

Starker Schweizer Franken

Drei Möglichkeiten, das Währungsrisiko zu steuern

Der Schweizer Franken ist eine starke Währung – dies ist uns allen spätestens nach Aufhebung der Wechselkursbindung an den Euro bewusst. Bei der Frage der Absicherung von Währungsrisiken ist zu beachten, dass eine Abwertung des Frankens für Investoren mit Währungsabsicherung teuer werden kann.

IN KÜRZE

Währungsrisiken können mit Termingeschäften abgesichert werden. Eine konstante, volle Absicherung kann aber je nach Entwicklung des Frankens einen hohen Preis haben.

Was bedeuten Währungsveränderungen für einen internationalen Anleger, und wie lässt sich das damit verbundene Risiko steuern? Im letzten Jahrzehnt hat der Franken gegenüber fast jeder wichtigen Währung aufgewertet, gegenüber dem US-Dollar um 30 Prozent und gegenüber dem Euro um 45 Prozent. Für einen international investierten Anleger bedeutet dies, dass der entsprechende Portfolioteil in Franken erheblich weniger wert ist. Aber es kann auch anders kommen, wie das Jahr 2014 gezeigt hat: Der Dollar hat in diesem Jahr gegenüber dem Franken um 11 Prozent aufgewertet. Dadurch hat das Dollar-Portfolio des Anlegers in Franken an Wert gewonnen.

Fakt ist, dass ein Schweizer Anleger mit internationalen Investments ein implizites Währungsrisiko trägt. Der Ertrag in der Heimatwährung besteht im Wesentlichen aus zwei Komponenten: erstens aus der Marktbewegung des Portfolios in lokaler Währung zuzüglich Erträgen wie Dividenden und Zinszahlungen (Basiswert) und zweitens aus der Währungsbeziehung im Vergleich zum Heimatmarkt. Durch die intensiven Wechselkurschwankungen der letzten Jahre rückte gerade bei Schweizer Pensionskassen die Frage in den Fokus, wie sie ihre Wechselkursrisiken effektiv steuern sollen.

Zwei Ansätze – mit unerwünschten Nebeneffekten

Die erste Möglichkeit des Anlegers besteht darin, Währungen ungesichert zu lassen und die Schwankungen hinzunehmen – der Euro wird stärker, der Portfoliowert in Franken steigt und vice

versa. Gerade vielen Obligationeninvestoren ist diese Volatilität aus der Währung zu hoch, sie dominiert gar die Obligationenperformance. Daher nutzen sie die zweite Möglichkeit und sichern die Währung passiv ab. Hierzu wird eine fixe Sicherungsquote – oft 100 Prozent – definiert und konstant beibehalten.

Umsetzung

Am einfachsten lassen sich Währungsschwankungen mittels Devisentermingeschäften (DTG) absichern. Dabei wird über einen Forward die Fremdwährung auf Termin verkauft und die Heimatwährung gekauft. Der Marktwert dieses Forwards entwickelt sich gegenläufig zur Währungsbewegung. Wertet die Fremdwährungsposition im Portfolio ab, gewinnt das DTG spiegelbildlich an Wert und umgekehrt. Am Ende der Laufzeit des DTG wird der aufgebaute Marktwert ausgeglichen. Der Sicherungsnehmer bekommt seinen Währungsverlust im Basiswert ausgeglichen (Grafik 1) oder muss bei einer Fremdwährungsaufwertung Liquidität bereitstellen, um den negativen Marktwert des DTG auszugleichen (Grafik 2).

Durch die massive Aufwertung des Frankens standen in der Vergangenheit diejenigen, die eine 100-prozentige statische Sicherung aufgebaut hatten, meistens auf der richtigen Seite. Allerdings ist diese Absicherung 2014 vielen Dollar-Investoren teuer zu stehen gekommen.

Kosten

Die DTG-Kosten entsprechen der Zinsdifferenz zwischen der Fremd- und



Holger Bang, CFA
Team Head Overlay
Portfolio Management,
BERENBERG



Rüdiger Zeppenfeld
Business Development
Schweiz,
BERENBERG

der Heimatwährung. Eine Sicherung kostet, wenn die ausländische Währung höher verzinst ist als die Heimatwährung, und vice versa. Das führt etwa bei einer statischen Sicherung von Emerging-Market-Währungen zu hohen Kosten, da der Zinsvorteil unabhängig von der Währungsentwicklung verloren geht.

