

Absichern, managen oder ignorieren?

Währungsrisiken entstehen bei den meisten Stiftungen eher ungewollt. Manche Anleger nehmen die Risiken einfach in Kauf und ignorieren sie weitgehend. *Welche Strategie ist langfristig sinnvoll?* **VON HOLGER BENKE**

Währungsrisiken entstehen bei den meisten Stiftungen eher ungewollt. Der Kauf von Aktien, Anleihen oder Immobilien außerhalb des Euro-Raumes ist ebenso mit Währungsrisiken verbunden wie der Erwerb von international anlegenden Private Equity- oder Hedge-Fonds. Wer glaubt, die Wechselkursentwicklungen prognostizieren zu können, wird eventuell einzelne Risiken gezielt eingehen oder absichern. Manche Anleger nehmen die Risiken einfach in Kauf und ignorieren sie weitgehend. Welche Strategie ist langfristig sinnvoll?

Unter Währungsrisiken werden im Folgenden ausschließlich Wechselkursrisiken, nicht etwa Zinsänderungsrisiken in fremder Währung oder Devisentransferrisiken/Länderrisiken verstanden. Bei Stiftungen werden Währungsrisiken meist streng limitiert. Dort finden sich zum Beispiel Regeln wie: „Die ungesicherten Währungspositionen dürfen maximal 10 Prozent des Vermögenswertes betragen.“ Oder: „Anlagen in fremden Währungen

dürfen nur in dem Umfang erfolgen, wie sie zu Erfüllung von Leistungen in fremder Währung erforderlich sind.“ Oder gar: „Währungsrisiken sind grundsätzlich zu vermeiden.“

Zur Absicherung einer Währungsposition kann zum Beispiel ein Devisentermingeschäft abgeschlossen werden. Der Terminkurs wird durch die Zinsdifferenz zwischen dem Euro und der jeweiligen Fremdwährung bestimmt. Je nach Zinsdifferenz kann die Absicherung entweder einen Aufwand oder einen Ertrag verursachen. Sicher kalkulieren lässt sich das aber nur für einen bestimmten Zeitraum, für den ein oder mehrere aufeinander folgende Sicherungsgeschäfte abgeschlossen werden. Stiftungen, die ein international diversifiziertes Portefeuille halten und somit dauerhaft in Fremdwährungen engagiert sind, können dem Währungsrisiko praktisch nicht entgehen. Sie können zwar die Positionen revolvierend absichern, tauschen damit aber nur das Währungsrisiko gegen das Risiko ungewisser Absicherungskosten für künftige Sicherungsperioden.

Die erwähnten Anlagevorschriften beziehen sich stets nur auf die Oberfläche des Währungsproblems. Angenommen, eine Stiftung erwirbt von einer US-amerikanischen Investmentgesellschaft für einen US-Dollar-Betrag Anteile an einem international anlegenden Wertpapierfonds und sichert das Investment durch ein Termingeschäft oder eine Dollar-Put-Option ab, so hätte sie – rein formal betrachtet – ihre Anlagevorschrift („kein ungesichertes Währungsrisiko“) erfüllt. Tatsächlich wird der Fonds aber in eine Vielzahl von Währungen investieren, deren Kursveränderungen sich im Fondspreis niederschlagen. Das Engagement ist also keinesfalls frei von Währungsrisiken. Im Übrigen sichert die Stiftung hier höchstwahrscheinlich viel mehr Dollarrisiko ab als tatsächlich besteht – sie geht also durch ihr „Sicherungsgeschäft“ eine zusätzliche (Short-) Währungsposition ein.

Die Forderung, Währungsrisiken grundsätzlich zu vermeiden oder vollständig abzusichern, ist vor dem Hintergrund global vernetzter Finanzmärkte praktisch nicht erfüllbar. Wer sein Vermögen vollständig in deutschen Bundesanleihen anlegt, ist über die Kursentwicklung, die wiederum von der europäischen und internationalen Zins- und Wechselkursentwicklung abhängt, in gewissem Umfang ebenso betroffen, wie ein Anleger, der nur in den deutschen Aktienindex DAX investiert. Er vertraut sein Vermögen 30 verschiedenen Vermögensmanagern (Vorständen) an, die hinsichtlich der Währungsrisiken, die sie in ihrem jeweiligen Geschäftsfeld eingehen, in keiner Weise steuerbar sind. Sie können die Risiken nach ihrem Ermessen absichern, ignorieren oder spekulativ erhöhen.

