

Die Währungsproblematik bei globaler Diversifikation

Working Paper - Nummer: 2

1995

von: Dr. Stefan J. Illmer;

in: Schweizer Treuhänder;

1995; Juli-August;

Seite 612 – 616

IIPC Illmer
Investment Performance
Consulting AG

Kontaktadresse
Illmer Investment Performance Consulting AG
Weinbergstrasse 28
CH – 8200 Schaffhausen
Email stefan.illmer@iipc-ag.com

Die Währungsproblematik bei globaler Diversifikation

Version vom 01.06.1995

Erstellt durch: Dr. Stefan J. Illmer

Einleitung

Das Anlageverhalten schweizerischer Investoren hat sich aufgrund der Erkenntnisse der Portfolio-Theorie, der zunehmenden Professionalisierung der Investoren und des rasant ansteigenden Anlagevermögens in der jüngeren Vergangenheit erheblich verändert. Deshalb werden auch ausländische Anlagemärkte vermehrt als Anlagealternativen in Betracht gezogen, wodurch schweizerische Investoren immer häufiger mit der Währungsproblematik konfrontiert werden.

Die Währungsproblematik besteht darin, dass es für die Währungsabsicherung keine allgemeingültige Regel gibt und somit eine für den jeweiligen Investor *richtige* Währungsstrategie nicht einfach zu bestimmen ist.¹ Dies ist auch der Grund, warum die Währungsproblematik in der neueren Literatur zur Portfolio-Theorie sowie im täglich stattfindenden Portfolio-Management Gegenstand einer kontrovers geführten Diskussion ist. Die vorliegende Arbeit soll ein Beitrag zu dieser Diskussion - aus Sicht eines schweizerischen Investors - sein.

Im Folgenden wird zuerst die globale Diversifikation ohne und mit Währungsabsicherung dargestellt und danach wichtige Aussagen zum Währungsrisiko und zu einer Währungsabsicherung angeführt. Danach werden abschliessend die sich ergebenden Folgerungen für das globale Portfolio-Management aufgezeigt.

Globale Diversifikation ohne und mit Währungsabsicherung

Als globale Diversifikation wird eine Anlagepolitik bezeichnet, bei der einem Portfolio aus nationalen Vermögensanlagen zwecks Streuung des erwarteten Portfoliorisikos und/oder zur Erhöhung der erwarteten Portfoliorendite internationale Vermögensanlagen beigemischt werden.

Eine globale Diversifikation ist für den Investor jedoch auch mit gewissen Problemen verbunden, die bei der letztendlichen Anlageentscheidung mit berücksichtigt werden sollten. Diese Probleme entstehen insbesondere durch die mit ausländischen Vermögensanlagen verbundenen Transaktionskosten, Kosten der Informationsverarbeitung und Portfolioverwaltung, Steuern sowie durch die Veränderungen der Wechselkurse. Im Folgenden wird nur auf die Probleme, die sich aus der Veränderung der Wechselkurse ergeben, eingegangen.

Ein Anleger, der in ausländische Vermögensanlagen investiert, ist dem Risiko von Wechselkursveränderungen ausgesetzt. Dies wurde insbesondere in den letzten Jahren deutlich, als grosse Wechselkursveränderungen einen erheblichen Einfluss auf die charakteristischen Eigenschaften ausländischer Vermögensanlagen und global diversifizierter Portfolios auf CHF-Basis gehabt haben. Das mit den Wechselkursen verbundene Risiko wird deshalb häufig als Argument gegen eine globale Diversifikation angeführt. Die folgenden Ausführungen werden jedoch zeigen, dass auch bei unvorteilhaften Wechselkursveränderungen eine globale Diversifikation durchaus sinnvoll sein kann.

Die Auswirkungen einer globalen Diversifikation werden im Folgenden anhand global diversifizierter Portfolios ohne und mit Währungsabsicherung betrachtet. Hierbei setzen sich die zu untersuchenden Portfolios jeweils aus einem national und einem international diversifizierten Portfolio mit derselben Grobstruktur zusammen. Das national diversifizierte Portfolio umfasst schweizerische Aktien-, Obligationen- sowie Geldmarktanlagen und das international diversifizierte Portfolio setzt sich aus gleichgewichteten international diversifizierten Aktien-, Obligationen- und Geldmarktportfolios zusammen.²

