

Währungsabsicherung

Pro und contra

Sollen Pensionskassen ihre Währungsrisiken absichern? Theorie und Empirie liefern keine eindeutige Antwort. In der Praxis empfiehlt sich ein Kompromiss zwischen der vollständigen Absicherung und einem Verzicht.

IN KÜRZE

Währungsrisiken werden nicht mit einer systematischen Risikoprämie entschädigt. Umstritten ist, wie weit Währungsentwicklungen einer eigenen Logik folgen.

Mit der Einführung der Negativzinspolitik im Januar 2015 sind die Zinsdifferenzen des Schweizer Frankens (CHF) gegenüber den wichtigsten Hauptwährungen sprunghaft gestiegen. Diese Zinsdifferenzen bestimmen gleichzeitig die Kursabschläge, die aus Sicht einer Tiefzinswährung wie des CHF bei der Absicherung von Fremdwährungspositionen auf Termin in Kauf genommen werden müssen. Die Währungsabsicherung schmälert damit die in Lokalwährung erzielte Rendite in substanziellem Umfang.

Daraus resultiert die entscheidende Frage: Soll man nun Währungsrisiken absichern und dadurch Renditeeinbusen im Umfang der Zinsdifferenzen «auf sicher» in Kauf nehmen oder doch lieber mit den Währungsrisiken leben?

Ein Risiko ohne Prämie

Soviel vorweg: Das Währungsrisiko ist kein Risiko, das mit einer systematischen Prämie entschädigt wird. Zu dieser Schlussfolgerung gelangt man, wenn man die Gewinne und Verluste aller offenen Währungspositionen rund um den Globus über eine beliebige Periode aufaddiert und per Saldo zum Ergebnis gelangt, dass es sich in dieser aggregierten Betrachtung um ein Nullsummenspiel handelt. Ein Risiko ohne Rendite will man freilich nicht haben und die Vollabsicherung dieses Risikos ist die logische Konsequenz.¹

Aus Sicht einer Tiefzinswährung wie des Schweizer Frankens kann die Währungsabsicherung jedoch in Sachen Rendite sehr schmerzhaft sein: So schmälert die Vollabsicherung der mit einem globalen Aktienengagement einhergehenden Währungsrisiken die in Lokalwährung erzielte Aktienmarktrendite um

rund 2.5 Prozent pro Jahr.² Die währungsgesicherte Rendite von Fremdwährungspositionen fällt damit für viele Investoren auf ein Niveau, das zu tief ist, um den Renditebedarf noch zu decken. Sichert man unter diesen Voraussetzungen immer noch ab?

Die Theorie

Zur Beantwortung der Absicherungsfrage benötigt man freilich eine Annahme bezüglich der Entwicklung der Währungen. Sinnvoll ist in diesem Zusammenhang die Betrachtung der zwei meistverbreiteten Standardannahmen.

Theorie der ungedeckten Zinsparität (UIP)

Die UIP geht davon aus, dass die Wechselkursbewegung über einen gewissen Zeitraum gerade die Zinsdifferenz der beiden involvierten Währungen ausgleicht und damit die Gesamtrendite nach Zins und Wechselkursentwicklung in beiden Währungsräumen gleich hoch ist. Für eine Hochzinswährung impliziert die UIP in der Erwartung damit eine Abwertung, für eine Tiefzinswährung entsprechend eine Aufwertung. Bei Gültigkeit der UIP entspricht die erwartete Rendite mit Währungsabsicherung der erwarteten Rendite ohne Währungsabsicherung. Risikoaverse Investoren werden unter dieser Voraussetzung ihr Portfoliorisiko nicht durch die Übernahme von Währungsrisiken erhöhen und daher vollständig absichern.

Random Walk Hypothesis (RWH)

Der UIP gegenüberzustellen ist die RWH. Gemäss der RWH ist der aktuelle Wechselkurs die beste Prognose für den zukünftigen Wechselkurs.

Ueli Mettler
Partner,
c-alm



Philipp Weber
Senior Consultant,
c-alm



¹ Siehe dazu auch Artikel Bagutti, Seite XY.

² Referenzgrösse MSCI World Developed Countries, Absicherung über dreimonatige Terminkontrakte.

Erfolg ungesicherter Kreditstrategien – Basis CHF



Erfolg ungesicherter Kreditstrategien – Basis JPY



Quelle: Berechnung c-alm AG basierend auf Kassawechselkursen (Thomson Reuters) sowie Zinsdifferenzen (ICE Libor, 1 Monat); Basisjahr USD und GDP = 30.11.1989 (Verfügbarkeit Libor CHF 1m), Basisjahr EUR = 31.01.1999 (Einführung Euro).

