

Fachinformation – nur für professionelle Anleger, nicht zur Weitergabe an Privatanleger.

Währungsrisiko bei paneuropäischen Immobilienanlagen

Warum Währungen eine Rolle spielen und wo Gefahren lauern

KIM POLITZER

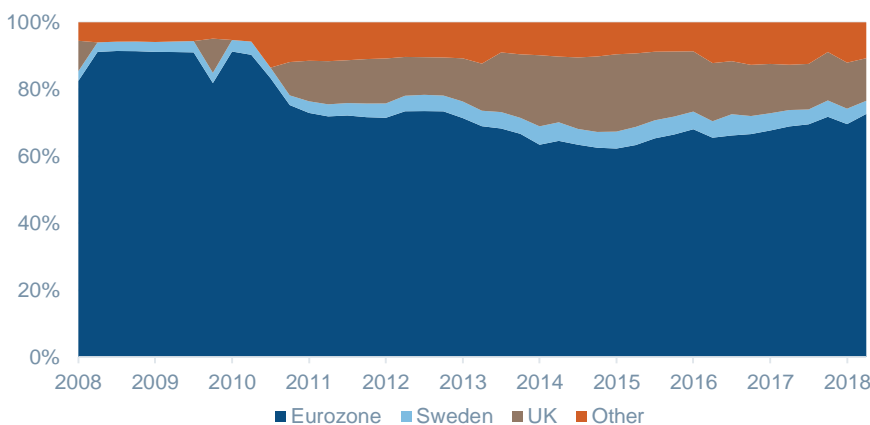
Direktor Research, Immobilien Europa

Wechselkursschwankungen können die Renditen europäischer Immobilienfonds aufzehren – selbst wenn der Anteil von Fremdwährungs-Immobilien gering ist. Einer aktuellen Studie des Investment Property Forum zufolge, berücksichtigen nur wenige Immobilieninvestoren und -manager dieses Risiko ausreichend. Im aktuellen Umfeld mit politischen Unsicherheiten wächst die Verunsicherung an den Devisenmärkten. Eine Währungsdiversifikation ist im Gegensatz zu anderen Anlageklassen bei Immobilieninvestments nicht zwingend sinnvoll. Gleichzeitig sind Währungsabsicherungen teuer und häufig unvollständig. Die beste Lösung ist daher häufig die naheliegende: Anleger sollten einen Währungs-Mix vermeiden. Es sei denn, bei dem Objekt handelt es sich um eine Anlagechance, die man sich nicht entgehen lassen will.

Währungsengagement bei paneuropäischen Immobilienfonds

Die Fonds des MSCI Pan-European Property Funds Index (PEPFI) weisen ihren Nettoinventarwert in Euro aus – auch, wenn ein nicht unerheblicher Teil der Immobilien außerhalb der Eurozone liegt und nicht in Euro notiert (Grafik 1).

Grafik 1: Ein erheblicher Teil der Immobilienanlagen des MSCI PEPFI befindet sich außerhalb der Eurozone



Anmerkung: Zu „Other“ gehören die Tschechische Republik, Polen, Ungarn und Dänemark. In diesen Märkten sind Immobilien einem geringeren Währungsrisiko ausgesetzt, da Vermögenswerte und Zahlungsströme in Euro ausgewiesen werden oder die Währung eng an den Euro gekoppelt ist. Quelle: MSCI PEPFI, 4. Quartal 2018.

Wichtige Informationen

Der Wert von Anlagen und der daraus erzielte Ertrag kann fallen oder steigen, sodass Anleger möglicherweise einen geringeren Betrag als den Anlagebetrag zurückerhalten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein verlässlicher Richtwert für künftige Erträge.

Fidelity bietet nur Informationen über Produkte und Dienstleistungen, aber keine Anlageberatung auf der Grundlage der persönlichen Situation eines Anlegers, außer in einem formellen Gespräch mit dem Kunden, wenn dies mit einer entsprechend autorisierten Firma ausdrücklich vereinbart wurde.

Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen in den Vereinigten Staaten und sollte von diesen nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen herangezogen werden. Es richtet sich vielmehr an Personen in Ländern, in denen die jeweiligen Fonds zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind bzw. wo eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Anleger werden darauf hingewiesen, dass die geäußerten Ansichten unter Umständen nicht mehr aktuell sind und dass darauf möglicherweise bereits reagiert wurde.