Des Weiteren werden für die global diversifizierten Portfolios zwei Grobstrukturen betrachtet, wobei die erste als eher konservativ und die zweite als eher aggressiv zu bezeichnen ist. Im Rahmen der konservativen (aggressiven) Anlagestrategie besteht das Portfolio zu 10% (10%) aus Geldmarktanlagen, zu 85% (60%) aus Obligationenanlagen und zu 5% (30%) aus Aktienanlagen. Ausserdem wird entweder eine Währungsabsicherung durch Devisenterminverkauf oder eine durch Devisen-Putoptionen betrachtet.³

Die Abbildungen 1 und 2 zeigen die charakteristischen Eigenschaften der beiden global diversifizierten Portfolios in Abhängigkeit des Auslandsanteils am Gesamtportfolio.⁴

Abbildung 1: Konservative Anlagestrategie

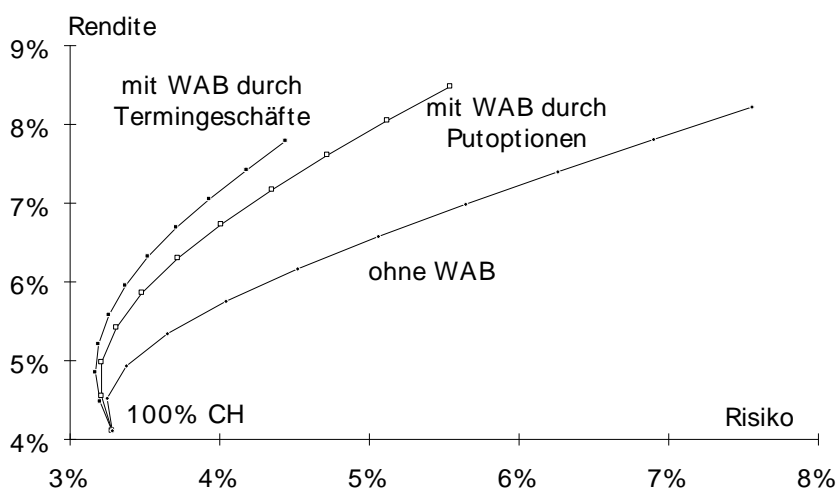
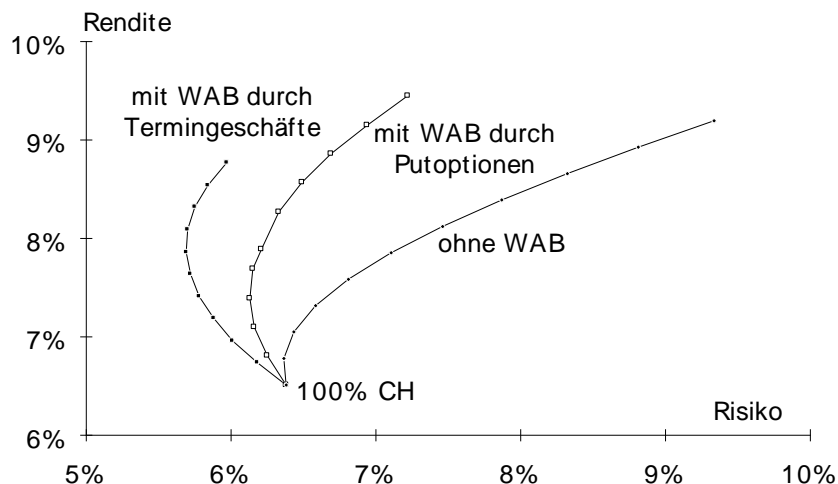


Abbildung 2: Aggressive Anlagestrategie



Aus den beiden Abbildungen wird deutlich, dass während des Beobachtungszeitraums:

- eine Währungsabsicherung zu einer Risikoreduktion geführt hätte.⁵
- eine Absicherung mittels Devisen-Putoptionen im Gegensatz zu derjenigen mittels Devisenterminverkauf die Portfoliorendite erhöht hätte.
- sich der Auslandsanteil der Minimum-Varianz-Portfolios aufgrund einer Währungsabsicherung erhöht hätte.
- der Diversifikationseffekt bewirkt hätte, dass die Risiken (Renditen) der Minimum-Varianz-Portfolios der global diversifizierten Portfolios kleiner (grösser) als diejenigen der entsprechenden rein national diversifizierten Portfolios sind.

Die oben angesprochenen Minimum-Varianz-Portfolios werden in der Tabelle 1 einander gegenübergestellt. Diese Gegenüberstellung zeigt die Auswirkungen einer globalen Diversifikation ohne und mit Währungsabsicherung auf und ermöglicht einen Vergleich der verschiedenen Portfoliostrategien: Nationale Diversifikation, globale Diversifikation ohne Währungsabsicherung und globale Diversifikation mit Währungsabsicherung.

