen zu wechseln. Voraussetzung dafür ist natürlich, dass der Manager über entsprechendes inhouse Know-how verfügt.

Hedging-Kosten dürften auf kurze Sicht weiter steigen

Die Kosten für das Hedging von Wechselkursrisiken werden im Wesentlichen von den Zinsdifferenzen in den jeweiligen Währungsräumen bestimmt. Bei kurzfristigen Zinsen im Euroraum von etwa minus 0,25 Prozent und in den USA von plus 2,5 Prozent kann man aktuell etwa 2,75 Prozent pro Jahr einkalkulieren. Durch das Auseinanderdriften der Zinsen in den USA und in Europa sind die Hedging-Kosten in den vergangenen Monaten weiter gestiegen. Dieser Trend kann sich in den kommenden Monaten noch fortsetzen. Von der Fed erwarten wir bis Ende 2018 zwei, maximal drei Zins-schritte von jeweils 25 Basispunkten, sodass der Leitzins dann bei 2,0 bis 2,25 Prozent liegen wird. Bis Mitte 2019 könnten dann noch ein oder zwei weitere Leitzinserhöhungen folgen. Entsprechend werden auch die kurzfristigen Zinsen steigen. In der Eurozone hingegen erwarten wir zunächst noch stabile Leitzinsen und damit auch wenig Veränderung bei den kurzfristigen Zinsen am Markt. Die Zinsdifferenz zwischen Euro und Dollar könnte sich also in der nahen Zukunft noch erhöhen – und damit auch die Kosten für ein Euro-Dollar-Hedging.

Natürlich wird sich diese Entwicklung auch wieder umkehren, wenn die Zinsen im Euroraum nachziehen oder vergleichsweise stärker steigen sollten. Davon ist auf mittelfristige Sicht unbedingt auszugehen. Der Bundesbank-Präsident und mögliche Draghi-Nachfolger an der Spitze der EZB, Jens Weidmann, hält Leitzinserhöhungen im Euroraum Mitte 2019 für „nicht ganz unrealistisch“. Geht dann der Zinsunterschied zwischen Euro- und Dollarraum wieder zurück, werden auch die Kosten für das Dollar-Hedging wieder sinken. Deswegen würden wir in einer Cashflow-Rechnung für ein Objekt bei einer passiven Absicherung langfristig nicht die derzeitigen Hedging-Kosten von 2,8 Prozent per annum permanent ansetzen.

Trotz der steigenden Hedging-Kosten ist eine Investition in den US-Immobilienmarkt

für Investoren aus dem Euro-Raum weiterhin sinnvoll, sowohl aus Rentabilitäts- als auch aus Diversifikationsaspekten. Der Renditevorteil US-amerikanischer Immobilien in den 54 Metropolen ist gegenüber deutschen Objekten in der Regel groß genug, um die Hedging-Kosten selbst bei einer vollständigen (passiven) Absicherung zu kompensieren beziehungsweise zu übertreffen.

Im Bereich vermieteter Wohnimmobilienanlagen etwa, in den USA als Multifamily bezeichnet, beträgt der Renditeabstand mehr als drei Prozent. Die Hedging-Kosten liegen bei einer Absicherung von 100 Prozent dagegen aktuell bei zirka 2,8 Prozent. Außerdem besteht, wie beschrieben, grundsätzlich die Möglichkeit, durch aktives Währungsmanagement den Renditenachteil gegenüber dem passiven Ansatz deutlich zu verringern. Doch der Renditeabstand ist längst nicht alles. Das Bevölkerungswachstum und Wirtschaftswachstum in den USA ist strukturell höher als in Europa. Deshalb weist auch der US-Immobilienmarkt ein wesentlich höheres Wachstumspotenzial auf. Das Bevölkerungswachstum um zirka zwei Millionen Einwohner pro Jahr und das Jobwachstum führen zu Haushaltsgründungen und damit zu einer verstärkten Nachfrage nach Mietwohnungen.

Wandel zur Mieternation

Seit 2004 ist die Zahl der Mieter um zehn Millionen gestiegen. Rund 20 Millionen junge Erwachsene leben noch zu Hause oder im College – ihr erster Schritt ist meist eine Mietwohnung. Zudem sind die Kosten für Eigentum deutlich gestiegen; weniger Amerikaner können sich dies leisten. Selbst durch die US-Steuerreform hat Eigentum an Attraktivität eingebüßt. Der Mietwohnungsmarkt in den USA ist außerdem weniger streng reguliert als zum Beispiel in Deutschland und Mietverträge sind in der Regel Einjahresverträge. Aus diesen Gründen können Mieterhöhungen schneller umgesetzt werden.

Und nicht zuletzt sollten europäische Investoren das Diversifikationspotenzial des amerikanischen Immobilienmarktes, des mit Abstand größten Immobilienmarktes der Welt, der auch zu den transparentesten gehört und sehr stabile Rahmenbedingungen bietet, nicht unterschätzen – nicht nur, aber auch wegen seiner unterschiedlichen Währung und vor dem Hintergrund der zunehmenden Unsicherheiten in Europa. Generell gehören US-Immobilien auch bei gestiegenen Hedging-Kosten in jedes Immobilienportfolio, das dem Anspruch an Internationalität gerecht werden möchte. ■