Welche Wahl der Investor auch trifft, passive Sicherung mittels DTG oder die Fremdwährung ungesichert zu lassen, er wird immer einem Risiko gegenüberstehen. Ungesichert ist er dem reinen Marktrisiko, also potenziellen Verlusten aus einer Abwertung der Fremdwährung ausgesetzt. Bei einer statischen Siche-

rung und aufwertender Fremdwährung führt der Ausgleich des DTG zu einem Liquiditätsabfluss und gegebenenfalls -risiko.

Das Beste aus zwei Welten

Rein technisch wäre die ideale Umsetzung der Kauf einer Put-Option. Der Investor zahlt für den Erwerb eine Versicherungspremie. Wertet die Fremdwährungsposition ab, gewinnt die Option an Wert und schützt das Portfolio vor Verlusten. Bei einer Aufwertung der Fremdwährung kann der Sicherungsnehmer voll partizipieren und der Verlust ist auf die Premie der Option beschränkt. Im

Gegensatz zur statischen Sicherung erhält der Kunde ein asymmetrisches Risikoprofil. Allerdings hat dieser Ansatz seinen Preis: Die Kosten für die Premie sind hoch.

Daher erfreuen sich aktive Steuerungsansätze zunehmender Nachfrage. Bei aktiven Ansätzen wird in Phasen abwertender Fremdwährungen Sicherung auf- und in Phasen steigender Fremdwährungen Sicherung abgebaut. Dadurch werden Liquiditätsrisiken aus dem Sicherungsinstrument während der Aufwertungsphasen verringert und die Partizipation an steigenden Notierungen ermöglicht. Die aktive Steuerung der Sicherungsquote entsprechend der Marktbewegung erzeugt ein asymmetrisches Risikoprofil, ähnlich dem einer Option. In Seitwartsmarkten wird die Sicherung nicht benötigt, wemngleich mit Kosten durch die Absicherung zu rechnen ist, während der Investor durch die Absicherung vor größeren Marktverlusten geschützt ist.

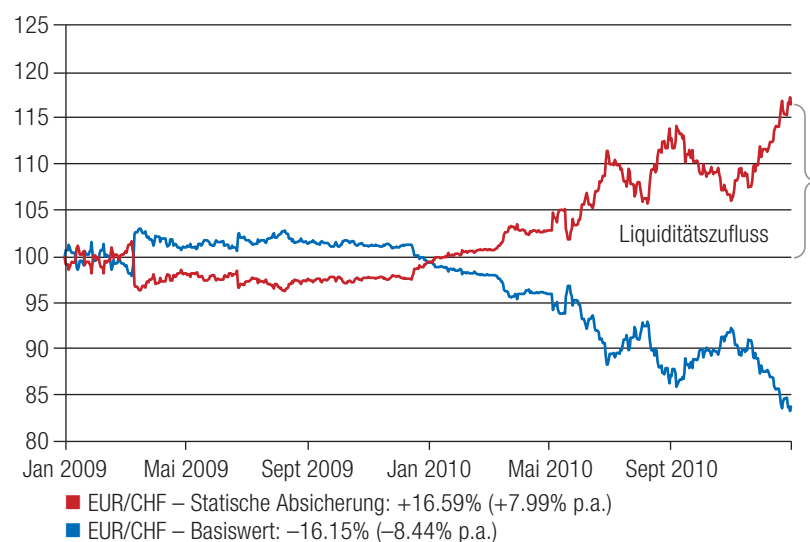
Diskretionar oder quantitativ?

Entscheidend für den Erfolg eines aktiven Wahrungsmanagements ist Markt-timing und Richtungserkennung. Doch wie identifiziert man den Beginn eines Trends und seine potenzielle Richtung? Quantitative trendfolgende Ansätze beantworten diese Frage systematisch, indem sie in ihrer Analyse ausschliesslich den Wechselkurs berücksichtigen und die Signifikanz des Trends bestimmen. Gleichzeitig zeichnen sie sich durch eine konsistente und wiederholbare Entscheidungsarchitektur aus. Zeigt ein Markt einen ähnlichen Verlauf wie in der Vergangenheit und hat der Ansatz den Trend historisch identifiziert, besteht eine hohe Konfidenz, dass der aktuelle Trend ebenfalls erkannt wird.

