

Umgang mit Währungsrisiken bei ausländischen Aktien



Von Thomas Urs Fischer, CFA
Chief Investment Officer Berner Kantonalbank BEKB

Erinnerungen an 2015?

Manche ausländischen Aktienindizes haben in den vergangenen Wochen neue Allzeithochs erreicht. Donald Trumps Eingriffe in das globale Handelssystem wurden an den Aktienmärkten rasch wettgemacht. Doch trotz diesen Rekordwerten haben Schweizer Anleger in diesem Jahr gerade mit US-Aktien per Ende Juni Geld verloren. Der Grund dafür ist der US-Dollar, der im historischen Vergleich eine markante Korrektur vollzogen und vorübergehend ausländischen Anlegern die Freude an US-Aktien genommen hat. Angesichts der Kursentwicklung des «Greenback» stellen sich nicht nur Fragen in Bezug auf dessen zukünftigen Rolle als Leitwährung. Schweizer Anleger mögen sich auch zurückerinnern an die Aufhebung der Wertuntergrenze des Schweizer Frankens zum Euro im Jahr 2015. Die Erstarkung des Schweizer Frankens führte bei Fremd-

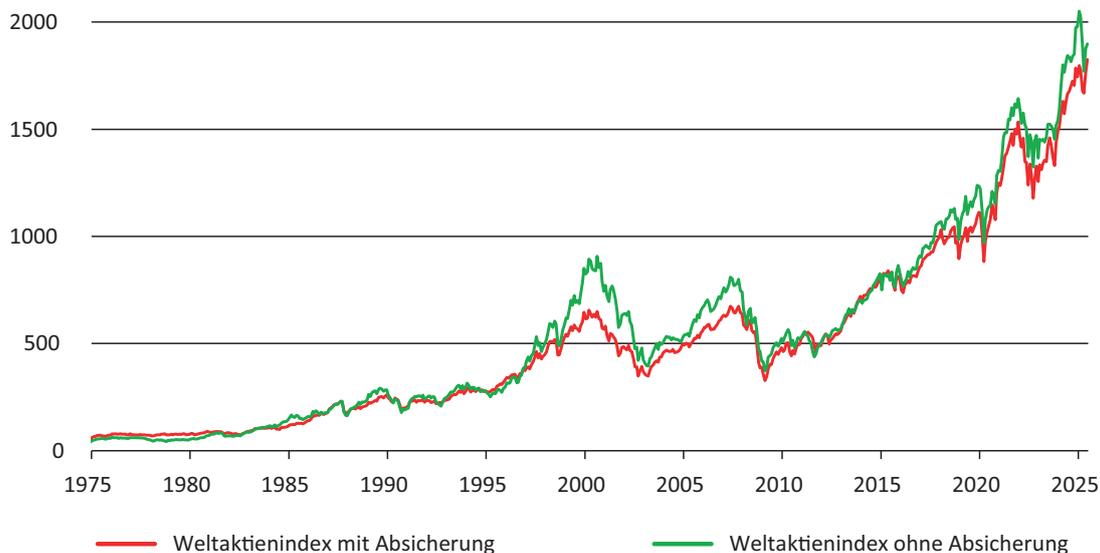
währungsanlagen auf einen Schlag zu Buchverlusten in der Höhe von 10 bis 15 Prozent.

Spätestens seit dann dürfte die Absicherung der Währungsrisiken bei Obligationen in Fremdwährung als Standard gelten. Auf der Aktienseite scheint sich diese Praxis momentan bei institutionellen Anlegern zunehmender Beliebtheit zu erfreuen, von einem breiten Konsens kann jedoch noch nicht die Rede sein. Kursverluste auf der Währungsseite würden durch den Kursanstieg der Aktien schliesslich kompensiert werden, die Risikoreduktion halte sich im Gegensatz zu Obligationen in Grenzen und die «Absicherungskosten» stellen einen Mehrwert in Frage, so eine verbreitete Auffassung. Zudem seien Aktienanleger in Bezug auf Kursschwankungen toleranter.

Aus Schweizer Sicht weist ein globaler Aktienindex wie der MSCI World

bei der Umrechnung in Schweizer Franken in der Regel eine höhere Schwankung auf als der Swiss Performance Index. Aus finanzökonomischer Sicht müsste deshalb der erwartete Ertrag auf ausländische Aktienanlagen höher ausfallen als auf Schweizer Werte, um die höhere Schwankung zu kompensieren. Währungsrisiken werden jedoch im Gegensatz zu Aktien, Obligationen und Immobilien nicht mit einer langfristigen Prämie entschädigt. Die Empirie bestätigt diese verbreitete Auffassung. Zudem dürfte gerade heute eine Argumentation für eine höhere Renditeerwartung angesichts der erhöhten Bewertungen (insbesondere in den USA) einen schweren Stand haben. So erscheint es nachvollziehbar, dass ausländische Aktien auch aus Sicht der Portfoliotheorie nach Markowitz unattraktiv erscheinen. Während man nun auf ausländische Anlagen verzichten könnte, drängt sich aus

Grafik 1: Indexierte Entwicklung Weltaktienindex mit und ohne Absicherung (in Schweizer Franken)



Diversifikationsüberlegungen auf, inwiefern diese Herausforderung mittels Währungsabsicherung angegangen werden könnte.