Was für Euro-Aktien gilt, trifft umgekehrt auch für internationale Aktienanlagen zu. Sie unterliegen nicht zwangsläufig und in voller Höhe dem Risiko der Währung, in der sie notiert werden. Die Indexmitglieder des amerikanischen S&P 100 haben eine Auslandsumsatzquote von 41 Prozent, und einige US-Unternehmen erzielen noch höhere Umsatzanteile im Ausland. Steigende Fremdwährungskurse (fallender Dollar) nützen diesen Unternehmen, weil die in fremden Währungen erzielten Gewinne zu höheren Dollareinnahmen führen. Ferner

werden eventuelle Vermögenswerte im Ausland aufgewertet. Es wäre deshalb nicht adäquat, die US-Dollar-Anschaffungskurse durch Gegengeschäfte vollständig abzuschern. Man müsste vielmehr für jede Aktiengesellschaft individuell abschätzen, wie sich Kursveränderungen bei den verschiedenen Währungen auf die Erträge und den „inneren Wert“ der Gesellschaft auswirken und danach seine Sicherungsgeschäfte ausrichten – ein aussichtsloses Unterfangen!

Stiftungen, die ihr Vermögen international diversifiziert über alle Asset-Klassen anlegen, haben praktisch keine Chance, ihr tatsächliches Währungsrisiko zu ermitteln und vollständig abzusichern. Deshalb gehen eng gefasste Währungsmitel, die sich naturgemäß nur auf die Oberfläche des Problems beziehen, an der Realität vorbei.

Aktives Währungsmanagement erfordert treffsichere Prognosen. Studien über die Kursvorhersagen führender Banken und Kapitalanlagegesellschaften zeigen jedoch, dass etwa die Trendprognosen für den US-Dollar in der Vergangenheit nur zu rund 50 Prozent richtig waren, und die Treffgenauigkeit sehr niedrig lag.

Warum ist es so schwierig, die Währungen hochentwickelter Volkswirtschaften zu prognostizieren? Während Aktienkurse langfristig steigen (im Wesentlichen bedingt durch den Einbehalt eines Teils der Unternehmensgewinne), entwickeln sich die Währungen der hochentwickelten Volkswirtschaften langfristig unter

Schwankungen seitwärts. Die Prognostiker können also – anders als am Aktienmarkt – nicht auf einen Basistrend setzen. Außerdem sind die Devisenmärkte effizient. Kein einzelner Marktteilnehmer oder Prognostiker hat nennenswerte Informationsvorsprünge gegenüber den Wettbewerbern und selbst große Kapitalsammelstellen, die zeitweise die Märkte beeinflussen können, haben nur begrenzte Kapazitäten.

Deshalb bleibt festzuhalten: Ein aktives Währungsmanagement kann zeitweise (zufallsbedingt) erfolgreich sein; auf lange Sicht werden sich Gewinne und Verluste jedoch ausgleichen, und das Gesamtergebnis wird wegen der mit dem aktiven Management verbundenen Research- und Transaktionskosten negativ sein. Anders mag es sich bei den Währungen von Entwicklungs- und Schwellenländern verhalten, die aber für die meisten Anleger von untergeordneter Bedeutung sind.