Das größte Währungsrisiko besteht im britischen Markt, der Ende 2018 rund zwölf Prozent des PEPFI ausmachte. Auch der schwedische Markt ist im Index in nicht unerheblicher Höhe vertreten. Vermögenswerte und Ertragsströme in Mittel- und Osteuropa werden zwar in Euro bewertet. Dennoch besteht ein, wenn auch geringes Risiko, dass die Erträge und die Immobilien selbst bei plötzlich stark zunehmenden Wechselkursschwankungen wieder in ihrer Lokalwährung bepreist werden. Ein gutes Beispiel dafür liefert Russland: Im Zuge der Finanzkrise hat der Rubel kräftig abgewertet. Mietern fiel es zunehmend schwer, aus ihrem Einkommen in Rubel ihre Mietzahlungen in Dollar zu leisten. Der Druck des Marktes zwang die Vermieter, den Mietzins in die Landeswährung umzurechnen. Heute ist es daher üblich, dass auch die Immobilien in Rubel bewertet werden.

Tabelle 1 zeigt welche zusätzlichen Volatilitäten europäische Immobilienrenditen infolge von Währungsschwankungen ausgesetzt sind. In den letzten zehn Jahren schwankten die Immobilienrenditen in Frankreich und Deutschland auf Eurobasis um rund zwei Prozent. Auf Basis des US-Dollars sowie des Kanadischen und Australischen Dollars waren in dieser Zeit Schwankungen von über zehn Prozent hingegen keine Seltenheit.

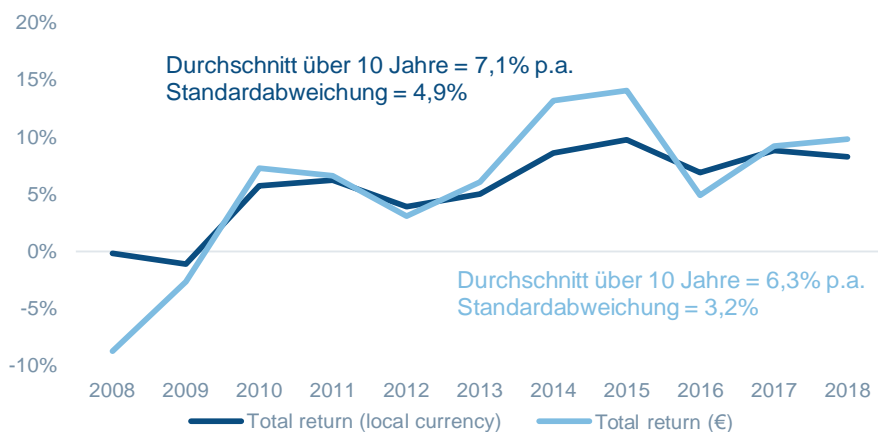
Tabelle 1: Währungen verstärken die Volatilität von Immobilienrenditen in wichtigen europäischen Märkten für Nicht-Euro-Anleger

Währung	USD		AUS		CAD		EUR	
	Rendite	Volatilität	Rendite	Volatilität	Rendite	Volatilität	Rendite	Volatilität
Frankreich	5,3%	11,8%	11,4%	10,0%	5,5%	10,0%	7,3%	1,6%
Deutschland	5,3%	12,8%	11,5%	10,2%	5,2%	10,3%	7,3%	2,2%
Schweden	5,9%	12,3%	12,0%	11,1%	9,1%	9,4%	7,9%	6,3%
Großbritannien	7,0%	12,4%	13,3%	16,7%	8,8%	12,6%	9,1%	14,0%

Die Rendite ist die durchschnittliche jährliche Rendite von 2009 bis 2018, die Volatilität ist die Standardabweichung dieser Renditen. Quelle: Fidelity International, Europa-Indizes von MSCI, 2018.

Um die potenziellen Auswirkungen der Währung speziell auf den PEPFI zu beurteilen, haben wir die Renditen der Vermögenswerte in Lokalwährung auf Basis der Indexzusammensetzung für jedes Jahr geschätzt und mit den veröffentlichten Renditen in Euro verglichen. Obwohl der Index insgesamt ein relativ geringes Fremdwährungs-Exposure aufweist, verstärkt das Währungsengagement die Volatilität der Renditen im Vergleich zu den Renditen in Lokalwährung.

Grafik 2: Währungsumrechnung verstärkt die Volatilität des PEPFI spürbar



Quelle: Fidelity International, Europa-Indizes von MSCI, 2018.

