

Regimewechsel

Währungsabsicherung als strategische Notwendigkeit -
Evidenz aus dem 20. Jahrhundert

J. Benetti, Th. Häfliger, Ph. Valta*



Inhaltsverzeichnis

Management Summary	2
Einleitung	4
Währungen im 20. Jahrhundert	5
Ist Währungsrisiko ein „schlechtes“ Risiko?	7
Währungsrisiko bei Obligationen und Aktien	10
Internationale Diversifikation und Währungsrisiko – ein Gordischer Knoten?	12
Währungsabsicherung – eine Frage des Masses	19
Währungsrisiko – 10 Goldene Regeln	22
Anhang	24
Literaturverzeichnis	26

Management Summary

Währungsrisiko – ein Thema von strategischer Relevanz

Fremdwährungsanlagen nehmen in der modernen Vermögensverwaltung eine zentrale Rolle ein. Mit diesen Investitionen ist aber unweigerlich ein Währungsrisiko verbunden. Jeder Investor muss sich deshalb die Frage stellen: Lohnt es sich dieses Risiko einzugehen oder sollte es vermieden werden?

Die Beantwortung dieser Frage hat nicht nur Implikationen auf die Fremdwährungsanlagen selber, sondern wirft ein Licht auf die Art und Weise, wie in Zukunft die strategische Vermögensallokation definiert wird.

Unsere Fragestellung

In der vorliegenden Studie wird folgenden Fragen nachgegangen:

- Wird das Währungsrisiko mit einem Mehrertrag entschädigt?
- Wie ausgeprägt ist das Währungsrisiko bei den verschiedenen Anlagekategorien?
- Lohnt sich eine Investition in ausländische Märkte?
- In welchem Umfang sollte das Währungsrisiko abgesichert werden?

Ergebnisse und Interpretationen

Investoren können nicht erwarten, dass sie beim Währungsrisiko mit einer Mehrrendite entschädigt werden. Infolgedessen stellt das Währungsrisiko „schlechtes“ Risiko dar und ist grundsätzlich zu vermeiden.

Es hat sich gezeigt, dass das Währungsrisiko einen hohen Anteil an der gesamten Volatilität von ausländischen Obligationen- und Aktienanlagen ausmacht. Dementsprechend kann durch eine Währungsabsicherung bei sämtlichen Anlagekategorien und für Investoren aller untersuchter Basiswährungen das Risiko markant reduziert werden.

Allerdings gilt es zu beachten, dass die verschiedenen Anlagekategorien wie Obligationen, Aktien oder alternative Anlagen dem Währungsrisiko in unterschiedlichem Masse ausgesetzt sind. Dies hat einen Einfluss auf die Höhe der jeweiligen hedge ratio.

Eine Währungsabsicherung kann sich aber auch als kontraproduktiv erweisen. Wenn die Währungsabsicherung über den „optimalen“ Absicherungsgrad hinaus vorgenommen wird, muss der Investor sogar zusätzliches Risiko in Kauf nehmen.

Es hat sich im Weiteren gezeigt, dass abgesicherte, international diversifizierte Portfolios ein geringeres Risiko aufweisen als einheimische Anlagen. Damit können abgesicherte Auslandportfolios als Substitut für einheimische Anlagen betrachtet werden. Eine Substitution einheimischer Anlagen kann unter anderem helfen, weitere versteckte Risiken wie das Klumpenrisiko im einheimischen Aktienmarkt oder das Liquiditätsproblem bei Obligationen zu umgehen.

Ebenso kann die Risikoreduktion im Gesamtportfolio zur Erhöhung der Aktienquote oder zu einer breiten Diversifikation in andere Anlagekategorien genutzt werden – also eine Substitution von „schlechtem“ Währungsrisiko durch „gutes“ Marktrisiko.

Implikationen auf die strategische Asset Allokation

Gemäss diesen Erkenntnissen darf das Währungsrisiko nicht ignoriert werden. Da die Währungsabsicherung Implikationen auf das Risikoprofil aller Anlagekategorien hat, muss die gesamte Anlagestrategie neu überdacht werden. Dies betrifft nicht nur die direkte Währungsabsicherung, sondern ebenso andere wichtige Determinanten der strategischen Vermögensallokation wie die Aktienquote, die Inland- vs. Auslandquote, die Neudefinition der alternativen Anlagekategorien etc.

Auf organisatorischer Ebene hat dies Konsequenzen auf sämtliche Vermögensverwaltungsmandate, auf die Konsolidierung der Administration über einen Global Custodian, auf das gesamte Reporting sowie auf die Überwachung und das Risiko Management.

Die Währungsabsicherung ist damit nicht nur eine strategische Notwendigkeit, sondern hat einen Regimewechsel in der Definition der strategischen Vermögensallokation und des Asset Managements zur Folge.

Einleitung

In den letzten beiden Dekaden haben Fremdwährungsanlagen in der modernen Vermögensverwaltung an Bedeutung gewonnen. Mit einer Investition in ausländische Märkte muss neben dem jeweiligen Marktrisiko auch das entsprechende Währungsrisiko in Kauf genommen werden. Während bei Aktien- und Obligationeninvestitionen eine sauber implementierte, internationale Diversifikation durchaus Sinn machen kann, muss dies bei Währungen kritisch hinterfragt werden.

Unser Augenmerk

Wir gehen deshalb der Frage nach, in welchem Ausmass ein Investor das Währungsrisiko bei Investitionen in Aktien und Obligationen akzeptieren oder allenfalls eliminieren sollte. Ist letzteres der Fall, dann gilt unser Interesse der Frage, wie viel des Währungsrisikos abzusichern ist.

Neben einer grundsätzlichen ökonomischen Betrachtung stützen wir unsere Aussagen auf die Analyse der Ereignisse im gesamten letzten Jahrhundert.

Dabei betrachten wir die Situation aus der Optik von Investoren unterschiedlicher Länder: namentlich für die Schweiz, Deutschland, England, Japan und die USA.

Wir gehen insbesondere folgenden Fragestellungen nach:

- Wird Währungsrisiko durch höhere Erträge entschädigt oder stellt es „schlechtes“ Risiko dar?
- Wie ausgeprägt ist Währungsrisiko?
- Lohnt sich aufgrund internationaler Diversifikation eine Investition in ausländische Märkte dennoch?
- In welchem Umfang sollte das Währungsrisiko bei Obligationen und Aktien abgesichert werden?

Währungen im 20. Jahrhundert

Ein bewegtes
Jahrhundert...

Mit zwei Weltkriegen und der Hyperinflation in Deutschland war die erste Hälfte des letzten Jahrhunderts geprägt von extremen Ereignissen. In der ersten Abbildung ist erkennbar, welchen einschneidenden Einfluss diese Geschehnisse auf die realen Wechselkurse hatten. In dieser Zeit wiesen insbesondere die Deutsche Mark (DEM), aber auch der japanische Yen (JPY) gegenüber dem Schweizer Franken (CHF) grosse Verluste und extreme Schwankungen auf. Auch der US Dollar (USD) und das englische Pfund (GBP) verloren gegenüber dem CHF an Wert; diese Wertverluste waren jedoch nicht markant.

In Abbildung 1 sind die realen Wechselkurse dargestellt. Der reale Wechselkurs entspricht dem relativen Preis von Güterkörben zwischen zwei Ländern. Eine Veränderung des realen Wechselkurses bedeutet eine Veränderung der relativen Güterkorbpreise; das heisst, dass beispielsweise bei einer Abwertung der DEM relativ zum CHF die Kaufkraft für einen Schweizer zunimmt.

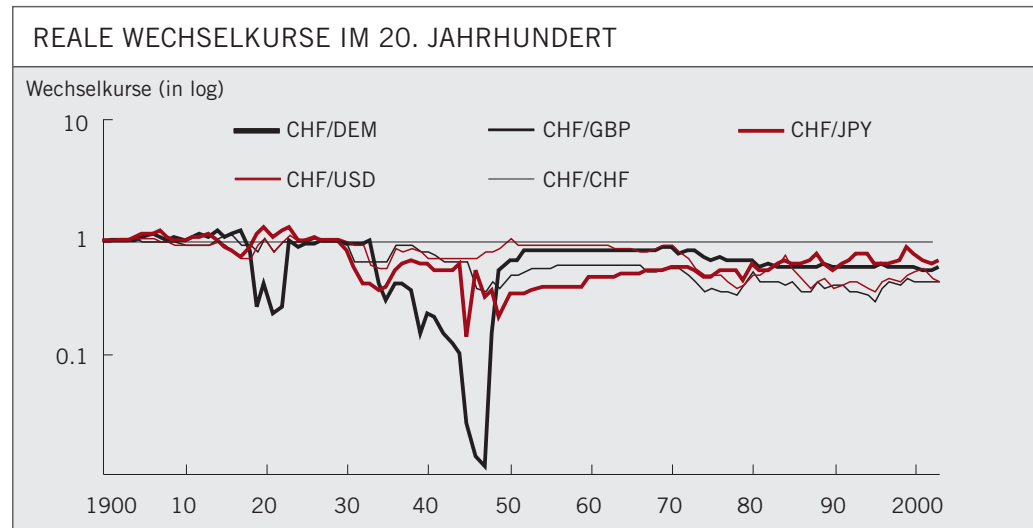


Abbildung 1

Quelle: Ibbotson Associates (indexiert: 1900 = 1, Periode 1900 – 2003)

Nach dem zweiten Weltkrieg wurden fixe Wechselkurse eingeführt. Dies hatte zur Konsequenz, dass von 1950 bis anfangs der siebziger Jahre eine Periode ausgeprägter Stabilität folgte. 1972 wurde das System fixer Wechselkurse aufgehoben, womit die Fluktuationen der Währungen wieder deutlich zunahmen.

