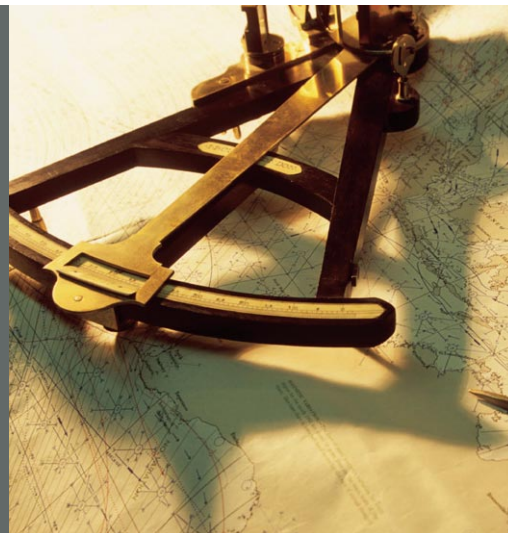


Regimewechsel

Währungsabsicherung als strategische Notwendigkeit
Zusammenfassung*

J. Benetti, Th. Häfliger, Ph. Valta

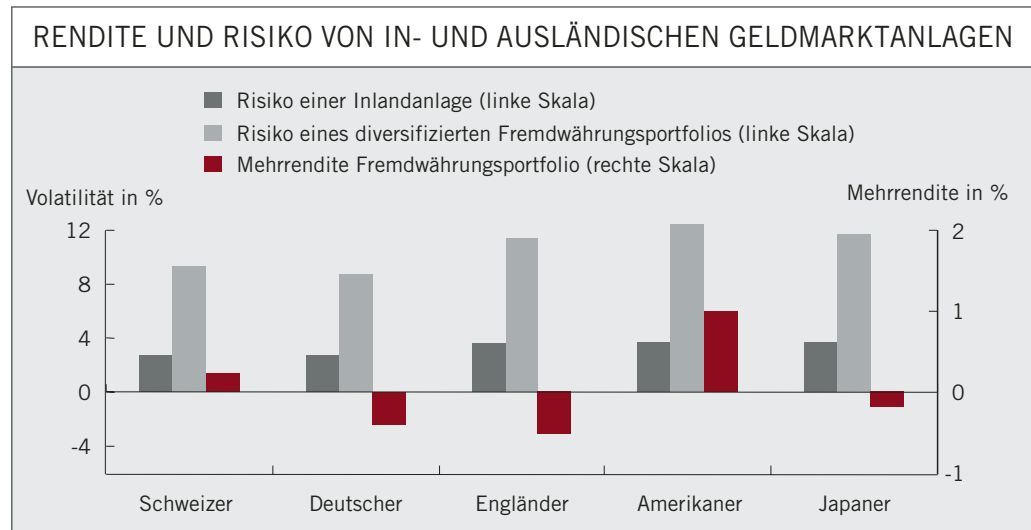


Fremdwährungsanlagen nehmen in der modernen Vermögensverwaltung eine zentrale Rolle ein. Mit diesen Investitionen ist aber unweigerlich ein Währungsrisiko verbunden. Jeder Investor muss sich deshalb die Frage stellen: Lohnt es sich, dieses Risiko einzugehen?

Die Beantwortung dieser Frage hat nicht nur Implikationen auf die Fremdwährungsanlagen selber, sondern beeinflusst die Definition der strategischen Vermögensallokation – eine der wichtigsten Herausforderungen der Zukunft.

Bedeutung des Währungsrisikos

Die Bedeutung des Währungsrisikos lässt sich anhand von Geldmarktinvestitionen erkennen. Seit 1972, als das System der fixen Wechselkurse aufgehoben wurde, sind ausländische Geldmarktanlagen für sämtliche Investoren mit substantiell höherem Risiko verbunden, als die entsprechenden Inlandanlagen. Gegenüber diesem höheren Risiko wurden die Investoren aber mit keiner angemessenen Mehrrendite entschädigt (vgl. Abbildung).



Währungsrisiko ist dominant

Das Währungsrisiko ist für einen grossen Anteil der gesamten Volatilität von internationalen Investitionen verantwortlich.

Währungsrisiko – ein „schlechtes“ Risiko

Basierend auf empirischen Studien wie auch aufgrund von praktischen Erfahrungen hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass Investitionen in Währungen ein Nullsummenspiel sind. Dies bedeutet, dass das höhere Risiko im Durchschnitt nicht mit einem Mehrertrag entschädigt wird. Demnach stellt das resultierende Währungsrisiko ein „schlechtes“ Risiko dar.