Tabelle 1 verdeutlicht, dass sich im Beobachtungszeitraum eine globale Diversifikation für einen schweizerischen Investor sowohl aus Risiko- als auch aus Renditegesichtspunkten gelohnt hätte. Ausserdem ist ersichtlich, dass eine Währungsabsicherung zu einer Renditeerhöhung und gleichzeitig zu einer Risikoreduktion geführt hätte. Diese Ergebnisse zeigen, dass im Rahmen einer globalen Diversifikation eine Währungsabsicherung - selbst für Portfolios mit geringem Auslandsanteil - in Betracht gezogen werden sollte.

Tabelle 1: Auswirkungen einer globalen Diversifikation⁶

Konservative Anlagestrategie				
	100% CH-Anlage	MVP ohne WAB	MVP mit WAB durch DTV	MVP mit WAB durch DPO
CH-Anteil	100%	90%	80%	90%
Rendite	4.11%	4.52%	4.85%	4.55%
Risiko	3.28%	3.25%	3.17%	3.21%
Renditeveränderung zur 100% CH-Anlage	-	+ 10.0%	+18.0%	+ 10.7%
Risikoveränderung zur 100% CH-Anlage	-	- 0.9%	- 3.4%	- 2.1%
Aggressive Anlagestrategie				
	100% CH-Anlage	MVP ohne WAB	MVP mit WAB durch DTV	MVP mit WAB durch DPO
CH-Anteil	100%	90%	40%	70%
Rendite	6.51%	6.78%	7.86%	7.39%
Risiko	6.38%	6.36%	5.69%	6.13%
Renditeveränderung zur 100% CH-Anlage	-	+ 4.2%	+ 20.7%	+ 13.5%
Risikoveränderung zur 100% CH-Anlage	-	- 0.3%	- 10.8%	- 3.9%

Aussagen zum Währungsrisiko

Das Währungsrisiko bezeichnet das Risiko, dass die Rendite auf Heimatwährungs-Basis aufgrund von Wechselkursschwankungen von derjenigen auf Lokalwährungs-Basis abweichen kann. Dieses Risiko darf jedoch bei einzelnen Fremdwährungsanlagen nicht mit der Wechselkursvolatilität und bei global diversifizierten Portfolios nicht mit der Summe der mit den Portfolioanteilen gewichteten Volatilitäten der Wechselkursrenditen der im Portfolio enthaltenen Fremdwährungen gleichgesetzt werden, da sonst ein gewisser Diversifikationseffekt vernachlässigt werden würde. Dieser Diversifikationseffekt ist auf die nicht vollständig positive Gleichläufigkeit (Korrelation) zwischen den für die (Portfolio-)Rendite auf Heimatwährungs-Basis relevanten Renditen, d.h. den Wechselkursrenditen und den Anlagerenditen auf Lokalwährungs-Basis, zurückzuführen.

Das Ausmass des Währungsrisikos bzw. seine Auswirkungen auf die charakteristischen Eigenschaften sind neben den oben genannten Korrelationen auch vom Verhältnis zwischen dem Anlage- bzw. Portfoliorisiko auf Lokalwährungs-Basis und der Wechselkursvolatilität bzw. der Summe der mit den Portfolioanteilen gewichteten Volatilitäten der Wechselkursrenditen der im Portfolio enthaltenen Fremdwährungen abhängig. Dies hat zur Folge,

dass es nicht *das* Währungsrisiko gibt, weil dieses von einer Reihe von Einflussfaktoren abhängig ist. Bei einzelnen Fremdwährungsanlagen ist das spezifische Währungsrisiko neben der betrachteten Vermögensanlage bzw. der dieser zugeordneten Anlagekategorie vor allem von deren Lokalwährung sowie der Heimatwährung des Investors abhängig. Ähnliches gilt, wenn global diversifizierte Portfolios betrachtet werden, bei denen neben den oben erwähnten Einflussfaktoren insbesondere auch die Portfoliostruktur und hierbei vor allem der Inlandsanteil für das Ausmass des Währungsrisikos entscheidend ist.

