

Devisenabsicherung in der Praxis



Von Raphaël Kleindienst
Certified Int. Investment Analyst
Vizedirektor und Senior Berater
Private Banking Bank Linth LLB AG

Kommt Ihnen diese Situation bekannt vor?

Sie freuen sich, dass sich der Kurs Ihrer Fremdwährungsobligation ansprechend entwickelt hat. Aber dann ziehen Sie den Währungseinfluss hinzu und Sie realisieren, dass damit der Buchgewinn komplett neutralisiert wird – oder es entsteht netto sogar ein Buchverlust. Die Entwicklung der bekanntesten Währungen gegenüber dem Franken seit 2002 zeigt einen klaren Trend mit unterschiedlichen Ausprägungen (s. Chart 1).

Es gibt Investoren, die sich über die letzten 10 Jahre durch Engagements in Obligationen in Euro, US-Dollar oder Pfund wegen dem höheren Zinsniveau einen Mehrertrag versprochen haben. Diese dürften herb enttäuscht worden sein. Die verschiedenen Herausforderungen, angefangen bei der Immobilienkrise in den USA, in Europa inkl. England und die damit entstandenen Risiken bei den Banken mündeten in einer expansiven Geldpolitik beim US-Fed, der EZB und der Bank of England. Das hat die jeweiligen Währungen gegenüber dem Franken zusätzlich unter Druck gesetzt.

Im Juli 2012 hat die EZB den Leitkurs auf ein historisches Tief von 0.75% festgesetzt. Die Schweizerische Nationalbank, ebenfalls eine expansive



und Kamran Izadyar
Bankfachmann mit Eidg. Fachausweis
Prokurist und Berater
Private Banking Bank Linth LLB AG

Geldpolitik verfolgend, wird seit der Mindestkursfestsetzung von CHF 1.20 pro Euro im September 2011 weiter gefordert sein. Für den schweizerischen Euro-Investor besteht seit dieser Festsetzung faktisch eine kostenlose Devisenabsicherung, erkennbar durch die abgeflachte rote Linie im Chart 1.

Absichern! Aber was?

Eine Devisenabsicherung hat den Zweck, das Fremdwährungsrisiko einer Investition zu eliminieren. Eine Studie der LLB Asset Management AG, Vaduz, hat gezeigt, dass eine Absicherungsquote von 75% bei einem *Obligationenportfolio* zu einer Risikoreduktion von ca. 50% führt. Im Vergleich dazu ist es interessant, dass die Währungsabsicherung in einem globalen *Aktienportfolio* das Risiko nicht wesentlich reduziert. Ein Absicherungsgrad von 75% eines Fremdwährungsaktienportfolios bringt nur eine Risikoreduktion von 17% und somit bloss einen beschränkten Mehrwert (s. Charts 2+3).

Wie lässt sich dies erklären? Dafür gibt es verschiedene Gründe, wir gehen an dieser Stelle kurz auf einen der Effekte ein. Nehmen wir an, ein Schweizer Anleger investiert in eine Aktie eines ausländischen Unternehmens. Wenn nun die jeweilige Fremdwährung ge-

genüber dem Franken an Wert verliert, entsteht für diesen ein Währungs-Buchverlust. Das ausländische Unternehmen wird jedoch aufgrund der Abwertung seiner Heimwährung tendenziell mehr Produkte absetzen können, da diese für den Schweizer Konsumenten oft günstiger werden. Dies wird zu tendenziell höheren Erträgen und entsprechend steigendem Aktienkurs führen. Der Anstieg des Aktienkurses führt in der Konsequenz zu einer Minimierung des Währungs-Buchverlustes für den Schweizer Anleger.

Absichern! Aber wie?

In der Praxis werden für die Absicherung von Währungsrisiken hauptsächlich drei Varianten angewandt:

A: Devisen-Termingeschäft: Beispiel: Ein Kunde möchte USD 100'000 gegen Franken von Anfang Juli bis Ende Jahr absichern. Dies kann er tun, indem er diese USD auf Termin verkauft, in diesem Beispiel also auf Ende Dezember. Zu was für einem Preis wird er diese verkaufen können? Diese Frage beantworten wir mit dem Beispiel, wie Terminkurse berechnet werden: Angenommen, der Spot-Kurs des USD/CHF sei am 1. Juli 0.9630, der risikofreie Zinssatz CHF auf 6 Monate 0.182% und jener im USD auf 6 Monate 0.7364%. Daraus ergibt sich ein Devisenterminkurs von

$$0.9630 \left(\frac{1.00182}{1.007364} \right)^{0.5} = 0.9603$$

Der Kunde hat mit Abschluss dieses Termingeschäftes die Pflicht, die USD 100'000 per Verfall zu liefern – es sei denn, er schliesst das Geschäft vor Fälligkeit, indem er die USD wieder zum jeweiligen Terminkurs zurückkauft.