... aus der Optik
verschiedener
Investoren

Die DEM hatte gegenüber anderen Währungen vorwiegend in den Kriegsjahren stark an Wert eingebüsst. Welche Auswirkungen hatte diese Abwertung der DEM auf Investitionen in Obligationen? Betrachten wir in der Folge zwei Extremszenarien: die Sicht eines deutschen und eines amerikanischen Investors während dieser folgenschweren Periode:

Deutsche Obligationen büssten aus der Sicht eines amerikanischen Investors von 1910 bis 1949 einen Grossteil ihres Wertes ein (vgl. „DEM-Obligationen in USD“). Offensichtlich resultierte der Löwenanteil dieser Verluste direkt aus den Preis-einbrüchen der Wertpapiere. Der Einfluss der Währung zeigt sich für den ame-rikanischen Investor in der Differenz zur lokalen Preisentwicklung deutscher Obligationen (vgl. „DEM-Obligationen in DEM“).

Ein deutscher Investor hätte demgegenüber in dieser Periode von Auslandsinves-titionen profitiert – dies trifft in ausgeprägtem Masse für die 30-er und 40-er Jah-re zu (vgl. „USD-Obligationen in DEM“).

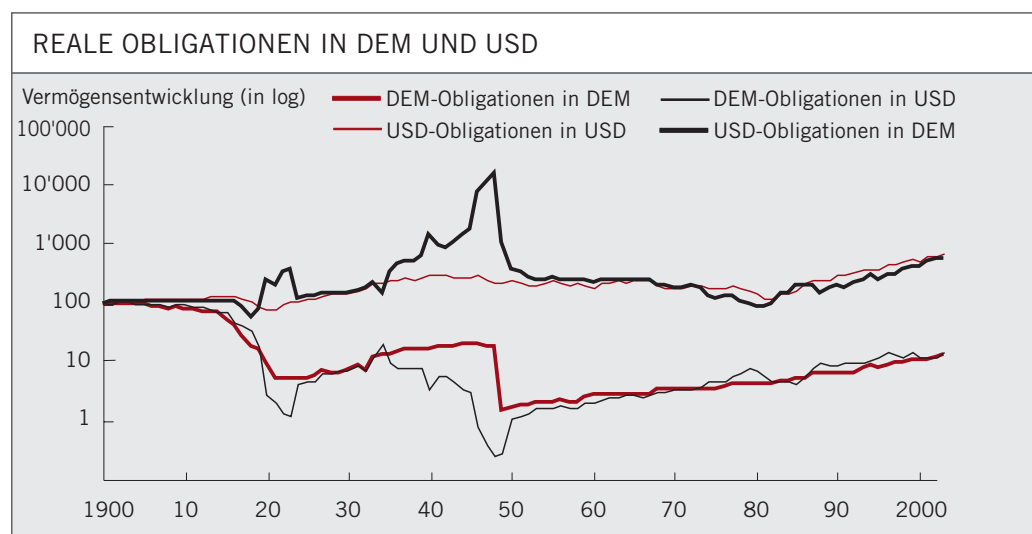


Abbildung 2

Quelle: Ibbotson Associates (indexiert: 1900 = 100, Periode 1900 – 2003)

Für unsere weiteren Analysen erscheint es uns wichtig, folgende Punkte festzu-halten: Über eine Periode von 100 Jahren

- wiesen bei Obligationen die jeweiligen Inlandinvestitionen geringere Vermö-gensschwankungen auf als die Fremdwährungsinvestitionen.
- konnten die während den Kriegsjahren erfahrenen Vermögensverluste auf Obligationen später nicht wettgemacht werden.
- wurden die Obligationen ihrem Ruf als sichere Anlagevehikel nur in Zeiten politischer Stabilität gerecht. In den Kriegsjahren haben sie je nach Sichtweise annähernd zu einem Totalverlust geführt.

Ist Währungsrisiko ein „schlechtes“ Risiko?

Was ist „schlechtes“ Risiko?

Eine zentrale Frage im Zusammenhang mit Währungsrisiko ist diejenige der Relevanz für einen Investor: Wird das Währungsrisiko durch einen Mehrertrag entschädigt? Sollte dies nicht der Fall sein, muss Währungsrisiko als „schlechtes“ Risiko deklariert und infolgedessen eliminiert werden.

Relevanter Betrachtungszeitraum

Für die nachfolgenden Betrachtungen beziehen wir uns auf die Periode von 1973 bis 2003. Der Entscheid für diese Zeitperiode fiel nicht zufällig. Im März 1972 kam es zur Öffnung der Währungsmärkte und zur Einführung des Systems flexibler Wechselkurse. Zusätzlich betrachten wir für diese kürzere Periode nominelle Zeitreihen, und nicht wie zuvor reale Zeitreihen.¹

Euro oder DEM?

Aufgrund der Währungsumstellung im Euro-Raum auf die Einheitswährung Euro im Jahre 1999 beschränken wir uns im Folgenden auf die Bezeichnung „EUR“, wobei die DEM für die Zeitperiode vor 1999 implizit berücksichtigt wird.

Wie dominant ist Währungsrisiko?

Die Bedeutung des Währungsrisikos lässt sich anhand von Geldmarktinvestitionen in ausländische Währungen erkennen. Kurzfristige Geldmarktanlagen weisen praktisch die identischen Risikoeigenschaften wie diejenigen von Devisengeschäften auf, da die Schuldner- als auch die Zinsrisiken in der Regel tief sind.

Die Abbildung 3 zeigt die Vermögensentwicklung exemplarisch aus der Sicht eines Schweizer Investors, welcher Anfang 1973 einen Betrag von 100 CHF in inländische und in verschiedene ausländische Geldmarktanlagen investiert hat.

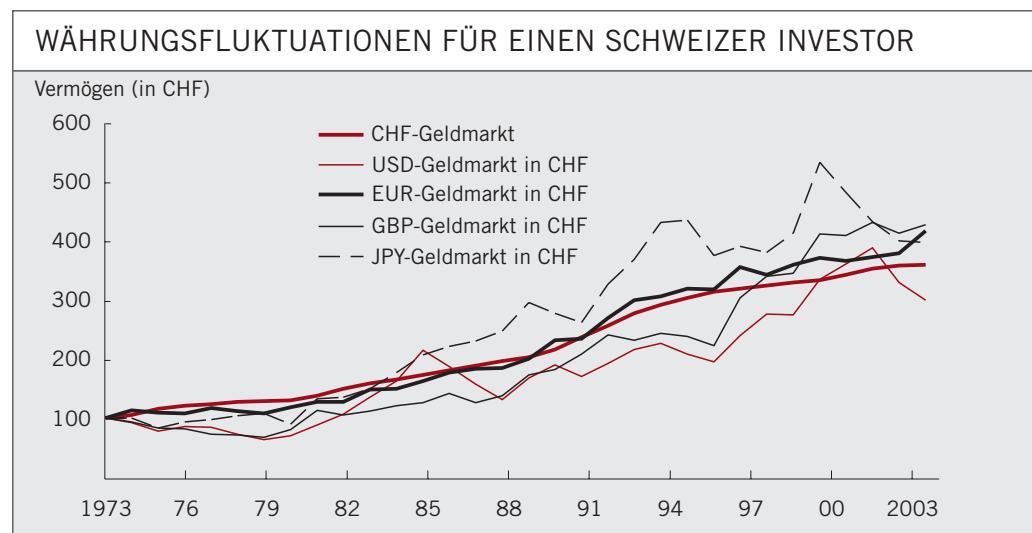


Abbildung 3

Quelle: Vgl. Anhang (indexiert: 1973 = 100, Periode 1973 – 2003)

Die Anlage im Inland zeichnete sich durch eine kontinuierlich positive Entwicklung ohne markante Schwankungen aus. Demgegenüber waren die Geldmarktanlagen in Fremdwährung weitaus grösseren Wertschwankungen unterworfen – und damit risikoreicher als die Anlage in der einheimischen Währung.

Das Währungsrisiko konnte sich für einen Schweizer Anleger durchaus als gewinnbringend erweisen, wie sich am Beispiel der JPY-Anlagen zeigt. In Japan wäre seine Rendite gegenüber dem Inland um 0.34 Prozentpunkte höher ausge-

¹ Eine detaillierte Beschreibung des Datensatzes ist im Anhang aufgeführt.

fallen. Demgegenüber waren die USD-Anlagen für denselben Investor mit Verlusten verbunden (-0.61 Prozentpunkte). Insgesamt kann jedoch – mit Ausnahme einzelner Perioden – kaum von einer systematischen Mehrperformance ausländischer Geldmarktanlagen gesprochen werden.

Investitionen in Währungen sind ein Nullsummenspiel

In der theoretischen Diskussion wird dieses Phänomen oft als Nullsummenspiel bezeichnet. Was bedeutet das? Ein Investor tätigt seine Investition in den ausländischen Geldmarkt nur dann, wenn er einen Währungsgewinn erwarten kann. Dasselbe gilt selbstverständlich für seinen Konterpart in der Gegenwährung. Die beiden Gegenparteien können aber nicht gleichzeitig einen Währungsgewinn realisieren. Die Konsequenz dieses Paradoxons ist, dass langfristig keine Mehrrendite aus reinen Währungsinvestitionen erwirtschaftet werden kann. Oder mit anderen Worten:

Das Währungsrisiko wird im Durchschnitt nicht mit einem Mehrertrag entschädigt.