Währungstreiber:

Inflation, Zinsen, Kapitalflüsse

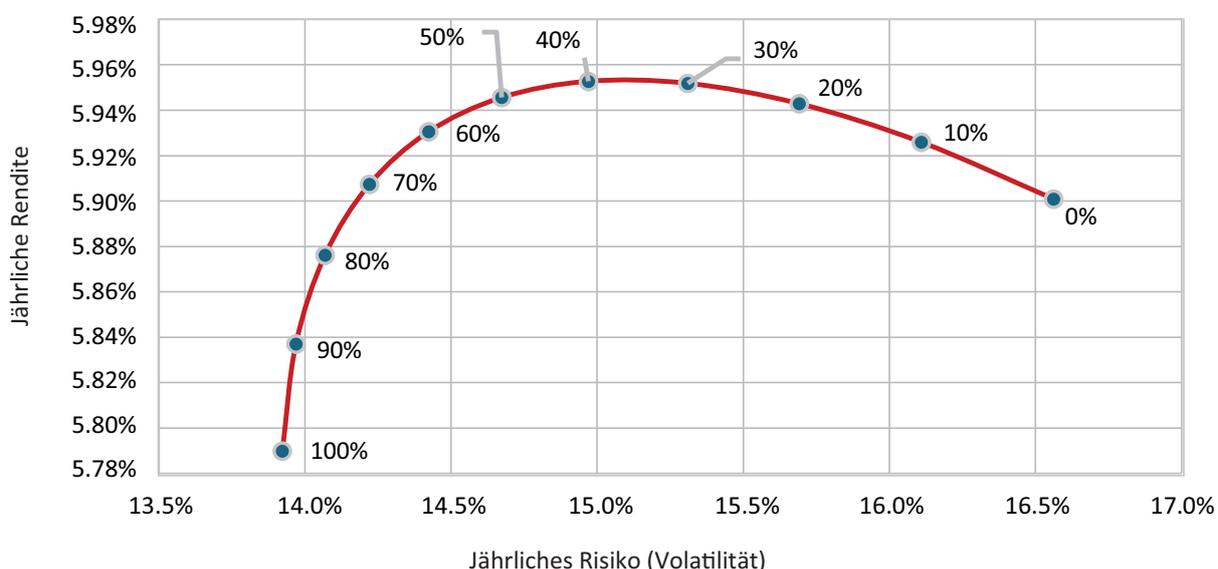
Der Haupttreiber für Wechselkursentwicklungen in der langen Frist sind Unterschiede in den Teuerungsraten zwischen zwei Währungsräumen. Die Wäh-

rung mit der höheren Inflationsrate wertet sich in der Regel gegenüber einer Währung mit einer tieferen Inflationsrate ab. Dieser Effekt ist auch der Haupttreiber für die langfristige Erstarkung des Schweizer Francs.

Währungsräume mit höheren Inflationsraten bieten oftmals auch höhere Zinsen. Sind die Zinsen und Renditeaussichten genügend hoch, können diese Investoren aus dem Ausland anziehen.

Die Kapitalzuflüsse führen zu steigenden Aktienmärkten und einer stärkeren Währung, wie dies beispielsweise in den 1980er Jahren in Japan oder in den späten 1990er Jahren und auch in der ersten Hälfte der 2020er Jahren in den USA der Fall war. Steigende Aktienmärkte erhöhen den gefühlten Wohlstand und begünstigen die Kreditvergabe. Konsumenten genießen dank einer stärkeren Währung temporär eine

Grafik 2: Risiko und Rendite ausländischer Aktien bei verschiedenen Absicherungsquoten 1973–2024 (in Schweizer Franken)



höhere Kaufkraft. Im negativen Fall entsteht eine Blase, die anschliessend platzt: Kapital fliesst wieder ab, gleichzeitige Kursverluste auf Aktien und der Währung sind die Folge. Die langfristigen Effekte einer Währungsabsicherung auf die Wertentwicklung veranschaulicht Grafik 1.

Funktionsweise der Währungsabsicherung

Bei einer Währungsabsicherung wird die Fremdwährung auf einen zukünftigen Termin verkauft. Der heute festgelegte Kurs berücksichtigt dabei die (erwartete) Zinsdifferenz, ansonsten wäre ein risikofreier Gewinn möglich: Wenn Fremdwährungen auf einem Konto gehalten werden und eine Absicherung in den Schweizer Franken erfolgt, resultiert am Ende einer Schweizer Anlage mit den entsprechenden Rendite- und Risikoaussichten. Die aus der Zinsdifferenz resultierenden Abschläge im Vergleich zum aktuellen Kurs werden in der Praxis als Absicherungskosten bezeichnet. Höhere Zinsunterschiede zwischen zwei Währungsräumen führen zu höheren Abschlägen bei den auf Termin festgelegten Kursen.