In Euro waren die Renditen in den letzten zehn Jahren höher. Risikobereinigt sind sie dagegen wegen der höheren Wechselkursschwankungen niedriger ausgefallen. Und das, obwohl nicht einmal 15 Prozent der Vermögenswerte im Index auf andere Währungen als Euro lauten. Das Ergebnis waren erhebliche Renditeunterschiede in einigen Jahren: über 900 Basispunkte im Jahr 2008 und fast 500 Basispunkte in den Jahren 2014 und 2015. Da die Anlageklasse von Natur aus illiquide ist, könnte dies je nach Zeitpunkt der Anlage oder des Verkaufs gravierende Auswirkungen haben.

Strategien zur Währungssteuerung

Eine aktuelle Studie des Investment Property Forum ergab, dass beim Umgang mit Währungsrisiken zwar zahlreiche Ansätze zum Einsatz kommen, Kunden und Fondsmanager aber in der Regel nur über ein unzureichendes Verständnis verfügen.¹ Neben verschiedenen weiteren Lösungen zur Währungsabsicherung können Manager das Währungsrisiko über Kredite in Lokalwährung reduzieren, womit aber auch die Kosten steigen. Hinzu kommt, dass nicht alle Instrumente zur Währungsabsicherung in jeder Marktlage gleich gut geeignet sind. Mit Blick auf die Frage, wie lange die aktuelle spätzyklische Phase noch dauern wird, fällt die Wahl der Strategie alles andere als leicht.

Einige Manager sind der Meinung, dass sich das Währungsrisiko durch Diversifizierung eliminieren lässt oder dass sich die Währung über eine lange Haltedauer neutral auswirkt. Es gibt jedoch Hinweise darauf, dass wegen der Interventionen der Zentralbanken nach der globalen Finanzkrise kein direkter Zusammenhang mehr zwischen den Zinsparitäten besteht. Damit ist die Annahme, dass sich Währungen langfristig neutral auswirken, eventuell Geschichte.

Einige Anleger managen das Währungsrisiko im Rahmen einer umfassenden Währungsstrategie über alle Anlageklassen hinweg selbst. Aber da Anteile an paneuropäischen Immobilienfonds auf Euro lauten, lässt sich dies für Anleger nur schwer durchgängig erreichen.

Zudem können die Eigenschaften von Immobilieninvestment, wie z. B. ihre Illiquidität und der Einfluss eines aktiven Managements auf die Wertentwicklung, das Währungsmanagement zusätzlich erschweren. So lässt sich ein Immobilienportfolio beispielsweise nicht schnell als Reaktion auf Währungskursveränderungen neu zusammensetzen. Ist eine Absicherung vorhanden, können Änderungen der Bewertung oder der erwarteten Zahlungsströme aus einer Immobilie mit der Währungsstrategie in Konflikt geraten. Statt der gewünschten Diversifizierung könnte ein Engagement in verschiedenen Währungen das Verlustrisiko und die Volatilität eines Portfolios erhöhen.

Warum das gerade jetzt wichtig ist

In den nächsten Jahren könnten Währungen einen größeren Einfluss auf die Wertentwicklung haben als in der Vergangenheit. Auf kurze Sicht dürften die Währungsschwankungen wegen der politischen Unsicherheiten zunehmen. So stieg beispielsweise die implizite Volatilität des britischen Pfunds gegenüber dem Dollar im November 2018 an und verstärkte sich noch mit dem Näherücken des ersten Austrittsdatums (Grafik 3). Eine höhere Volatilität ist tendenziell ein Indiz für die Erwartung, dass Unsicherheiten den Druck auf eine Währung erhöhen. Im Falle Großbritanniens scheinen sich darin die Meinungsverschiedenheiten über die Form des Brexits und die Auswirkungen, die dies auf das britische Pfund hat, widerzuspiegeln.

Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus dem Wechselkursmechanismus (European Exchange Rate Mechanism – ERM) ist ein Beispiel aus der Vergangenheit dafür, dass ein solches Ereignis eine schwere innenpolitische Krise auslösen kann (Grafik 4). Nach einem unmittelbaren Rückgang um 30 Prozent gegenüber dem Dollar wurde die britische Währung die nächsten zwölf Monate im Schnitt rund 15 Prozent niedriger als im Jahr davor gehandelt. Eine ähnliche Entwicklung könnte drohen, wenn die Briten ohne Abkommen aus der EU austreten.

Grafik 3: Politische Unsicherheiten verstärken die Wechselkursschwankungen



Quelle: Refinitiv, April 2019.