Gilt das Währungsrisiko für alle Investoren?

Selbstverständlich bestanden diese Währungsschwankungen nicht nur für den Schweizer Investor. Das Risiko in den jeweiligen lokalen Märkten war für alle Investoren zwischen zwei und vier Mal tiefer als bei einem Engagement in ein Portfolio mit rein ausländischen Geldmarktanlagen (vgl. Abbildung 4).

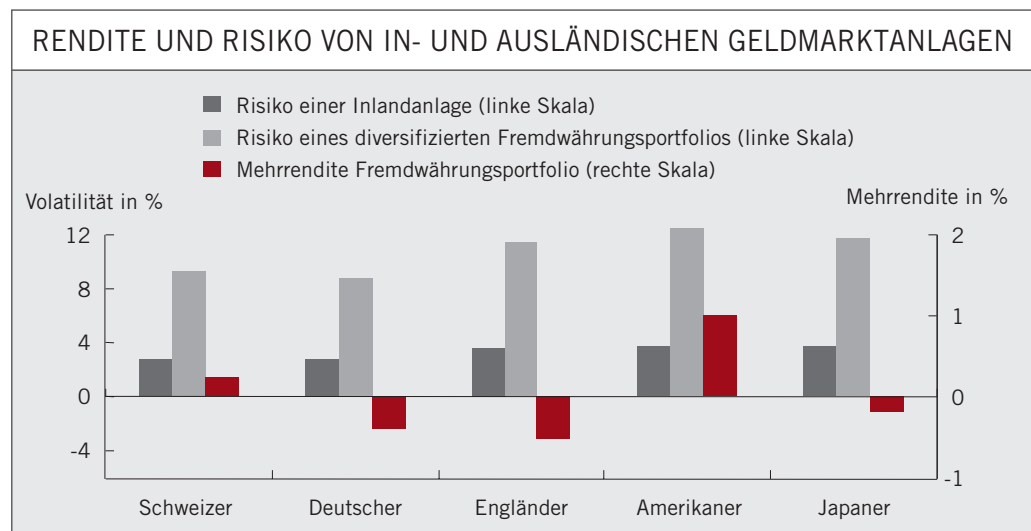


Abbildung 4
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

Wie wird das Risiko entschädigt?

Auch in diesem Zusammenhang bestätigt sich also die Tatsache, dass sich die Anleger von höherem Risiko nicht notwendigerweise höhere Erträge erhoffen konnten. So fiel beispielsweise die Rendite eines Fremdwährungsportfolios für einen Engländer trotz deutlich höherem Risiko um 0.53 Prozentpunkte pro Jahr tiefer aus als diejenige einer Inlandanlage (vgl. Abbildung 4).

Fokus auf das Risiko

Aufgrund der Tatsache, dass Währungsrisiko keine positive Mehrrendite erwarten lässt, fokussieren wir in den folgenden Abschnitten auf die Darstellung des Risikos.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

- Währungsrisiko ist wichtig.
- Währungsrisiko wird im Durchschnitt nicht mit einer Mehrrendite entschädigt und ist deshalb als „schlechtes“ Risiko zu bezeichnen.

Währungsrisiko bei Obligationen und Aktien

Eigenschaften von Obligationen

Bisher haben wir uns vor allem dem Geldmarkt gewidmet. Lassen sich die Beobachtungen bei Obligationen und Aktien bestätigen?

Bei Obligationen handelt es sich um Forderungen auf einen festen nominellen Geldbetrag in einer bestimmten Währung. Der Nominalwert muss vom Schuldner nach einer gewissen Laufzeit zurückbezahlt werden - der Investor wird für das Ausleihen von Kapital mit einem Coupon entschädigt. Lautet die Forderung auf einen Fremdwährungsbetrag, so ist der Wert dieser Obligation direkt abhängig von der Währungsentwicklung.

Wie bei reinen Geldmarktinvestitionen, waren für einen Schweizer Investor auch ausländische Obligationenanlagen mit einem höheren Risiko verbunden als die Anlagen im Heimmarkt. Dies ist wiederum vorwiegend auf die Währung und nur in zweiter Linie auf die höheren (lokalen) Wertschwankungen der entsprechenden Obligationenmärkte zurückzuführen (vgl. Abbildung 5).

Dabei sind zwei Aspekte interessant. Erstens zeichneten sich Schweizer Obligationen verglichen mit den übrigen einheimischen Obligationeninvestitionen durch relativ tiefe Fluktuationen aus (vgl. Risiko „in lokaler Währung“). Mögliche Gründe für die traditionell tiefen Volatilitäten von Schweizer Obligationen sind in der „harten“ Währung sowie in der politischen und wirtschaftlichen Stabilität der Schweiz zu suchen. Zweitens ist aus der Abbildung 5 ersichtlich, dass der Währungseinfluss für einen Schweizer bei den betrachteten Märkten unterschiedlich war (Differenz zwischen den Balken pro Markt entspricht ungefähr dem Währungsrisiko). So war die Währungskomponente in Japan wichtiger als im Euro-Raum (vgl. Differenz der jeweiligen Balken).

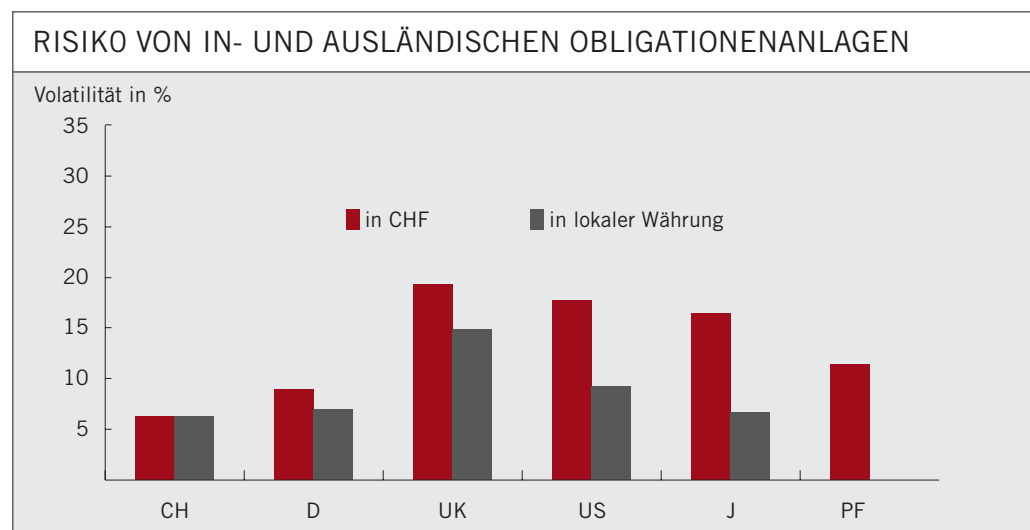


Abbildung 5
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

Ist Währungsrisiko diversifizierbar?

Schliesslich bleibt noch der Diversifikationseffekt zu diskutieren. Ein Portfolio mit reinen Auslandsinvestitionen (vgl. Balken „PF“, steht für Portfolio) wies aufgrund der Diversifikation ein tieferes Risiko auf als der Durchschnitt der einzelnen Märkte der Fremdwährungsobligationen. Somit war ein Teil des zusätzlichen Währungsrisikos diversifizierbar. Aber trotzdem: Das Risiko des Fremdwährungsportfolios war höher als eine reine Inlandinvestition.

Eigenschaften von Aktien

Anders sieht die Situation bei Aktien aus. Aktien repräsentieren eine Beteiligung an einer Unternehmung und ihr Preis richtet sich nach den zukünftig zu erwartenden, den Aktionären zustehenden Cash Flows. Ein Investor ist somit einem indirekten Währungsrisiko ausgesetzt, welches aus der multinationalen Orientierung eines Unternehmens resultiert. Denn jedes Unternehmen ist in seinen Aktivitäten auf der Absatz- und/oder auf der Produktionsseite mit Währungsrisiko konfrontiert. Diese Währungsexposition widerspiegelt sich im Aktienpreis. Das Fremdwährungsrisiko bei Aktien entspricht also nicht notwendigerweise der Domizilwährung eines betreffenden Unternehmens. Daraus folgt, dass auch inländische Unternehmen vor Währungsrisiko nicht gefeit sind. Investiert beispielsweise ein Schweizer in die multinationale Unternehmung Nestlé, trägt er trotz dem Hauptsitz in Vevey und der Hauptkotierung an der Schweizer Börse ein implizites Währungsrisiko.

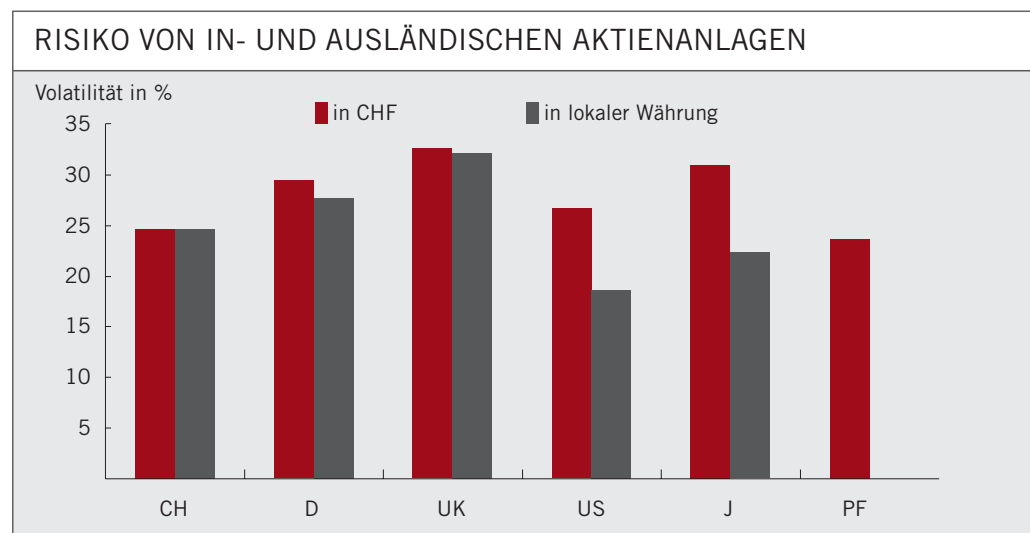


Abbildung 6
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

Bei Aktien ist der Währungseinfluss geringer...