Die Diversifikationsmöglichkeiten des Währungsrisikos sind begrenzt. Dies hat zur Folge, dass das Währungsrisiko nicht alleine durch eine breite Streuung der Fremdwährungen und der Vermögensanlagen, sondern nur mittels des Einsatzes von Absicherungsinstrumenten vollständig eliminiert werden kann. Deshalb stellt das Währungsrisiko eine systematische Risikokomponente sowie eine nicht zu vernachlässigende Risikoquelle von Fremdwährungsanlagen und global diversifizierten Portfolios dar.

Abschliessend lässt sich festhalten, dass das Währungsrisiko:

- nicht der entsprechenden Wechselkursvolatilität entspricht.
- situationsbedingt und investorspezifisch ist.
- eine systematische Risikokomponente darstellt.
- nur mittels einer Währungsabsicherung vollständig eliminiert werden kann.

4. Aussagen zur Währungsabsicherung

Eine Währungsabsicherung reduziert im Allgemeinen das erwartete Risiko auf Heimatwährungs-Basis, wobei das Ausmass der Risikoreduktion von einer Reihe von Einflussfaktoren abhängt. Es sind dies vor allem: die Heimatwährung, die Portfoliozusammensetzung, die Hedge-Ratios, die eingesetzten Absicherungsinstrumente und die Schwankungen der Gesamt-Absicherungskosten.

Neben dem Vorteil der Risikoreduktion ist eine Währungsabsicherung aber auch immer mit Absicherungskosten verbunden, die einen erheblichen Einfluss auf die erwartete Rendite haben können, wobei es sowohl zu einer Renditereduktion als auch zu einer Renditesteigerung kommen kann.

Zur Beurteilung einer Währungsabsicherung bzw. von Absicherungsinstrumenten sollten die Gesamt-Absicherungskosten herangezogen werden. Diese setzen sich zum einen aus den offensichtlichen Ex-ante-Absicherungskosten und aus den nicht immer offensichtlichen Ex-post-Absicherungskosten zusammen. Eine alleinige Betrachtung der Ex-ante-Absicherungskosten würde die Kosten einer Währungsabsicherung zum Teil erheblich verfälschen und unter Umständen zu einer Fehlentscheidung führen.⁷

Abschliessend lässt sich festhalten, dass eine Währungsabsicherung:

- der Reduktion des erwarteten Risikos dient.
- zu einer Reduktion, aber auch zu einer Erhöhung der erwarteten Rendite führen kann.
- anhand der erwarteten Gesamt-Absicherungskosten beurteilt werden muss.
- eine getrennte Bewirtschaftung von lokalem Marktrisiko und Währungsrisiko ermöglicht.

Folgerungen für das globale Portfolio-Management

Aus den Ausführungen zur globalen Diversifikation, zum Währungsrisiko und zur Währungsabsicherung lassen sich für das globale Portfolio-Management eine Reihe von Folgerungen ziehen. Es sind dies:

- Dem Währungsrisiko und dessen Absicherung sollte eine grosse Bedeutung zuerkannt werden.
- Die Währungsproblematik sollte in den Portfolio-Management-Prozess integriert werden.⁸
- Die Entscheidung über eine globale Diversifikation sollte nicht nur von der Beurteilung zukünftiger Wechselkursveränderungen abhängig gemacht werden, da dies wesentliche Ursachen der Wertveränderungen von global diversifizierten Portfolios nicht berücksichtigen würde.
- Währungsabgesicherte Fremdwährungsanlagen sollten als Anlagealternativen berücksichtigt werden.
- Wird eine Währungsabsicherung nicht in Betracht gezogen, so kann dies dazu führen, dass der Investor Risiken übernimmt, für die er nicht durch eine entsprechende Rendite entschädigt wird.
- Währungsabgesicherte Fremdwährungsanlagen eignen sich tendenziell zur Risikoreduktion, wogegen nicht gegen das Währungsrisiko abgesicherte Fremdwährungsanlagen sich tendenziell zur Renditesteigerung eignen.
- Das Ausmass einer Währungsabsicherung ist situationsbedingt und investorspezifisch, was zur Folge hat, dass es keine allgemeingültige Antwort auf die Frage gibt, inwieweit das Währungsrisiko abgesichert werden sollte.
- Das Währungsrisiko und dessen Absicherung sollte nur im Portfolio-Zusammenhang beurteilt werden.
- Die Entscheidung über eine Vermögensanlage sollte getrennt von der Entscheidung über eine Währung getroffen werden.⁹

Fussnoten

¹ Unter Währungsstrategie wird im folgenden ein von der eigentlichen Anlagestrategie getrenntes - unter Umständen die Portfolioabhängigkeiten beachtendes - zielgerichtetes Verhalten verstanden, das unter Berücksichtigung der Rahmenbedingungen die langfristige Währungszusammensetzung des Portfolios festlegt und gleichzeitig den Rahmen für die kurzfristig orientierte Währungstaktik bildet.