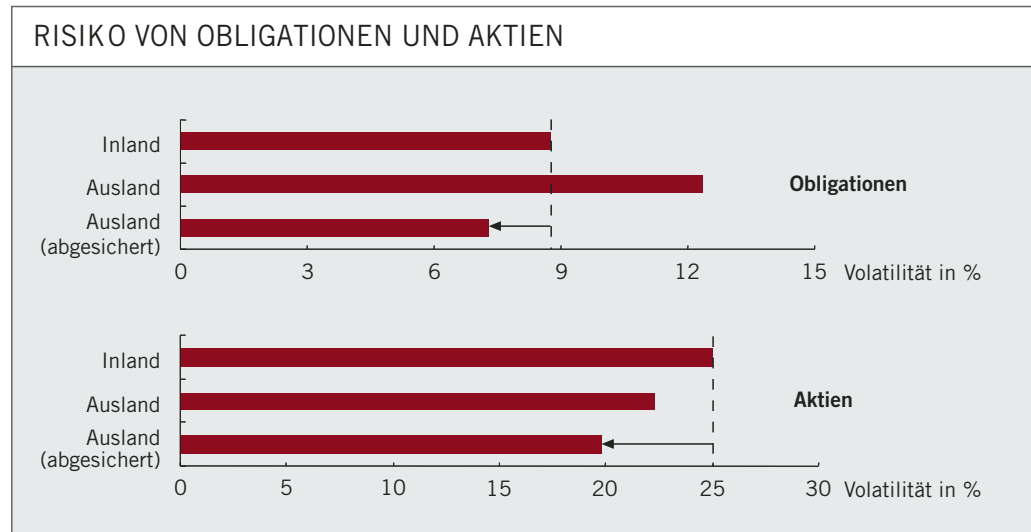
Währungsrisiko ist zu vermeiden

Da das Währungsrisiko im Durchschnitt nicht mit einer Mehrrendite entschädigt wird, ist es grundsätzlich zu vermeiden.

* Die Ergebnisse des vorliegenden Papers basieren auf einer Studie zum Thema „Regimewechsel - Währungsabsicherung als strategische Notwendigkeit/Evidenz aus dem 20. Jahrhundert“.

Währungsabsicherung und Diversifikation bei...

Der Einfluss des Währungsrisikos ist bei Aktien und Obligationen unterschiedlich. In der nachfolgenden Abbildung ist das durchschnittliche Risiko aus der Sicht der wichtigsten Investoren für in- und ausländische Anlagen (mit und ohne Währungsabsicherung) dargestellt.



...Obligationen...

Fremdwährungsobligationen weisen im Durchschnitt trotz Zinsdiversifikation ein höheres Risiko auf als Inlandobligationen. Durch eine konsequente Währungsabsicherung kann das Risiko des Obligationenportfolios aber substanziiell reduziert werden; dieses weist sogar ein tieferes Risiko auf als der Durchschnitt der Inlandobligationen.

...und bei Aktien

Für Aktien kann festgehalten werden, dass bereits das Risiko des Auslandportfolios tiefer ist als das Risiko von Inlandaktien, und dass das Risiko des Portfolios durch eine Währungsabsicherung weiter reduziert werden kann.

Konklusionen aus der Währungsabsicherung

Währungsabsicherung reduziert das Risiko

Bei beiden Anlagekategorien kann das Risiko durch eine Währungsabsicherung substanziiell reduziert werden.

Währungsabsicherung: Substitution von inländischen Anlagen?

Sowohl bei Aktien wie auch bei Obligationen weisen abgesicherte Auslandportfolios ein geringeres Risiko auf als einheimische Anlagen. Solche Portfolios können 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, das Liquiditätsproblem bei Obligationen usw. umgangen werden.

Währungsabsicherung – eine Frage des Masses

Eine internationale Diversifikation mit Währungsabsicherung bringt dem Investor einen Mehrwert. Allerdings ist die tatsächliche Währungsexposition insbesondere bei Aktien nicht à priori klar. Somit stellt sich die Frage, wie hoch der optimale Absicherungsgrad sein sollte?

Absicherungsgrad bei Obligationen...

Aus der nachfolgenden Tabelle wird deutlich, dass Fremdwährungsobligationen im Durchschnitt zwischen 75 % und 100 % abzusichern sind.

UNTERSCHIEDLICHER ABSICHERUNGSGRAD BEI AUSLANDPORTFOLIOS						
Absicherungsgrad in %	Risiko in %	Obligationen		Risiko in %	Aktien	
		Risikoreduktion in % relativ	Risikoreduktion in % kumuliert		Risikoreduktion in % relativ	Risikoreduktion in % 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

... und bei Aktien

Auch für Aktien ist eine Absicherung sinnvoll. Die Risikoreduktion fällt im Vergleich mit den Obligationen jedoch wesentlich geringer aus.

Währungsrisiko ist spezifisch

Bei Fremdwährungsobligationen ist der Anteil des Währungsrisikos höher als bei Aktien.