Gemäss Abbildung 6 machte der Anteil des Währungsrisikos bei ausländischen Aktieninvestitionen einen deutlich geringeren Anteil aus als bei den Obligationen (vgl. Differenz der jeweiligen Balken). Die Marktrisiken in CHF unterschieden sich von den Risiken in lokaler Währung weit weniger. So war beispielsweise das britische Marktrisiko für einen Schweizer Investor nur um 0.43 Prozentpunkte höher als das lokale Marktrisiko in England.

... und diversifizierbar

Beim internationalen Aktienportfolio (vgl. Balken „PF“) kam der Diversifikation ein zentraler Stellenwert zu. So wies das Auslandportfolio für den Schweizer Investor im Vergleich mit den einheimischen Aktienmärkten ein geringeres Risiko auf.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

- Der Einfluss des Währungsrisikos ist bei Obligationen und Aktien unterschiedlich.
- Eine internationale Diversifikation
 - reduziert bei Obligationen das Währungsrisiko, eliminiert es aber nicht.
 - reduziert das Risiko von Aktien substanziell.

Internationale Diversifikation und Währungsrisiko – ein Gordischer Knoten?

Offenbar sind wir mit einem Dilemma konfrontiert:

- Die internationale Diversifikation ermöglicht einerseits eine Reduktion des Risikos,
- andererseits ist damit ein zusätzliches Währungsrisiko verbunden.

Welcher Effekt überwiegt, und lohnen sich Auslandinvestitionen dennoch? Oder kann eine Währungsabsicherung das Dilemma lösen?

Anlagestrategien

Um die Effekte der Diversifikation und der Währungsabsicherung aufzeigen zu können, haben wir für Obligationen und Aktien folgende fünf Strategien untersucht:

1. Investitionen im Inland (lokale Märkte)
2. Investitionen in einzelne Märkte im Ausland (in jeweils eine Fremdwährung)
3. Investitionen in Fremdwährungsportfolios (Diversifikation über jeweils vier ausländische Märkte)
4. Investitionen in einzelne Märkte im Ausland, abgesichert
5. Investitionen in Fremdwährungsportfolios, abgesichert

Der Währungseffekt...

Gemäss unseren bisherigen Ergebnissen wiesen ausländische Obligationen für einen Schweizer Investor ein substantiell höheres Risiko auf als inländische Obligationen (mehr als doppelt so hoch; vgl. Balken 1 und 2 in der Abbildung 7).

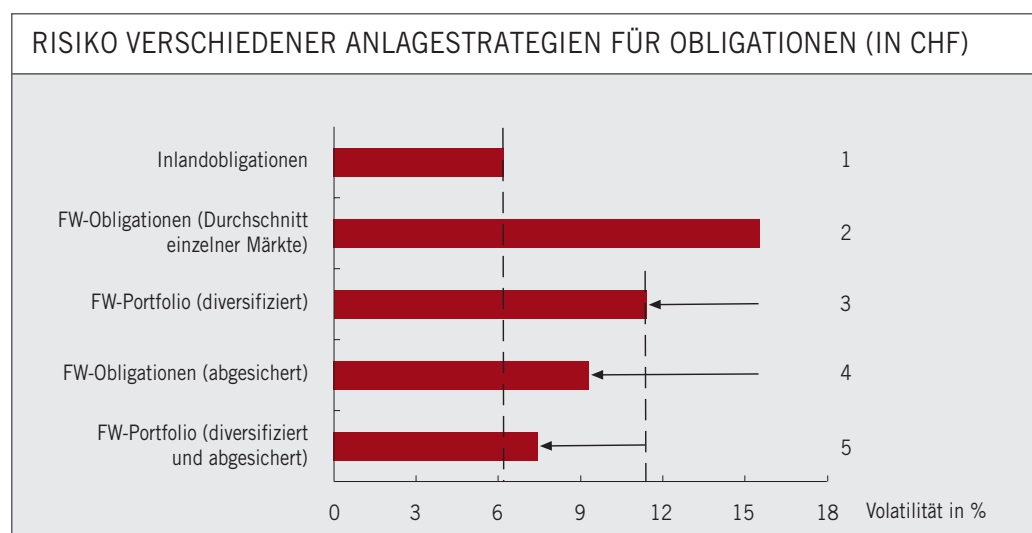


Abbildung 7
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

... der Diversifikationseffekt...

Interessant ist die Tatsache, dass die durchschnittliche Volatilität von Investitionen in einzelne Obligationenmärkte (Balken 2) rund ein Drittel höher war als bei einem diversifizierten Portfolio mit denselben Märkten (Balken 3) – eine eindruckliche Demonstration des Diversifikationseffektes.

... und die Währungsabsicherung

Welchen Effekt hatte eine konsequente Währungsabsicherung? Wie der Abbildung 7 zu entnehmen ist, hatte die Absicherung von Fremdwährungsobligationen für den Schweizer Anleger tatsächlich eine Risikoreduktion von ca. 40% bewirkt (Balken 3 und 5 in Abbildung 7).²

² Vgl. Angaben zur Methodik im Anhang.

Für den Schweizer Investor wies die Investition in inländische Obligationen das geringste Risiko auf. Damit war die Volatilität des abgesicherten Fremdwährungsportfolio höher als diejenige einheimischer Anlagen. Wie bereits erläutert, weisen Schweizer Obligationen traditionell tiefe Volatilitäten auf.

Der "globale"
Investor

Die zuvor betrachteten Anlagestrategien haben wir für den Schweizer, Amerikaner, Japaner, Engländer und den Deutschen berechnet. Um nicht die Sichtweise jedes Investors darzustellen, sind in der Abbildung 8 die Mittelwerte der fünf Investoren dargestellt. Diese Zusammenfassung ermöglicht es uns, generellere Aussagen zu machen.

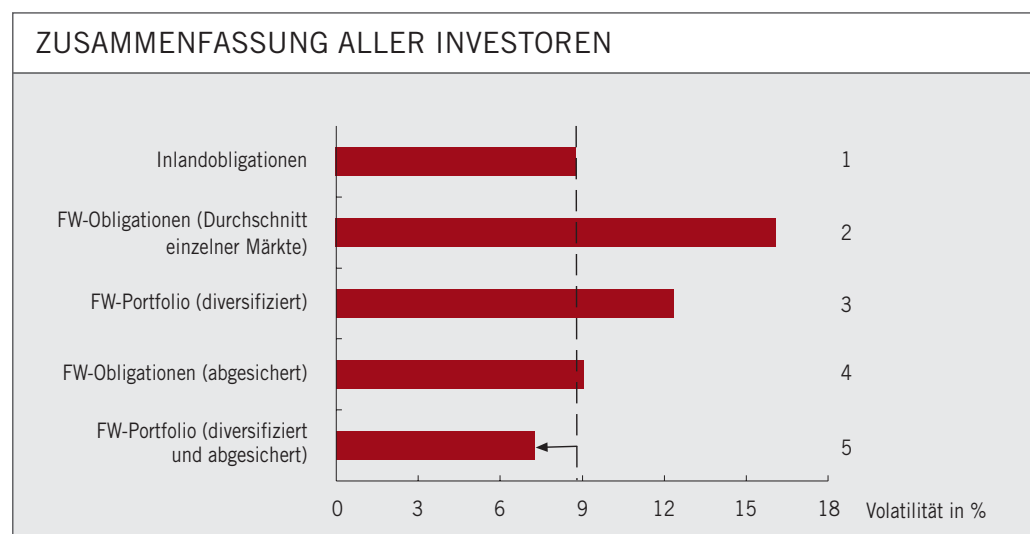


Abbildung 8
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

So zeigt beispielsweise der Balken 1 den Durchschnitt des Risikos der inländischen Märkte aus der Sicht der jeweiligen Investoren. Dasselbe gilt für die anderen vier Anlagestrategien.

Ein international
diversifiziertes...

Richten wir unser Augenmerk auf die Balken 1 und 5 so zeigt sich, dass im Durchschnitt aller Investoren das Risiko von inländischen Anlagen höher ausfiel als bei einem abgesicherten, international diversifizierten Portfolio.

... abgesichertes
Portfolio...

Aufgrund der unterschiedlichen Zinsentwicklung in den verschiedenen Ländern kann in einem globalen Obligationenportfolio von einer Zinsdiversifikation profitiert werden. Dieser Diversifikationseffekt alleine vermag jedoch das zusätzliche Währungsrisiko nicht zu kompensieren. Das ungesicherte Fremdwährungsportfolio wies im untersuchten Zeitraum ein höheres Risiko auf als Inlandobligationen (vgl. Balken 1 und 3). Wurde das Währungsrisiko aber abgesichert, dann resultierte für das Portfolio ein geringeres Risiko als für die Inlandobligationen.

