



**SCHWEIZER
PERSONAL
VORSORGE**

Zeitschrift für
alle Fragen
der beruflichen
Vorsorge und
der Sozialversicherung

08 · 08

**PREVOYANCE
PROFESSIONNELLE
SUISSE**

La revue pour
tout ce qui touche
au domaine de la
prévoyance
professionnelle et
des assurances sociales

Sammeleinrichtungen
der Versicherer

Institutions collectives
des assureurs

VPS-Umfrage bei Stiftungsräten

Le Prudent Investor Rule: Adaptation au contexte helvétique

Voll absichern, taktisch steuern oder als zusätzliches Risiko akzeptieren?

Währungen im Portfolio

Die starke Abwertung des US-Dollars hat bei vielen Schweizer Pensionskassen schmerzhaft die Bedeutung von Währungsrisiken in Erinnerung gerufen. Es drängt sich die Frage auf, ob eine Pensionskasse Währungsrisiken im Rahmen der vorherrschenden Richtlinien als gegeben hinnehmen oder diese aktiv managen soll.

Viele zur Verfügung stehende Anlagen sind nicht abgesichert in Schweizer Franken (CHF) erhältlich und bergen somit zwei Risiken: zum einen das Marktrisiko der Anlage und zum anderen deren Fremdwährungsrisiko. In vielen Fällen werden diese Risiken jedoch nicht separat betrachtet. Man konzentriert sich ausschliesslich auf das Marktrisiko und nimmt das Währungsrisiko als gegeben hin. Doch eigentlich sind dies zwei grundverschiedene Entscheidungen, die getrennt gefällt werden sollen.

Fremdwährungsrisiko bei Anleihen und Aktien

Nach der Theorie der Kaufkraftparität werden unterschiedliche Inflationsraten durch Anpassung des Wechselkurses kompensiert. Unterschiedliche Realzinsen führen hingegen zu unterschiedlichen Renditen. Aus diesem Grund scheinen Fremdwährungsanlagen wegen der höheren Realzinsen attraktiv. Empirisch gesehen dauert der Anpassungsprozess der Währungen jedoch sehr lange.

So datiert der vorletzte Dollartiefstand aus dem Jahr 1995 und der letzte Höchststand aus dem Jahr 2000. Seit diesem Höchststand hat sich der Dollar fast kontinuierlich um über 40 Prozent abgewertet. Die aufgrund der Realzinsdifferenz zu erwartende höhere Prämie von circa

1 Prozent (Durchschnitt seit 1980) erscheint dagegen bescheiden. In der kurzen Frist ist das Bild noch dramatischer. Die Volatilität einer Cash-Anlage in Dollar beträgt fast 14 Prozent (Quartalsdaten seit 1980) und ist damit ähnlich hoch wie jene eines global diversifizierten und währungsabgesicherten Aktienportefeuilles. Natürlich ist der Dollar ein Extremfall. Aber auch Cash-Anlagen in Euro weisen, bei einer ähnlichen Realzinsdifferenz, eine Volatilität von fast 5 Prozent auf.

Auch auf ein Aktienportefeuille haben Währungseffekte einen dramatischen Einfluss. Am einfachsten veranschaulicht man dies, indem man einen weltweiten Aktienindex in Franken mit Fremdwährungsrisiko (MSCI World in Franken) mit einem weltweiten Aktienindex in Franken ohne Währungsrisiko vergleicht (MSCI World hedged

to Franken). Beide Indizes weisen seit Dezember 93 ähnliche Renditen auf (4.1 Prozent p.a. vs. 4.2 Prozent p.a.). Die Volatilität des nicht abgesicherten Index liegt jedoch um mehr als 4 Prozent über der abgesicherten Form (17.4 vs. 13.1 Prozent).

In Kürze

- > Markt- und Währungsrisiken sind zwei völlig unterschiedliche Engagements
- > Als langfristiger Investor gibt es keinen Grund, Fremdwährungsrisiken einzugehen
- > Die zentrale Frage ist demnach, welche Fremdwährungen NICHT abgesichert werden sollen
- > Der Schweizer Franken als sicherer Hafen führt zu einer unerwünschten Akkumulierung von Risiken in Extremsituationen
- > Taktisches Währungsmanagement kann einen Mehrwert bringen

Wenn man also die im Titel gestellte Frage aus reiner Risiko/Rendite-Optik betrachtet, gibt es keinen Grund, als langfristiger Investor Fremdwährungsrisiken einzugehen.