B: Devisen-Optionsgeschäft: Durch den Kauf einer USD/CHF-Put-Option hat der Kunde das Recht, aber nicht die Pflicht, seine USD 100'000 zu einem vorab bestimmten Ausübungspreis zu verkaufen, in diesem Fall zum Wechselkurs. Für dieses Recht zahlt er eine Prämie, die Optionsprämie. Bei einem

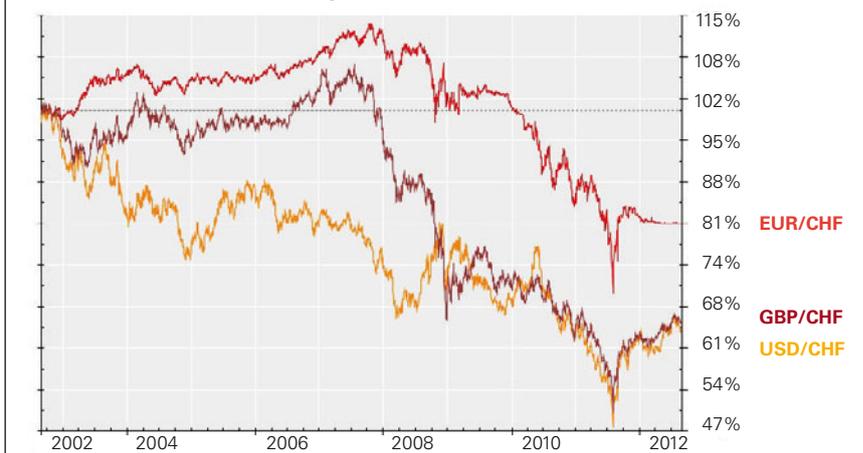
Spot-Kurs von 0.9770 und einem identischen Strike, also «at the money», beträgt die Optionsprämie 0.036. Die Gewinnschwelle bei diesem Geschäft wäre also bei einem USD/CHF-Wechselkurs von $(0.9770 - 0.036) = 0.9410$ erreicht.

An diesem ebenfalls in der Praxis gerechneten Beispiel erkennt man, dass diese Variante gegenüber dem klassischen Devisen-Termingeschäft für den Kunden teurer zu stehen kommt. Bei Optionen spielt die Volatilität bei deren Preisbildung eine entscheidende Rolle. Sie dürfte auch in diesem Beispiel für den markanten Unterschied zu den Konditionen der Variante A verantwortlich sein. Der Vorteil eines Optionsgeschäftes gegenüber einem Devisen-Termingeschäft liegt aber darin, dass der Käufer keine Verpflichtung eingeht, sondern sich ein Recht zur Wandlung der USD in CHF erkaufte. Wenn der Anleger den Einfluss der Volatilität unterbinden möchte, kann er (Mini)-Futures einsetzen. Dies bringt uns zur dritten und letzten Variante:

C: Devisen-Futures-Geschäft (Mini-Futures): Am Beispiel des USD/CHF Mini-Futures Short, Valoren-Nummer 11718904, soll die Absicherung von USD 100'000 gegen Franken gezeigt werden. Ein Mini-Future hat keinen festen Verfall. Daten des Mini-Future: Stop-Loss CHF 1.07, Finanzierungslevel CHF 1.10, Leverage 8.2, Ratio 1:10, Preis CHF 1.20. Der Spot-Kurs sei CHF 0.98.

Was bedeutet dies konkret? Mit diesem Future hat man das Recht, 10 USD zu verkaufen. Die Ratio von 1:10 bedeutet, dass ich pro Mini-Future 10 USD verkaufen kann. Wie wird der

Chart 1: CHF zu EUR, USD und GBP seit 2002



Preis eines Mini-Futures Short berechnet? Die Formel lautet (Finanzierungslevel-Basiswert): Bezugsverhältnis, also $((1.10 - 0.98) : (1:10)) = 1.20$. Um USD 100'000 abzusichern, werden demnach $(100'000 : 10) = 10'000$ Mini-Futures benötigt. Unser Beispiel: Der Anleger kauft 10'000 Stück Mini-Futures zu CHF 1.20, investiert folglich CHF 12'000. Dies ist der Betrag, der für die Absicherung von USD 100'000 im Gegenwartswert von CHF 98'000 bei einem Leverage von 8.2 notwendig ist. Fällt nun der USD/CHF-Wechselkurs innerhalb eines Monats von 0.98 auf 0.95, so werden die vom Kunden gehaltenen USD 100'000 nicht mehr CHF 98'000, sondern nur noch CHF 95'000 an Wert aufweisen, also CHF 3'000 weniger.

Wie verhält sich der Mini-Future in diesem Szenario? Er wird ca. bei $((1.10 - 0.95) : (1:10)) = CHF 1.50$ notieren, der Anleger erzielt somit einen Buchgewinn von $10'000 \times (1.50 - 1.20) = CHF 3'000$. Der oben berechnete Buchverlust auf der Währungsposition wird somit kompensiert.

Sollte der USD/CHF-Wechselkurs während der Absicherungsperiode entgegen der Annahme des Anlegers die Stopp-Loss-Marke von CHF 1.07 berühren, so wird der Mini-Future durch die emittierende Bank ausgestoppt und fällig gestellt: $(\text{Finanzierungslevel} - \text{Stopp-Loss-Level}) : (1:10) = (1.10 - 1.07) : (1:10) = 0.30$. Der Anleger wird auf diesem Absicherungsgeschäft einen Verlust von $10'000 \times (1.20 - 0.30)$, also CHF 9'000 erleiden. Seine USD 100'000 weisen jedoch einen Buchgewinn von CHF 9'000 (CHF 107'000 minus 98'000) auf. Der Verlust der Absicherung wird mit dem USD-Engagement ausgeglichen.

Das Devisen-Termingeschäft ist aus unserer Sicht am kostengünstigsten und am transparentesten. Diese Absicherungsmethode wird daher auch in unseren Vermögensverwaltungsmandaten mit Erfolg eingesetzt.

raphael.kleindienst@banklinth.ch
kamran.izadyar@banklinth.ch
www.banklinth.ch