... als Substitut für
einheimische
Anlagen

Daraus können wir folgern, dass ein abgesichertes Fremdwährungsportfolio als Substitut für inländische Obligationenanlagen betrachtet werden kann. Dies ist vor allem dann von Bedeutung, wenn im Inland ein „enger“ Obligationenmarkt herrscht oder wenn Investoren ausländische Obligationenmärkte in ihr Portfolio integrieren möchten (z. B. High Yields, Emerging Markets).

Die Sicht über das gesamte 20. Jahrhundert

An dieser Stelle lohnt sich ein Blick auf das letzte Jahrhundert. Wie eingangs gezeigt, war die erste Hälfte des letzten Jahrhunderts von starken Turbulenzen geprägt.

Abbildung 9 veranschaulicht eindrücklich, dass aus der Sicht eines Schweizer Investors durch eine konsequente Währungsabsicherung während den Krisenzeiten ein Grossteil des Wertverlustes im japanischen Obligationenmarkt hätte vermieden werden können. Bis 1948 galt dies auch für den deutschen Obligationenmarkt. Im Jahr 1948 hätte der Schweizer Investor aber trotz (oder wegen) der Währungsabsicherung einen Totalverlust erlitten (vgl. „DEM-Obligationen in CHF abgesichert, 1900-1949“).

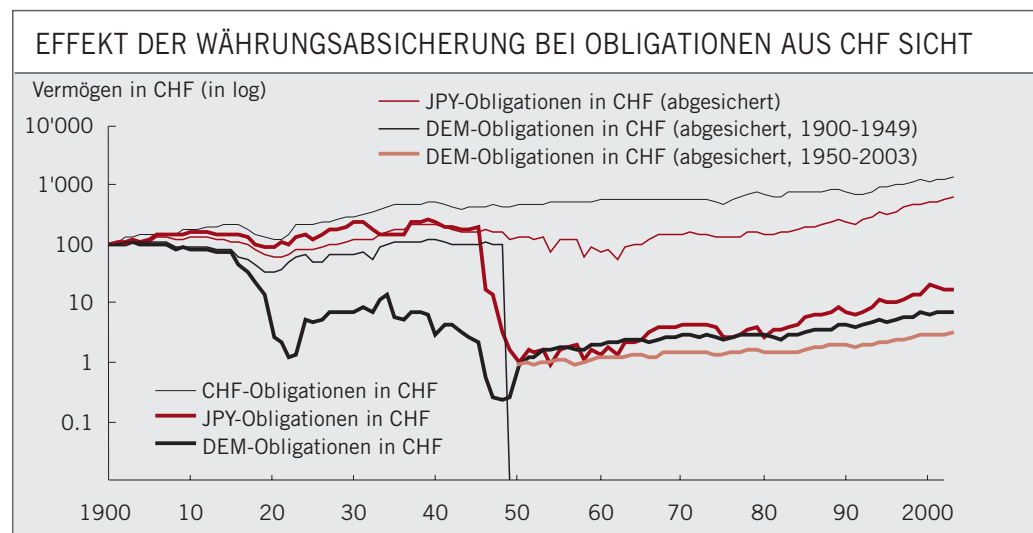


Abbildung 9

Quelle: Vgl. Anhang (indexiert: 1900 = 100, Periode 1900 - 2003)

Die Staatsverschuldung war in Deutschland nach dem zweiten Weltkrieg enorm hoch. Im Juni 1948 wurde eine Währungsreform realisiert, bei welcher die Deutsche Mark das gesetzliche Zahlungsmittel wurde und die Reichsmark ablöste. Die kleinen Sparer verloren dabei fast alles, nicht so diejenigen Investoren, die in Realanlagen wie Aktien, Fabriken und Grundstücke investiert hatten; sie verloren fast nichts. Im Vergleich zu den ausländischen Währungen erfuhr die „neue DEM“ 1948 eine massive Aufwertung. Dies erklärt den Totalverlust, den ein Schweizer Investor auf DEM-Obligationen erlitt: eine Kumulation von Wertverlusten bei Obligationen und der Währung (aus Schweizer Sicht).

Um den weiteren Vermögensverlauf dieser Strategie trotzdem aufzuzeigen, wurde ab 1950 ein fiktiver Vermögensverlauf berechnet (indexiert auf 1 CHF in deutsche Obligationen, vgl. „DEM-Obligationen in CHF abgesichert, 1950-2003“).

Für die Periode von 1950 – 2003 können wir die Ergebnisse des kürzeren Untersuchungszeitraumes vollumfänglich bestätigen. Währungsabsicherung und Diversifikation senkten das Risiko von Fremdwährungsanlagen unterhalb dasjenige Niveau von inländischen Anlagen.

Und bei Aktien?

Wir haben gesehen, dass bei Obligationen vor allem die Währungsabsicherung zu einer signifikanten Reduktion des Risikos führte. Unser Interesse richtet sich nun auf die Frage, inwiefern dies für Aktien auch der Fall war und welchen Einfluss die internationale Diversifikation hatte.

In der Abbildung 10 sehen wir dieselben fünf Strategien für Aktien wie zuvor für Obligationen aus Schweizer Sicht. Für einen Schweizer Investor wiesen die Inlandaktien sowie das diversifizierte Fremdwährungsportfolio praktisch das selbe Risiko auf. Offenbar wurde das zusätzliche Währungsrisiko durch den Diversifikationseffekt (mehr als) ausgeglichen (Balken 1 und 3). Eine Absicherung des Portfolios führte zu einer zusätzlichen Risikoreduktion, so dass das abgesicherte Fremdwährungsportfolio (Balken 5) ein substantiell geringeres Risiko aufwies als inländische Aktien.

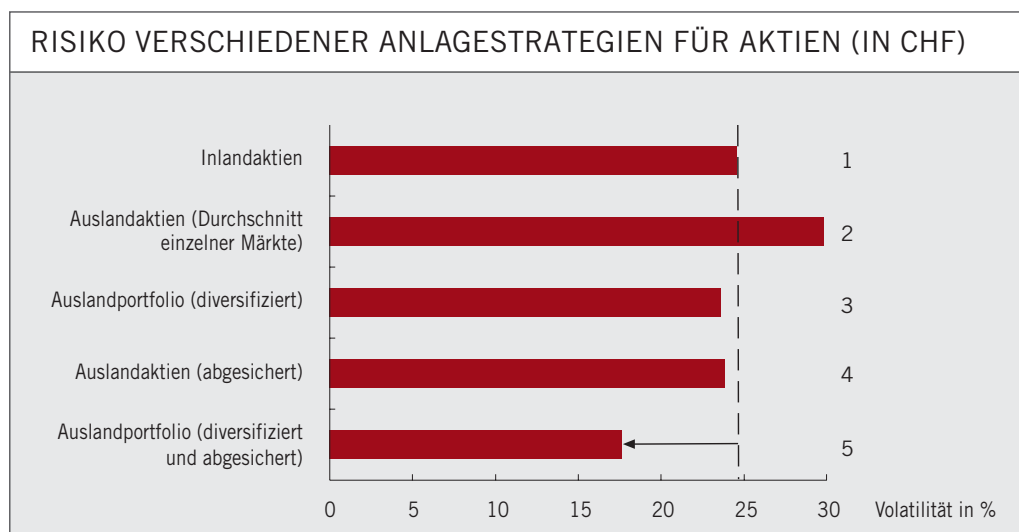


Abbildung 10
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

Der „globale“ Investor bei Aktien

Um auch für Aktien generellere Aussagen machen zu können, haben wir in der Abbildung 11 wiederum die Durchschnitte der Investoren berechnet. Es können folgende Schlussfolgerungen getroffen werden:

- Das Risiko eines Fremdwährungsportfolios war tiefer als das Risiko von Inlandaktien. Der Diversifikationseffekt überwog den Fremdwährungseffekt.
- Mit einer Währungsabsicherung konnte das Risiko eines Portfolios weiter reduziert werden.

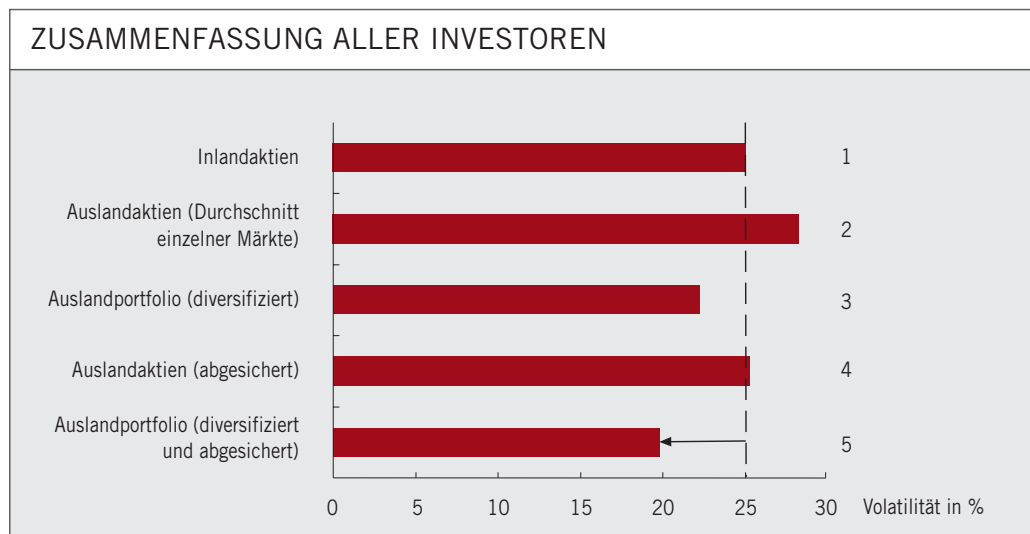


Abbildung 11
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

Der Blick auf das 20. Jahrhundert

Auch bei Aktien wollen wir auf das vergangene Jahrhundert zurückblicken. Wie zuvor bei den Obligationen betrachten wir aus Schweizer Optik den schweizerischen, deutschen und japanischen Markt abgesichert und -ungesichert. Der Einfluss der Währungen war bei Aktien nicht so dramatisch wie bei Obligationen. Trotzdem sind Parallelen zu den Obligationen erkennbar: Die Währungsabsicherung hätte den Schweizer Investor im japanischen Markt vor einem Wertzerfall bewahrt, in Deutschland erlitt er aber 1948 ebenso einen Totalverlust auf den abgesicherten Aktien wie bei den Obligationen. Hierfür gilt dieselbe Argumentation wie bei den Obligationen.