Sicherer Hafen Schweizer Franken – ein zweischneidiges Schwert

Ein Argument für Fremdwährungsanlagen ist, dass Währungsrisiken mit anderen Risiken praktisch unkorreliert sind und darum im Portfoliokontext wegdiversifiziert werden. Dies stimmt insofern, als Währungsrisiken eine grosse unabhängige

Autoren

Stefan Burth
lic. oec. HSG,
FRM, CAIA,
Partner und Head
Client Relations,
Kraus Partner
Investment
Solutions AG,
Zürich



Dominik Boos
dipl. math. ETH,
lic. oec. HSG,
Partner und
Head Investment
Management,
Kraus Partner
Investment
Solutions AG,
Zürich

Komponente haben. Jedoch ist, gerade aus Schweizer Sicht, der systematische Teil nicht zu vernachlässigen. So beträgt die historische Sensitivität von Cash-Anlagen in US-Dollar zum Aktienmarkt, das sogenannte Aktienmarkt-Beta, 0.3 und jenes von Cash-Anlagen in Euro 0.1. Ausserdem sind sie mit weiteren alternativen Risikoquellen korreliert wie beispielsweise Carry Trades (siehe unten).

Da der Schweizer Franken in Krisenzeiten nach wie vor als sicherer Hafen gilt, ist dieses Risiko zudem ziemlich bössartig. Kaum werden die ersten Zeichen einer Krise sichtbar, werden Positionen in den Franken verschoben, und dieser wertet entsprechend auf. Je akzentuierter die Krise, umso stärker werden diese Bewegungen, und die Sensitivität von Fremdwährungsanlagen zum Aktienmarkt nimmt in solchen Situationen nochmals deutlich zu. So steigt beispielsweise das Aktienmarkt-Beta von Cash-Anlagen in US-Dollar von 0.3 auf 0.4, wenn man nur negative Aktienmarktrenditen berücksichtigt. Dies

führt zu einer unschönen Akkumulierung von Risiken in Extremsituationen, also genau dann, wenn man eigentlich diversifizierende Anlagen bräuchte. Jüngstes Beispiel hierfür ist die Immobilienkrise.

Taktisches Währungsmanagement erbringt Mehrwert

Es ist naheliegend, dass eine taktische Steuerung des Absicherungsgrades gegenüber einer 100-prozentigen Währungsabsicherung einen Mehrwert für das Gesamtportfolio erbringt, sofern man die Richtung der Währungsbewegung richtig voraussieht. Im Grundsatz geht es darum, aufgrund der jeweiligen Wechselkursentwicklung, deren Risiko und der entsprechenden Kosten, den optimalen Absicherungsgrad zu finden.

Sehr oft werden einzig Zinsdifferenziale zwischen den betroffenen Währungen als Inputfaktor für die Meinungsbildung der Währungsentwicklung verwendet, sogenannte Carry-Signale. Solche Modelle greifen aber zu kurz, denn gerade in

Extremsituationen funktionieren sie nicht. Carry-Signale sind nicht per se eine schlechte Bezugsgrösse zur Währungsprognose, sie brauchen aber einen stabilisierenden makroökonomischen Input. Es hat sich als gut erwiesen, neben dem sich rasch ändernden Faktor Zinsdifferenzial ein eher träges Signal beizuziehen, zum Beispiel den Vergleich der Leistungsbilanzsaldi der jeweiligen Währungsräume. Ein Modell, das genau auf diesen beiden Inputfaktoren beruht, hat über die letzten sieben Jahre hervorragende Resultate erzielt.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass jeder Investor im internationalen Kontext mit Währungsrisiken konfrontiert ist und diese zu wichtig sind, um sie einfach zu ignorieren. Moderne Analysemethoden geben dem Investor die Möglichkeit, den Grad der Absicherung für jede Währung zu jedem Zeitpunkt optimal festzulegen. Die dadurch entstehenden Verbesserungen von Rendite und Risiko sind erheblich und sollten nicht ungenutzt bleiben. ■