² Die international diversifizierten Portfolios sind jeweils zu gleichen Teilen in sieben ausländische Märkte (CA, DE, FR, GB, JP, NL, US) investiert.

³ Werden die internationalen Portfolios gegen das Währungsrisiko abgesichert, so wird hier immer von einer vollständigen Währungsabsicherung ausgegangen. Dies bedeutet, dass nicht nur der am Anfang einer Anlage- bzw. Absicherungsperiode zur Verfügung stehende Betrag, sondern dieser zuzüglich der (im Nachhinein festgestellten) Wertveränderungen abgesichert wird.

⁴ Innerhalb der Abbildungen steht WAB für Währungsabsicherung.

Datengrundlage sind für die Aktienanlagen die entsprechenden *Morgan Stanley Capital International Indizes*, für die Obligationenanlagen die entsprechenden *Salomon Brothers Government Bond 5+ Indizes* und für die Geldmarktanlagen die entsprechenden *Salomon Brothers Euro Deposit Indizes* für die Beobachtungsperiode von September 1982 bis September 1992.

Die Berechnungen wurden unter Berücksichtigung der Reinvestition der Ausschüttungen und auf kontinuierlicher Basis durchgeführt.

- ⁵ Es sei erwähnt, dass eine Währungsabsicherung nicht immer automatisch zu einer Risikoreduktion auf Heimatwährungs-Basis führen muss und durchaus auch Situationen denkbar sind, in denen eine Währungsabsicherung zu einer Erhöhung des Risikos auf Heimatwährungs-Basis führt.
- ⁶ Innerhalb der Tabelle steht MVP für Minimum-Varianz-Portfolio, WAB für Währungsabsicherung, DTV für Devisenterminverkauf und DPO für Devisen-Putoption.
- ⁷ Als Gesamt-Absicherungskosten wird die Differenz zwischen dem Ertrag, der im Fall ohne und mit Absicherung erzielt worden wäre, aufgefasst. Sie setzen sich im Falle einer Währungsabsicherung durch Devisenterminverkauf aus den Swapsatzkosten und den entgangenen Wechselkursveränderungen und im Falle einer Währungsabsicherung durch Devisen-Putoptionen aus den Putoptionskosten, den entgangenen Erträgen auf den Putoptionskostenbetrag und den Erträgen der Putoptionen zusammen.

Die Gesamt-Absicherungskosten umfassen - hier mit Ausnahme der Putoptionskosten - in der Regel nur liquiditätsunwirksame Kosten oder anders ausgedrückt Opportunitätskosten.
- ⁸ Als Portfolio-Management-Prozess wird ein sich ständig wiederholender Entscheidungsprozess verstanden, der sich an bestimmten Richtgrößen orientiert, einen grundlegenden Handlungsrahmen wie auch die notwendigen operativen Handlungen in einem schlüssigen Plan zusammenfasst und durch eine Prämissen-, Ergebnis-, Verfahrens- und Verhaltenskontrolle abgerundet wird.
- ⁹ *Getrennt* bedeutet in diesem Zusammenhang, dass eine Investition in eine Fremdwährungsanlage nicht unbedingt eine Investition desselben Ausmasses in die betreffende Fremdwährung nach sich ziehen muss [in Anlehnung an *Drummen und Zimmermann* (1992, S. 84)].

Literatur

DRUMMEN, M. und ZIMMERMANN, H. (1992): "Portfolioeffekte des Währungsrisikos", Finanzmarkt und Portfolio-Management, Nr. 1, pp. 81-103.

ILLMER, S. (in Vorbereitung): "Untersuchung zur Währungsproblematik - aus Sicht schweizerischer Anlagestiftungen", Dissertation an der Universität Zürich, erscheint im Frühjahr 1995 im Rahmen der Schriftenreihe Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschungen, Verlag Paul Haupt.

KNIGHT, R.F. (1991): "Optimal currency hedging and international asset allocation: An integration", Finanzmarkt und Portfolio-Management, Nr. 2, pp. 130-163.

SOLNIK, B. (1991): "International Investments", 2. Auflage, Addison-Wesley.

THOMAS, L.R. III (Hrsg.) (1990): "The Currency-Hedging Debate", IFR.