Grafik 4: Historische Schocks bescheren dem britischen Pfund anhaltende Schwächephasen



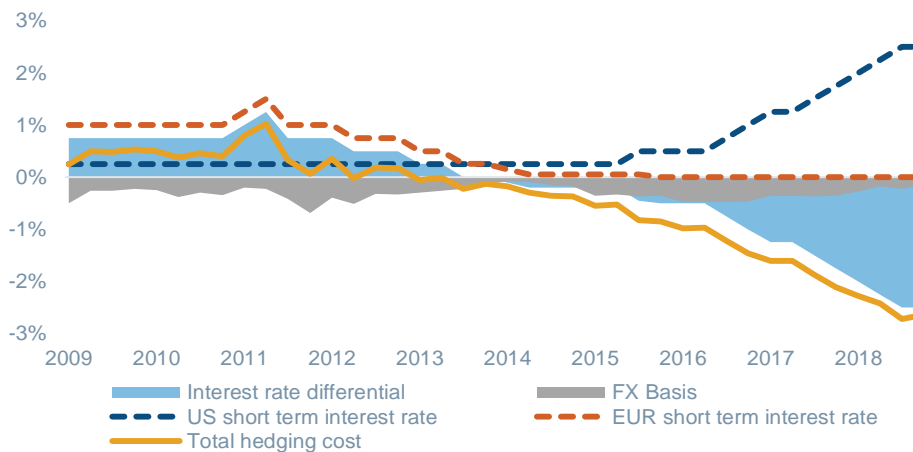
Quelle: Refinitiv, Mai 2019.

Weitere Faktoren werden das Währungsrisiko in diesem und dem nächsten Jahr möglicherweise verstärken, darunter:

- politische Entwicklungen infolge des um sich greifenden Populismus, sozialer Unruhen und Handelskriege;
- die auseinanderstrebende Geldpolitik infolge der weltweit unterschiedlich schnellen Abkehr der Zentralbanken von der quantitativen Lockerung. Dies steht im Gegensatz zu der langen Phase mit weitgehend ähnlicher Zinspolitik nach der globalen Finanzkrise. Mit der Gefahr von politischen Fehlentscheidungen bei der Rücknahme der quantitativen Lockerungen wächst die Verunsicherung und kann es zu längeren Phasen mit starker oder schwacher Währung kommen, die sich nicht unbedingt im Einklang mit den entsprechenden Zinssätzen befinden. Dieses von unkonventioneller Geldpolitik geprägte Umfeld erschwert es einzuschätzen, ob eine Absicherung über einen für Immobilien typischen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont sinnvoll und nicht zu kostspielig ist;
- Meinungsverschiedenheiten darüber, wie sich die Spätphase des Wirtschaftszyklus in den großen Volkswirtschaften in den nächsten zwei bis drei Jahren entwickeln wird.

Diese Faktoren treiben die Kosten einer Absicherung in die Höhe, die wiederum zunehmend Einfluss auf die globale Kapitalallokation haben. Gegenwärtig zeigt sich dies besonders deutlich am Rückgang der Kapitalströme aus Asien in US-Immobilien. Mit den auseinanderstrebenden Zinssätzen sind die Absicherungskosten gestiegen. Nicht wenige Anleger aus der Region sehen sich daher anderweitig nach guten Anlagemöglichkeiten um. Auch für Euro-Anleger ist das ein Thema. Grafik 5 veranschaulicht, wie stark sich divergierende Zinssätze auf die USD-EUR-Absicherungskosten ausgewirkt haben.

Grafik 5: Zinsunterschiede zwischen den USA und der Eurozone wirken sich erheblich auf die Absicherungskosten aus



Quelle: Refinitiv, Mai 2019.

Wie Grafik 5 zeigt, können die Absicherungskosten bei über 200 Basispunkten liegen. Damit können sie darüber entscheiden, ob eine Anlage rentabel ist oder nicht.

Fazit

Die Auswirkungen des Währungsrisikos auf europäische Immobilienportfolios werden nicht von allen Anlegern verstanden und bisweilen unterschätzt.

Ein Beispiel dafür liefern die Daten von MSCI. Sie deuten an, dass das Währungsrisiko im PEPFI die Volatilität in den letzten zehn Jahren um mehr als 50 Prozent nach oben getrieben hat, obwohl sich dieser Index nur auf zwei Märkte konzentriert und sein Fremdwährungsengagement weniger als 20 Prozent ausmacht.