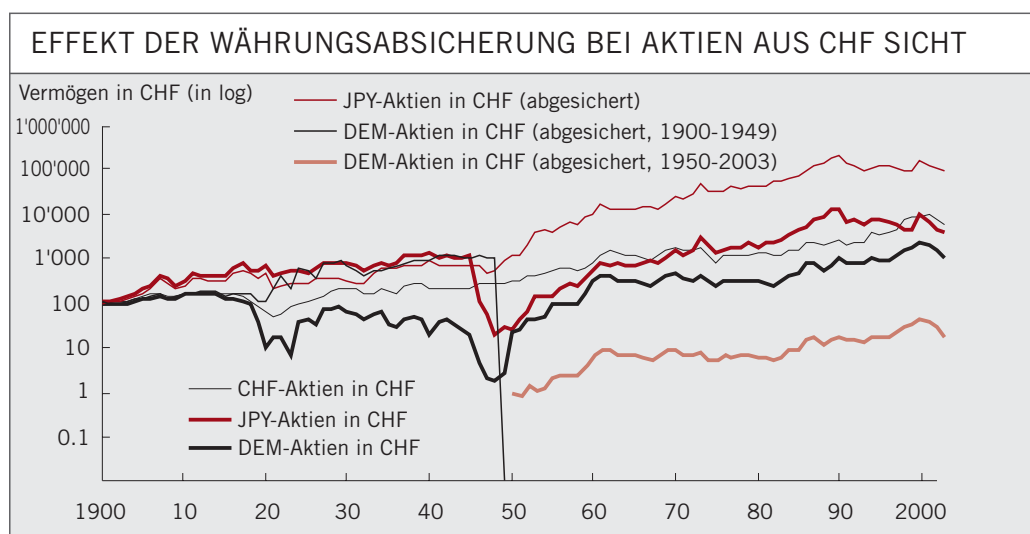


Abbildung 12
Quelle: Vgl. Anhang (indexiert: 1900 = 100, Periode 1900 – 2003)

In der Anlageperiode ab 1950 resultierten für den Schweizer Investor aus abgesicherten und -ungesicherten Auslandsinvestitionen ähnliche Ergebnisse.

Der Gesamtportfoliokontext

Bisher haben wir reine Aktien- beziehungsweise Obligationenanlagen betrachtet. Welches sind nun die Implikationen im Gesamtportfoliokontext; wenn wir also Aktien- und Obligationeninvestitionen in einem Portfolio zusammenfassen?

Schweizer Investor investiert ins Ausland

Investierte ein Schweizer Investor ins Ausland musste er damit rechnen, dass das Risiko zunahm. Wie zu erwarten war, stieg das Risiko eines international diversifizierten Portfolios (globales Portfolio) im Vergleich zum Inlandportfolio vor allem dann stark an, wenn der Anteil an Obligationen gross war. Je höher der Anteil an Aktien im Portfolio war, desto geringer fiel der Unterschied zum Inlandportfolio aus. So war das Risiko des globalen Portfolios mit 80 Prozent Aktien- und 20 Prozent Obligationenanteil für einen Schweizer praktisch identisch mit demjenigen des Inlandportfolios (vgl. Abbildung 13).

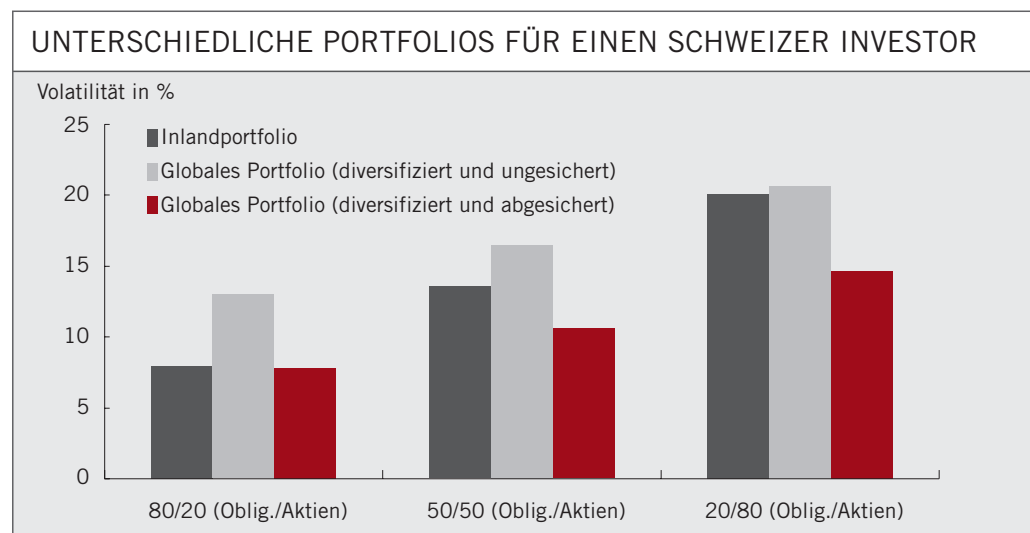


Abbildung 13
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

Abbildung 13 bestätigt unsere bisherige Erkenntnis, dass ein globales Portfolio mit Währungsabsicherung ein tieferes Risiko als die reine Inlandanlage aufweist. Dies trifft sowohl für einen Schweizer Investor wie auch für den Durchschnitt aller Investoren zu (vgl. Abbildung 14).

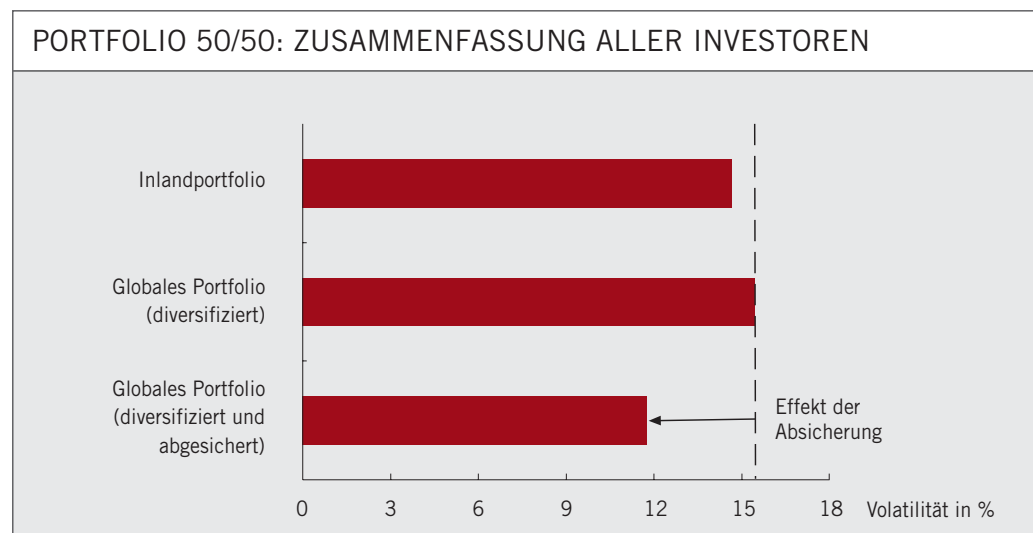


Abbildung 14
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

SCHLUSSFOLGERUNGEN

- Der Vorteil der Währungsabsicherung ist bei Obligationen stärker ausgeprägt als bei Aktien.
- Eine Währungsabsicherung reduziert das Portfoliorisiko substantiell.
- Ein globales Portfolio mit Währungsabsicherung kann als Substitut für Inlandanlagen betrachtet werden.

Währungsabsicherung – eine Frage des Masses

Eine internationale Diversifikation mit Währungsabsicherung bringt dem Investor aus Risikogesichtspunkten verschiedene Vorteile. Allerdings haben wir insbesondere bei Aktien festgestellt, dass die tatsächliche Währungsexposition nicht à priori klar ist. Somit stellt sich die Frage, wie viel einer (ausländischen) Investition abgesichert werden soll. Oder mit anderen Worten: wie hoch ist der optimale Absicherungsgrad („hedge ratio“)?

Bisher waren die Obligationen- und Aktieninvestitionen entweder überhaupt nicht oder vollständig abgesichert. In der Folge untersuchen wir den Effekt unterschiedlicher hedge ratios.