Es ist zu beachten, dass eine übermäßige Absicherung zu einer Erhöhung des Portfoliorisikos führt. So war es beispielsweise für einen amerikanischen Investor in der betrachteten Zeitperiode kontraproduktiv, wenn er sein Auslandportfolio vollständig abgesichert hätte. Eine Währungsabsicherung führte bereits ab einem Absicherungsgrad von 50 % zu einer Erhöhung des Gesamtrisikos.

Währungsabsicherung kann kontraproduktiv sein

Eine Absicherung über den optimalen Absicherungsgrad hinaus führt unweigerlich zu einer Erhöhung des Risikos.

Diese Ergebnisse haben wichtige Implikationen auf die strategische Vermögensallokation.

Währungsrisiko – ein Thema von strategischer Relevanz

Das Währungsrisiko darf 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 Inlands- vs. Auslandsquote etc.

Währungsabsicherung als strategische Notwendigkeit!

Die Währungsabsicherung muss auf strategischer Ebene berücksichtigt werden und beeinflusst die gesamte Definition der strategischen Vermögensallokation.

Währungsabsicherung:

Implikationen auf die strategische Vermögensallokation

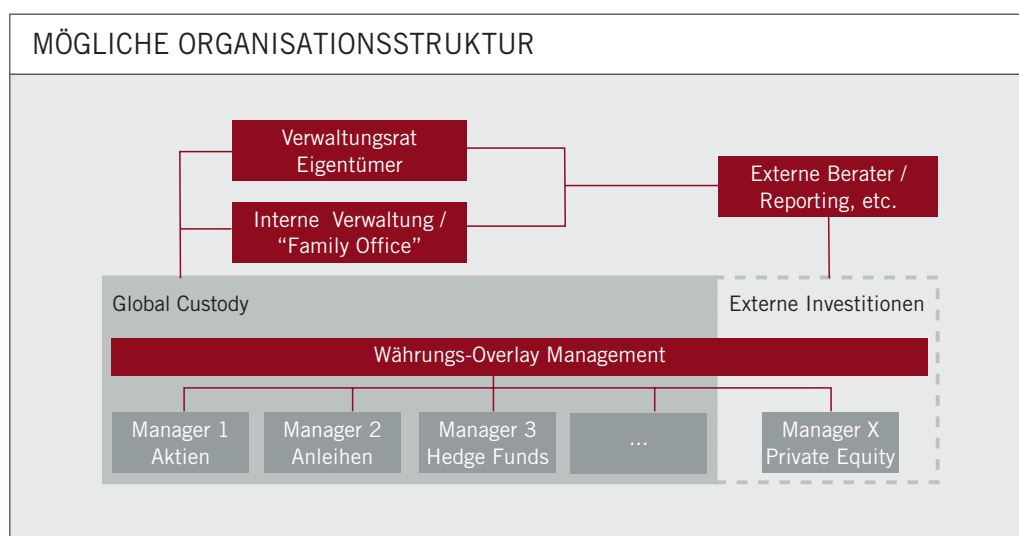
Die erreichte Risikoreduktion kann durch „gutes“ Risiko kompensiert werden. So könnten alternativ beispielsweise eine Erhöhung der Aktienquote, eine explizitere aktive Vermögensverwaltung, nicht-traditionelle Anlagekategorien usw. in Betracht gezogen werden.

DIE UMSETZUNG DER WÄHRUNGSABSICHERUNG

Grundsätzlich kann die Umsetzung erfolgen, indem die Absicherung einerseits innerhalb eines Mandates, oder andererseits durch ein unabhängiges, zentrales Overlay Management realisiert wird.

Währungs-Overlay Management

Beim Währungs-Overlay Management werden Währungen als eine separate Anlagekategorie betrachtet und über verschiedene Anlagekategorien und Vermögensverwalter hinweg verwaltet. Als Voraussetzung dafür gilt eine konsolidierte Administration und Transaktionsabwicklung sowie ein konsolidiertes Monitoring, Risk Management und Reporting. Die folgende Darstellung zeigt eine mögliche Organisationsstruktur, welche diese Bereiche abdeckt.



Vorteile des Overlay Managements

Die Vorteile eines zentralisierten Overlay Management sind

- konsistentes Währungsmanagement über das gesamte Portfolio
- hohe Flexibilität
- wirkungsvolles Controlling und
- geringere Handelskosten (grosse Volumina und Spezialisierung)

Administrative Aspekte

Auf administrativer Ebene bedarf es eines Global Custodians, eines adäquaten Reportings zur Messung des Anlageergebnisses (Performance Contribution and Attribution), ein Asset Management Tool und Monitoring zur Identifikation der Währungsexpositionen, sowie Controlling und Compliance zur wirkungsvollen Überwachung und Steuerung.

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 „Fremdwährungs-obligationen“	} ↓ Reduktion des Obligationenanteils zu Gunsten - alternative Anlagekategorien (tiefe Korrelation) - Aktien und alternative Anlagekategorien (Substitution „schlechter“ durch „gute“ Risiken)
Fremdwährungs-obligationen	↑	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	

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