Die Merkmale einer Immobilienanlage bringen es mit sich, dass ein Portfolio mit mehreren Währungen das Verlust- und Volatilitätsrisiko erhöhen kann, statt die Diversifizierung zu verbessern. Das Währungsrisiko lässt sich zwar absichern, was aber mitunter erhebliche Kosten verursacht. Mit der Währungsabsicherung können zudem zusätzliche Verlust- und Volatilitätsrisiken Einzug in ein Portfolio halten.

Über die künftige Zinsentwicklung herrscht große Unsicherheit. Folglich könnten die Währungsschwankungen zunehmen, wenn sich die Zentralbanken von ihrer unkonventionellen Geldpolitik verabschieden. Demnach ist es für Anleger wichtig, sich der verschiedenen Währungsrisiken bewusst zu sein, denen sie möglicherweise über paneuropäische Fonds ausgesetzt sind. Zudem sollten sie wissen, wie diese Risiken gesteuert werden und welche Kosten damit verbunden sind.

Immobilien sind eine illiquide Anlageklasse, in der die Anlagehorizonte lang sind, aber die Anfangsinvestitionen (und später auch Verkäufe) in einem bestimmten Jahr erfolgen. Folglich kann das Währungsrisiko erhebliche und unbeabsichtigte Risiken mit sich bringen, die den Gewinn aus einer Immobilienanlage aufzehren können. Für dieses Problem kann es eine einfache Lösung geben: Anleger sollten bei ihren Immobilienanlagen auf einen Mix aus verschiedenen Währungen verzichten. Es sei denn, das Objekt ist das zusätzliche Risiko wert.

1. Management des Währungsrisikos bei internationalen Immobilieninvestitionen, Investment Property Forum, April 2018.

Wichtige Informationen

Der Wert von Anlagen und der daraus erzielte Ertrag kann fallen oder steigen, sodass Sie/der Kunde möglicherweise einen geringeren Betrag als den Anlagebetrag zurückerhalten. Immobilien und Grundstücke sind möglicherweise schwer zu veräußern, sodass Anleger diese Anlage möglicherweise nicht verkaufen/liquidieren können, wenn sie dies wünschen. Der Wert von Immobilien ist im Allgemeinen eher eine Frage der Gutachtermeinung als eine Tatsache. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Die dargestellten Daten berücksichtigen keine etwaigen Ausgabeaufschläge. Investitionen sollten auf Basis des aktuellen Verkaufsprospektes und der wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) getätigt werden. Diese Dokumente, sowie die aktuellen Jahres- und Halbjahresberichte sind kostenlos erhältlich bei FIL Investment Services GmbH, Postfach 200237, 60606 Frankfurt/Main oder über www.fidelity.de.

Die Anleger werden darauf hingewiesen, dass die geäußerten Ansichten unter Umständen nicht mehr aktuell sind und dass darauf möglicherweise bereits reagiert wurde.

Investitionen sollten auf Basis des aktuellen Verkaufsprospektes und der wesentlichen Anlegerinformationen (KIID) getätigt werden. Diese Dokumente, sowie die aktuellen Jahres- und Halbjahresberichte sind kostenlos erhältlich bei FIL Investment Services GmbH, Postfach 200237, 60606 Frankfurt/Main oder über www.fidelity.de.

Diese Information darf ohne vorherige Erlaubnis weder reproduziert noch verbreitet werden.

Fidelity bietet nur Informationen über Produkte und Dienstleistungen, aber keine Anlageberatung auf der Grundlage der persönlichen Situation eines Anlegers, außer in einem formellen Gespräch mit dem Kunden, wenn dies mit einer entsprechend autorisierten Firma ausdrücklich vereinbart wurde.

Fidelity International bezieht sich auf die Gruppe von Unternehmen, die zusammen die globale Investmentmanagementorganisation bilden, welche Informationen über Produkte und Dienstleistungen in bestimmten Ländern außerhalb Nordamerikas bereitstellt. Dieses Dokument richtet sich nicht an Personen in den Vereinigten Staaten und sollte von diesen nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen herangezogen werden. Es richtet sich vielmehr an Personen in Ländern, in denen die jeweiligen Fonds zum öffentlichen Vertrieb zugelassen sind bzw. wo eine solche Zulassung nicht erforderlich ist.

Sofern nicht anders angegeben, werden alle genannten Produkte und Dienstleistungen von Fidelity International bereitgestellt, und alle vorstehenden Einschätzungen sind die von Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, das Fidelity International Logo und das F Symbol sind eingetragene Warenzeichen von FIL Limited.

Herausgeber: FIL Investments Services GmbH, Kastanienhöhe 1, 61476 Kronberg im Taunus
IC19-115 - CC_D_112