Effekt von unterschiedlichen Absicherungsgraden

Ein international diversifiziertes, nicht abgesichertes Obligationenportfolio wies aus CHF- Sicht eine Volatilität von 11.43 % aus (hedge ratio von 0 %). Bei vollständiger Absicherung (hedge ratio von 100 %) betrug die Volatilität desselben Portfolios 7.45 %. Mit der schrittweisen Erhöhung der hedge ratio sank erwartungsgemäss das Risiko des Portfolios. Mit zunehmendem Absicherungsgrad wurde die erreichte Risikoreduktion jedoch immer geringer, und ab einem gewissen Niveau führte eine zusätzliche Absicherung sogar zu einer Erhöhung des Portfoliorisikos. Dies bedeutet, dass aus einer Währungsabsicherung über dem optimalen Absicherungsgrad eine Erhöhung des Portfoliorisikos resultiert (vgl. Abbildung 15).

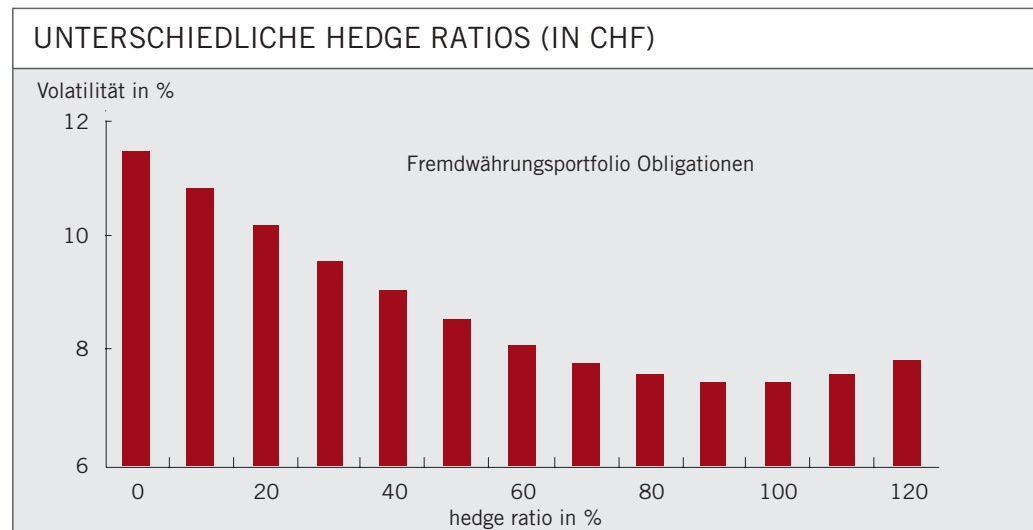


Abbildung 15
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

In dieser Abbildung sehen wir wiederum nur die Sichtweise eines Schweizer Investors. Generellere Aussagen können aus einer Zusammenfassung sämtlicher Investoren abgeleitet werden (vgl. Abbildung 16).

UNTERSCHIEDLICHE HEDGE RATIOS ÜBER ALLE BASISWÄHRUNGEN						
Absicherungsgrad in %	Risiko in %	Obligationen		Risiko in %	Aktien	
		Risikoreduktion in % relativ	kumuliert		Risikoreduktion in % relativ	kumuliert
0	12.3			22.3		
25	10.3	16.7	16.7	21.2	4.7	4.7
50	8.6	16.6	33.3	20.4	3.7	8.4
75	7.5	12.7	46.0	20.0	2.3	10.7
100	7.3	2.8	48.9	19.8	0.7	11.4

Abbildung 16
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

Das Risiko konnte bei Obligationen mit steigender hedge ratio substantiell reduziert werden. Wurde die hedge ratio beispielsweise von 0 auf 25 Prozent erhöht, reduzierte sich das Risiko des Obligationenportfolios um 16.69 Prozent. Dementsprechend sind ausländische Obligationen im Durchschnitt mindestens zu 75 % abzusichern. Die relativ geringe Risikoreduktion von 2.8 Prozent (bei einer Erhöhung der hedge ratio von 75 % auf 100 %) kann dadurch erklärt werden, dass ein Teil des Risikos bereits durch die Währungsdiversifikation im Portfolio kompensiert wurde (Korrelation zwischen den Währungen).

Unterschiedliche hedge ratios bei Aktien

Auch für Aktien scheint eine Absicherung sinnvoll, da mit steigender hedge ratio die Volatilität sukzessive gesenkt werden konnte. Die relativen Risikoreduktionen fielen im Vergleich zu den Obligationen jedoch wesentlich geringer aus. Im Gegensatz zu Obligationen ist der optimale Absicherungsgrad bei Aktien somit nicht eindeutig.

Dieses Phänomen kommt in der Abbildung 17 zum Vorschein. Aus der Sicht eines Schweizer Investors erschien es lohnenswert, bei Aktien die Währung zu 100 Prozent abzusichern.

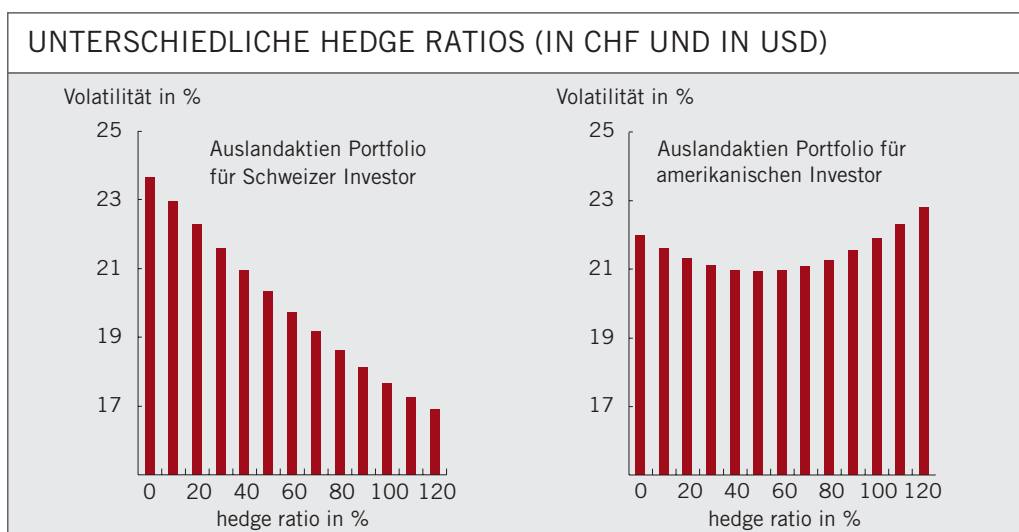


Abbildung 17
Quelle: Eigene Berechnungen (Periode 1973 – 2003)

Ganz anders präsentierte sich die Situation für den amerikanischen Investor. Eine Währungsabsicherung führte nur zu einer marginalen Risikoreduktion, und bereits bei einer hedge ratio von 50 % begann das Risiko wieder zuzunehmen.

Die Resultate scheinen zu bestätigen, dass unabhängig von der jeweiligen optimalen hedge ratio das Risiko bei einem „overhedging“ zunimmt. Dabei spielt es keine Rolle, ob dies eine Folge des aktiven Managements oder der Unkenntnis über die optimale hedge ratio ist.

Alternative Anlagen Welche Überlegungen müssen bei alternativen Anlagen hinsichtlich Währungsabsicherung gemacht werden?

Allgemeine Aussagen lassen sich aus verschiedenen Gründen nicht machen. Deshalb ist die Währungsabsicherung für spezifische Auslandsinvestition von alternativen Anlagen individuell zu prüfen.

Hedge Funds Bei Hedge Funds weisen die verschiedenen Strategien unterschiedliche Charakteristiken auf – von expliziten Aktienrisiken (Macro Funds) bis zu eher Geldmarkt ähnlichen Strategien (beispielsweise absolut return, long / short etc.). Da die meisten Hedge Funds in USD denominiert sind beziehungsweise verwaltet werden, steht vor allem die Absicherung des USD im Vordergrund.

Private Equity Bei Private Equities stellen sich ähnliche Fragen wie bei Aktien - allerdings ist aufgrund der geringeren Preistransparenz und Verfügbarkeit eine abschliessende Aussage kaum möglich.

Immobilien Bei den Immobilien gilt es zwischen den Anlagevehikeln „Direktinvestitionen“, „Funds“ oder „Stiftungen“ und „Immobilienaktien“ (z. B. Reits) zu differenzieren. Grundsätzlich reflektieren Immobilien einerseits die Entwicklung der Realwirtschaft, ähnlich wie bei Aktien (Sachwerte). Andererseits können aufgrund von teilweise vordefinierten Zahlungsflüssen (Hypotheken oder Mieten) den Obligationen ähnliche Eigenschaften identifiziert werden.

Eine abschliessende Beurteilung einer potenziellen Währungsabsicherung von Auslandsinvestitionen in alternative Anlagekategorien ist aus diesen Gründen nicht möglich.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

- Bei Obligationen ist eine Währungsabsicherung zwischen 75% und 100% sinnvoll.
- Bei Aktien ist eine Währungsabsicherung ebenfalls sinnvoll, die optimale hedge ratio jedoch nicht eindeutig.
- Eine Absicherung über den optimalen Absicherungsgrad hinaus führt zu einer Erhöhung des Portfoliorisikos.