Wenn man als Tiefzinswährungsanleger zum RWH-Lager zählt, oder – im Sinne einer abgeschwächten Form – schon nur der Meinung ist, dass die beobachtbaren Zinsdifferenzen nicht im vollen Umfang durch die Wechselkursentwicklung ausgeglichen werden, so kann durch die Übernahme von Währungsrisiken das Renditepotenzial erhöht werden.

Bei Gültigkeit der RWH oder auch schon nur bei Unterstellung einer Mischform von UIP und RWH erfordert der strategische Währungsabsicherungsentscheid eine Güterabwägung zwischen Rendite und Risiko.

Die Empirie

Mit Sicht auf den Schweizer Franken liegt die in den letzten knapp dreissig Jahren realisierte Wahrheit eindeutig näher bei der ungedeckten Zinsparität (UIP) als bei der Random Walk Hypothesis (RWH).

Die erste Abbildung zeigt den Erfolg von ungesicherten Kreditstrategien in den Hauptwährungen USD, EUR, GBP aus Sicht des CHF. Über die gesamte Zeitdauer seit 1989 resultiert dabei ein Verlust im USD und EUR und ein leichter Gewinn im GBP. Dieser empirische Befund lässt sich dahingehend interpretieren, dass eine Vollabsicherung von USD- und EUR-Positionen im besagten Zeitraum im Vergleich zur Nicht-Absicherung zu einer besseren Rendite geführt hat. Gilt dieser empirische Befund auch in Zukunft, so ist dem CHF-Anleger die Vollabsicherung ans Herz zu legen.

Die empirische Validität dieses Befunds gerät jedoch bereits ins Schwanken, wenn wir aus der Tiefzinsoptik Schweizer Franken in die andere klassische Tiefzinsperspektive Japanischer Yen wechseln: Gemäss Abbildung zwei haben die höher verzinslichen Währungen aus JPY-Sicht weniger an Wert verloren, als die Währungsabsicherung kostet. Durch das Weglassen der Währungsabsicherung auf USD, EUR und GBP-Positionen konnte damit aus JPY-Sicht auf lange Frist Geld verdient werden. Schreibt sich die Geschichte fort, müsste dem JPY-Anleger ein (zumindest partieller) Verzicht auf die Währungsabsicherung nahegelegt werden.

Von welchem Wechselkursszenario will sich nun der CHF-Investor angesichts dieser empirisch zwiespältigen Faktenlage zukünftig leiten lassen? Die Diskussion der empirischen Faktenlage wollen wir mit folgenden Beobachtungen abschliessen:

- Ein Verzicht auf Währungsabsicherung kann gerade in Krisenzeiten, in denen klassische Tiefzinswährungen von vielen Anlegern als sicherer Hafen gesucht werden, besonders schmerzhaft ausfallen. So hat die Finanzkrise sowohl dem CHF- als auch dem JPY-Investor, der auf Absicherung verzichtet hat, empfindliche Verluste beschert.
- Der auf Basis der Zinsdifferenz gemessene, renditeschmälernde Effekt der Währungsabsicherung wird aus zwei Gründen tendenziell noch unterschätzt: Erstens sind bei dieser Evaluation die Kosten des Währungshändlers,

der durch die Differenz zwischen An- und Verkaufspreis (Spread) entschädigt wird, noch nicht berücksichtigt. Diese Kosten belasten die Währungsabsicherung zusätzlich. Bei monatlicher oder vierteljährlicher Absicherungsfrequenz ist es nicht falsch, von 5 bis 10 Basispunkten des abzusichernden Währungsengagements auszugehen. Zweitens entspricht die Differenz zwischen Terminwechselkurs und Kassawechselkurs nicht (mehr) exakt der Zinsdifferenz der beiden involvierten Währungen, wie es die Theorie der gedeckten Zinsparität (UIP) eigentlich fordert. Im Zusammenhang mit der festgestellten Abweichung spricht man von der Basis. Diese Basis verteuert die Währungsabsicherung im Vergleich zur empirischen Analyse zusätzlich.

Die Praxis

Theorie und Empirie liefern uns bezüglich des strategischen Währungsabsicherungsentscheidens offensichtlich, wie so oft in der Ökonomie, keine eindeutige Handlungsanweisung. So liegt es an jeder Pensionskasse, einen Zwischenweg zwischen den theoretischen Extremlösungen Vollabsicherung und Absicherungsverzicht zu finden.

Die in Schweizer Anlegerkreisen verbreitete Usanz, die Fremdwährungs-Nominalwerte (vor allem Obligationen) abzusichern und bei den Sachwerten auf eine Absicherung zu verzichten, darf in diesem Sinne getrost als vernünftiger Kompromiss bezeichnet werden. **I**