Trendfolgende Modelle bieten eine klare Kausalität zwischen Marktpreisbewegung und Sicherungswirkung. Diskretionäre Ansätze hingegen können die konsistente und wiederholbare Entscheidungsfindung oft nicht gewährleisten. Fliesen makroökonomische Daten wie etwa Inflation oder internationale Kapitalflüsse in die Entscheidungsfindung ein, besteht die Gefahr, dass die Kausalität zwischen dem Entstehen von Marktrisiko und Sicherungswirkung verloren geht. Wechselkursprognosen sind mit

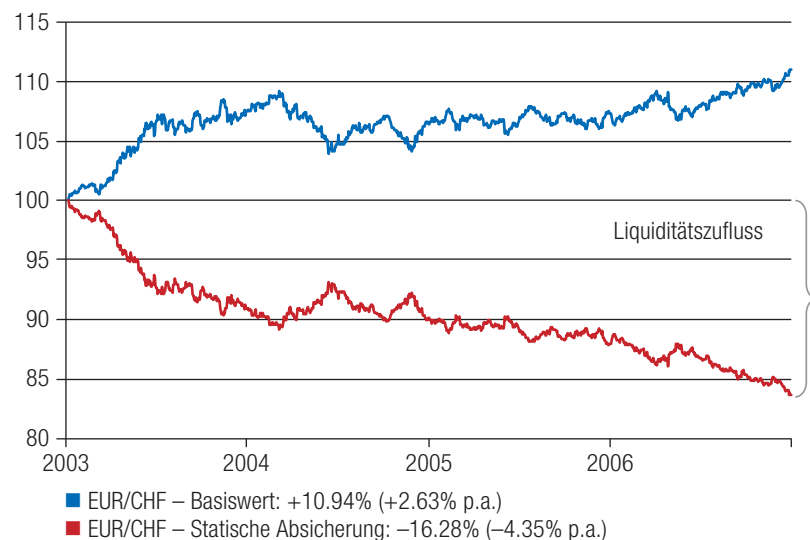
Grafik 1: Performance (01.01.2009–31.12.2010)

Indexierte Performance (100=01.01.2009)



Grafik 2: Performance (01.01.2003–31.12.2006)

Indexierte Performance (100=01.01.2003)



Unsicherheit behaftet und eignen sich nur bedingt für die Steuerung von Risiken. Ebenfalls können makroökonomische Indikatoren externe Schocks, die ausserhalb der ökonomischen Ebene liegen, nur unzureichend verarbeiten und zu starken Bewegungen und somit Risiko führen. Ein Beispiel hierfür ist die Reaktorkatastrophe in Fukushima, die zu deutlichen Verwerfungen am Markt führte.

Resümee

Die Vorteile aktiver und quantitativer Ansätze lassen sich mittels sogenannter Currency-Overlay-Strategien vereinen. Der Sicherungsgrad wird mittels DTG

der Marktentwicklung angepasst und erzeugt eine asymmetrische Sicherungscharakteristik, die im Vergleich zu Optionen bei ähnlicher Sicherungswirkung geringere Kosten verursacht.

Währungen sind zu bedeutsam, als dass man sie im Kontext eines globalen Portfolios unbeachtet lassen könnte. Es kann teuer sein, sie einfach nur statisch zu sichern, zumal man mit der Absicherung auch einen etwaigen Zinsvorteil eliminiert. Dies gilt insbesondere bei Emerging-Markets-Währungen. Dynamische Currency Overlays bieten deutliche Vorteile, da die Sicherung mittels DTG nur im Fall eindeutiger Trends aufgebaut und vorgehalten wird. Diese

dynamische Sicherungsstrategie sollte stets auf die individuelle Risikostruktur des Investors abgestimmt werden, um eine strategische Sicherung der Währungsrisiken effektiv zu gestalten.

Last but not least sind die Zeiten der ständigen Frankenaufwertung voraussichtlich vorbei, und Investoren müssen sich fragen, wie sie das Währungsrisiko in diesem neuen Umfeld am effizientesten in den Griff bekommen. |