Währungsrisiko – 10 Goldene Regeln

- **Währungsrisiko ist zu vermeiden**
Da das Währungsrisiko im Durchschnitt nicht oder nur marginal mit höherem Ertrag entschädigt wird, stellt es „schlechtes“ Risiko dar und ist zu vermeiden.
- **Währungsrisiko ist dominant**
Das Währungsrisiko ist für einen grossen Anteil der gesamten Volatilität eines international diversifizierten Portfolios verantwortlich.
- **Währungsrisiko ist spezifisch**
Bei Fremdwährungsobligationen ist die gesamte Investition dem Währungsrisiko ausgesetzt, währenddessen die Währungsexposition bei Aktien wesentlich geringer ausfällt. Eine Währungsabsicherung bei alternativen Anlagen ist individuell zu beurteilen.
- **Währungsabsicherung reduziert das Risiko**
Bei sämtlichen Anlagekategorien als auch bei Portfolios kann das Risiko mit Hilfe der Währungsabsicherung substanziell reduziert werden.
- **Währungsabsicherung schützt bei Extremereignissen**
Eine konsequente Währungsabsicherung schützt selbst bei Extremereignissen wie Kriegen. Allerdings bewahrte eine Absicherung in einem Einzelfall (Währungsreform in Deutschland) nicht vor einem Totalverlust.
- **Währungsabsicherung kann kontraproduktiv sein**
Der exakte Absicherungsgrad ist vor allem bei Aktien nicht bekannt. Eine Absicherung über den optimalen Absicherungsgrad hinaus führt unweigerlich zu einer Erhöhung des Risikos.
- **Währungsabsicherung: Substitution von inländischen Anlagen?**
Sowohl bei Aktien wie auch bei Obligationen weisen abgesicherte, international diversifizierte Portfolios ein geringeres Risiko auf als einheimische Anlagen. Somit können solche Portfolios als Substitut für inländische Anlagen betrachtet werden.
- **Währungsabsicherung: Lösung für den „home bias“?**
Durch die Substitution inländischer Anlagen können weitere versteckte Risiken wie das Klumpenrisiko im einheimischen Aktienmarkt oder das Liquiditätsproblem bei Obligationen umgangen werden.
- **Währungsabsicherung: Implikationen auf die strategische Vermögensallokation**
Die erreichte Risikoreduktion aufgrund der Währungsabsicherung kann durch andere „gute“ Risiken kompensiert werden. So könnten alternativ beispielsweise eine Erhöhung der Aktienquote, eine explizitere aktive Vermögensverwaltung oder nicht-traditionelle Anlagekategorien in Betracht gezogen werden.
- **Währungsabsicherung als strategische Notwendigkeit!**
Die Währungsabsicherung muss auf strategischer Ebene berücksichtigt werden und beeinflusst die gesamte Definition der strategischen Vermögensallokation.

KONKLUSION

Nachfolgend sind die Ergebnisse und Konklusionen tabellarisch zusammengefasst.

	RISIKOREDUKTION DURCH WÄHRUNGS- ABSICHERUNG ¹⁾	EMPFOHLENE ABSICHERUNG	ABSICHERUNGSGRAD (IN %)
Inländische Obligationen	—	nein	—
Fremdwährungs- obligationen	***	ja	70 – 100
Inländische Aktien	*	nein	—
Ausländische Aktien	**	ja	30 – 80
Hedge Funds	* / ***	nein / ja	30 – 80
Private Equities	*	nein / ja	30 – 80
Ausländische Immobilien	**	nein / ja	30 – 80

¹⁾ Potenzial der Risikoreduktion durch eine Währungsabsicherung
— = keine / * = gering / ** = mittel / *** = hoch

IMPLIKATIONEN AUF DIE ANLAGESTRATEGIE			
Inländische Obligationen	↓	Reduktion zu Gunsten „Fremdwährungsobligationen“	} ↓ Reduktion des Obligationenanteils zu Gunsten - alternative Anlagekategorien (tiefe Korrelation) - Aktien und alternative Anlagekategorien (Substitution „schlechter“ durch „gute“ Risiken)
Fremdwährungsobligationen	↑	Erhöhung zu Lasten „Inländische Obligationen“	
Inländische Aktien	↓	Reduktion zu Gunsten „Ausländische Aktien“	} ↑↓ Einerseits Erhöhung des Aktienanteils zu Lasten der Obligationen und andererseits Reduktion des Aktienanteils zu Gunsten alternativer Anlagekategorien
Ausländische Aktien	↑	Erhöhung zu Lasten „Inländische Aktien“	
Hedge Funds	↑	Eventuell Währungsabsicherung (je nach Stilrichtung) und Erhöhung des Anteils Hedge Funds zu Lasten von a) Aktien (höhere Risikoprämie) b) Obligationen (tiefere Korrelation)	
Private Equities	↑	Eventuell Währungsabsicherung (je nach Anlagehorizont) und Erhöhung des Anteils Private Equities zu Lasten der Aktien	
Ausländische Immobilien	↑	Eventuell Währungsabsicherung (je nach Anlagehorizont) und Erhöhung des Immobilienanteils zu Lasten der Aktien	

Anhang

Für die Berechnungen wurden folgende Daten verwendet:

Geldmarkt

MARKT	PERIODE	INDEX
Schweiz	1973-1977	DataStream Switzerland Euro-FRC3 Month
	1978-2003	Citigroup 3 Mo Sfr EuroDep TR
	1973-1977	IMF Germany Money Market TR
	1978-1998	Citigroup Germany 3 Mo BnkDep TR
	1999-2003	Citigroup 3 Mo Euro EuroDep TR
USA	1973-1977	U.S. 30 Day Tbill TR
	1978-2003	Citigroup 3 Mo US\$ EuroDep TR
England	1973-1977	IMF U.K TBill TR
	1978-2003	Citigroup 3 Mo Stl EuroDep TR
Japan	1973-1978	IMF Japan Money Market TR
	1979-2003	Citigroup 3 Mo Yen EuroDep TR

Obligationen

Schweiz	1973-1984	IMF Switzerland LT Gvt TR
	1985-2003	Citigroup Switzerland 1 + Yr Gvt TR
	1973-1984	IMF Germany LT Gvt TR
	1985-1985	Citigroup Germany 1 + Yr Gvt TR
	1986-2003	JPM Germany 1 + Yr Gvt TR
USA	1973-1984	U.S. LT Gvt TR
	1985-1985	Citigroup U.S. 1 + Yr Gvt TR
	1986-2003	JPM U.S. 1 + Yr Gvt TR
England	1973-1984	IMF U.K. LT Gvt TR
	1985-1985	Citigroup U.K. 1 + Yr Gvt TR
	1986-2003	JPM U.K. 1 + Yr Gvt TR
Japan	1973-1984	IMF Japan LT Gvt TR
	1985-1985	Citigroup Japan 1 + Yr Gvt TR
	1986-2003	JPM Japan 1 + Yr Gvt TR

Aktien

Schweiz	1973-2003	MSCI Switzerland TR
Deutschland	1973-2003	MSCI Germany TR
USA	1973-2003	MSCI U.S. TR
England	1973-2003	MSCI U.K. TR
Japan	1973-2003	MSCI Japan TR

Langfristige Datenreihen

Schweiz	1900-2003	Dimson-Marsh-Staunton Global Returns Real Data.
Deutschland		
USA		
England		
Japan		

Methodik

Den Analysen liegen einfache jährliche Renditen zugrunde:

$$r_t = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

Die ausgewiesenen Renditen entsprechen dem geometrischen Mittel der Renditen, während das Risiko der arithmetischen Standardabweichung entspricht.

Das Fremdwährungsportfolio ist auf Basis einer „buy-and-hold“ Strategie gebildet worden. Der Ausgangspunkt bildet ein gleichgewichtetes Portfolio der jeweils vier ausländischen Märkte.

Die untenstehende Formel diene zur Berechnung der abgesicherten Renditen (exemplarisch für einen Schweizer Investor, der in den amerikanischen Markt investiert hat):

$$\rho_t^{USA} = r_t^{USA} - hr * r_t^{USD} + hr * r_t^{CHF}$$

ρ_t^{USA} entspricht der abgesicherten Rendite einer amerikanischen Anlage, umgerechnet in CHF, r_t^{USA} ist die Rendite einer ungesicherten amerikanischen Anlage in CHF, r_t^{USD} entspricht der Rendite des amerikanischen Geldmarktes umgerechnet in CHF, r_t^{CHF} steht für die Rendite im Schweizer Geldmarkt. Die hedge ratio „hr“ kann einen Wert zwischen 0 und 1 annehmen, was einem Absicherungsgrad zwischen 0% und 100% entspricht.

Literaturverzeichnis

Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M., 2002. Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns. Princeton University Press.

Flury, T., 2001. Fremdwährungsanlagen sinnvoll absichern: Vergleich für Aktien- und Obligationenmärkte. Neue Zürcher Zeitung, 4.09.2001, 33 (Nr. 204).

Froot, K. A., Thaler R. H., 1990. Anomalies. Foreign Exchange. Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, Summer 1990, 179-192.

Froot, K., 1993. Currency hedging over long horizons. NBER working paper no. 4355.

Global Investor, 1996. The Case for Currency Overlay. Global Investor, February 1996.

Häfliger, T., Wälchli, U., Wydler, D., 2003. Hedging currency risk: Does it have to be so complicated? Unpublished working paper. University of Bern, Switzerland.

Solnik, B., 1998. Global Asset Management: To hedge or not to hedge – a question that cannot be ignored. The Journal of Portfolio Management, Summer 1998, 43-51.

Wydler, D., 2000. Risiko oder Diversifikationspotenzial? Fremdwährungsanlagen richtig in die Strategie einbinden. Neue Zürcher Zeitung, 23.09.2000, 29 (Nr. 222).

PICTET & CIE

Genf
29, boulevard Georges-Favon
CH-1204 Genf

Jean Benetti
Tel. +41 (0) 58 323 2060
Fax +41 (0) 58 323 2052

Zürich
Bärengasse 25
CH-8001 Zürich

Thomas Häfliger
Tel. +41 (0) 58 323 7888
Fax +41 (0) 58 323 7750