Auswertung

Leider sind Daten für die Analyse verschiedener Anlageklasse meist erst seit den späten 1990er Jahren verfügbar. Dies erschwert Auswertungen während Zeiten mit erhöhten Währungsturbulenzen, wie beispielsweise in den 1970er und 1980er Jahren. Der Autor hat sich deshalb mit der Rekonstruktion hypothetischer Währungsabsicherungen beschäftigt. Dabei wurden, soweit möglich, Zinssätze von Interbankensätzen mit Laufzeiten von 1 bis 3 Monaten verwendet. Ein Vergleich mit heute gängigen Indizes zeigt dabei nahezu Deckungsgleichheit auf. Die folgende Auswertung stützt sich sodann von 1973 bis ca. in das Jahr 2000 auf die historisch rekonstruierten Daten und verwendet bei Verfügbarkeit Indizes «ab Stange» vom Datenanbieter MSCI. Der Betrachtungszeitpunkt endet 2024. Der grosse Rückgang des US-Dollars wird somit bei der Auswertung nicht berücksichtigt. Ebenfalls nicht berücksichtigt wird die Marge des Devisenhändlers («Absicherungskosten im engeren Sinne»).

Auf der Ebene einzelner Länder lässt sich zunächst naheliegenderweise bei einer Währungsabsicherung eine Risikoreduktion feststellen. Zudem hält sich gerade bei den grossen Aktienmärkten wie den USA, Japan, England, Frankreich und Deutschland der entgangene Gewinn in Grenzen. Teilweise resultiert gar ein Gewinn. Insgesamt lässt sich für einen rekonstruierten globalen Aktienindex festhalten, dass sich der jährliche Renditenachteil bei rund 0,1 Prozentpunkten in einem vertretbaren Rahmen bewegt. Das Risiko reduziert sich dagegen um 15 Prozent. Insgesamt resultiert eine Verbesserung des Rendite-Risiko-Zielkonflikts (die Sharpe Ratio steigt). In den meisten Krisen der vergangenen Jahrzehnte wies zudem eine abgesicherte Umsetzung geringere Verluste auf. Fügen wir die Observationen der ersten Jahreshälfte von 2025 hinzu, entsteht nahezu Renditegleichheit.

Eine weitere Verbesserung dieser Relationen kann erfolgen, wenn die Absicherung nur in Teilen erfolgt. Sowohl im Portfoliokontext als auch isoliert betrachtet liegt eine optimale Absicherungsquote zwischen 20 und 50 Prozent (siehe Grafik 2). Höhere Absicherungsquoten reduzieren zwar weiterhin das Risiko, es steigt aber auch der entgangene Gewinn. Auswertungen über verschiedene Zeiträume zeigen zudem, dass eine Währungsabsicherung mit steigendem Zeithorizont höhere Erfolgchancen aufweist.

Gedanken zur Umsetzung

Aufgrund der langfristig steigenden Erfolgchancen sollte der Umgang mit Währungsrisiken deshalb bereits auf der anlagestrategischen Ebene angegangen und über Zyklen hinweg betrachtet wer-

den. Eine prognosefreie Umsetzung kann dann über periodische Anpassungen der Instrumentengewichte erfolgen («antizyklisches Rebalancing»). Sehr wohl lassen sich kurz- und mittelfristige Überlegungen und Abweichungen einbauen, diese sollten jedoch aus einer taktischen Sicht erfolgen.

Zielführend ist es deshalb, zunächst eine strategische Absicherungsquote festzulegen. Gemäss obigen Ausführungen sollte diese im optimalen Fall zwischen 20 und 50 Prozent liegen. Eine taktische Steuerung kann schliesslich eine zeitlich begrenzte Abweichung innerhalb dieser Bandbreite berücksichtigen. Nebst der Einschätzung der aktuellen und zukünftig erwarteten Zinsdifferenzen drängt sich insbesondere auch eine Bewertungsüberlegung auf. Die Verwendung von realen effektiven Wechselkursen liefert hierbei eine gute Stütze.

Auf der operativen Seite bestehen nebst dem erhöhten Aufwand auch gewisse Risiken: Absicherungsgeschäfte müssen regelmässig erneuert werden, Kontostände der Währungskonti müssen überwacht und ausgeglichen werden und die korrekte Formulierung des Währungspaares beim Abschluss eines Währungsgeschäfts ist zentral, ansonsten drohen finanzielle Schäden. Insofern sollte eine Implementierung nur durch einen professionellen Investment Manager erfolgen. Für Privatanleger drängt sich deshalb eine Umsetzung im Rahmen eines Mandats oder einer Kollektivanlage auf. Glücklicherweise ist die Verfügbarkeit solcher Lösungen seit mehreren Jahren am Steigen.

thomas.fischer@bekb.ch
www.bekb.ch

Fazit

Die historischen Ergebnisse zeigen auf: Eine Währungsabsicherung über die lange Frist hatte für Schweizer Anleger eine Risikoreduktion zur Folge. Eine optimale Umsetzung erfolgt dabei mit einer Teilabsicherung. Diese erlaubt nebst prognosefreiem Rebalancing auch eine bewusste taktische Steuerung. Daraus dürfte nicht nur bei anhaltenden Währungsturbulenzen ein robusteres Portfolio resultieren.