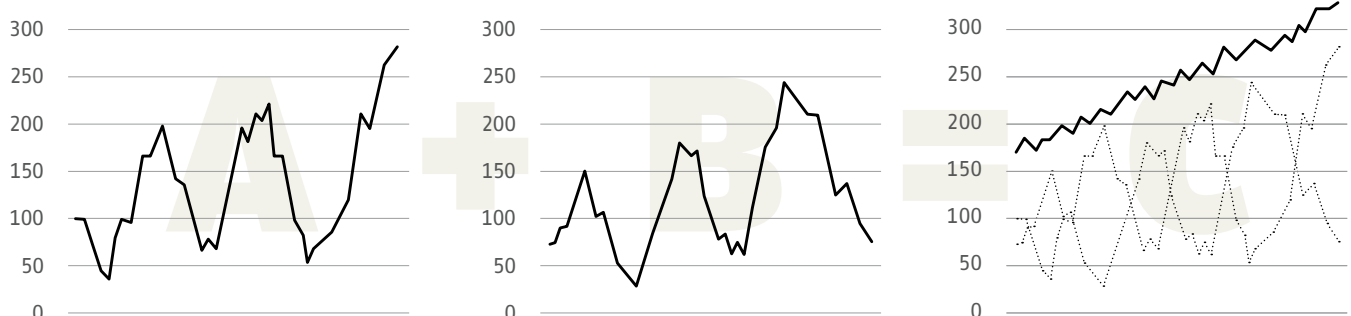
Betrachtet man Kursschwankungen als Risiko, wie es in der Portfoliotheorie üblich ist, so sollten diese langfristig auch durch Erträge honoriert werden. Da aus Währungsrisiken keine laufenden Erträge resultieren, könnte man schlussfolgern, dass Währungen „schlechte“ Risiken darstellen und in einem Portefeuille grundsätzlich nichts zu suchen haben. Risikoabsicherungs- oder -vermeidungsstrategien werden bestärkt durch die Erfahrungen der letzten Jahre: Der Euro war eine starke Währung, Fremdwährungen brachten überwiegend Verluste.

Die Forderung, Währungsrisiken grundsätzlich zu vermeiden oder vollständig abzusichern, ist vor dem Hintergrund global vernetzter Finanzmärkte praktisch nicht erfüllbar.

Sind ertraglose Assets, die nur Wertschwankungen mit sich bringen, grundsätzlich zu meiden? Die Portfoliotheorie und unsere praktische Erfahrung lehren uns, dass das Gesamtrisiko einer Anlagenmischung vermindert werden kann, wenn man eine Vielzahl von Assets, die nicht (hoch) miteinander korreliert sind, ins Portefeuille nimmt. Abbildung 1 zeigt: Im Idealfall werden die Kursschwankungen der Anlage A (zum Beispiel ein thesaurierender Fonds) durch gegenläufige Bewegungen der Anlage B (im Beispiel ertraglos) gerade ausgeglichen. Bleibt insgesamt ein Ertrag übrig, kann das Gesamtergebnis für den Anleger optimal sein (Anlage C).

Abb. 1 Portfoliotheorie am Beispiel

Im Idealfall gleichen die Kursschwankungen einer Anlage die gegenläufigen Bewegungen einer anderen aus. Bleibt insgesamt ein Ertrag übrig, kann das Gesamtergebnis für den Anleger optimal sein.



Betrachtet man beispielhaft die Kursentwicklung des US-Dollar in Relation zu europäischen Aktienanlagen (Abbildung 2), so entwickelte sich die Jahresperformance in 8 von 16 Jahren gegenläufig. Der Dollar hat achtmal negative und achtmal positive Ergebnisse gebracht. Es gab nur zwei Jahre (1994 und 2002), in denen das reine Dollarrisiko eine negative EURO STOXX 50-Performance zusätzlich belastete. In zwei anderen Jahren (2000 und 2001) wirkte der Dollar dagegen verlustdämpfend.

Ferner ist zu beachten, dass sich Währungsverluste und -gewinne in einem gemischten Portefeuille zum Teil untereinander ausgleichen, denn die Kurse der wichtigsten Währungen entwickeln sich oft in gegensätzliche Richtungen (Abbildung 3). Es wäre also weder erforderlich noch kosteneffizient, jedes einzelne Risiko vollständig abzusichern. Das verbleibende Restrisiko kann (muss allerdings nicht) durchaus einen risikodämpfenden Effekt auf das Gesamtportfolio haben.

In Abbildung 3 markiert jeweils ein Punkt die Währungsperformance, die sich in einem diversifizierten Portefeuille ergeben hätte (50 % US-Dollar, 20 % Yen, 20 % Pfund, 10 % CHF-Franken, bei jährlicher Reallokation). Die Schwankungen der Einzelwährungen werden durch die Mischung deutlich nivelliert. Die Performance der Mischung hat über 16 Jahre nur – 4,9 Prozent betragen – ein Ergebnis, das bei einem schwächeren Euro innerhalb weniger Tage korrigiert werden könnte.

Abb. 2 Jährliche Performance

Die Kursentwicklung des US-Dollar verlief in 8 von 16 Jahren gegenläufig zu europäischen Aktienanlagen.

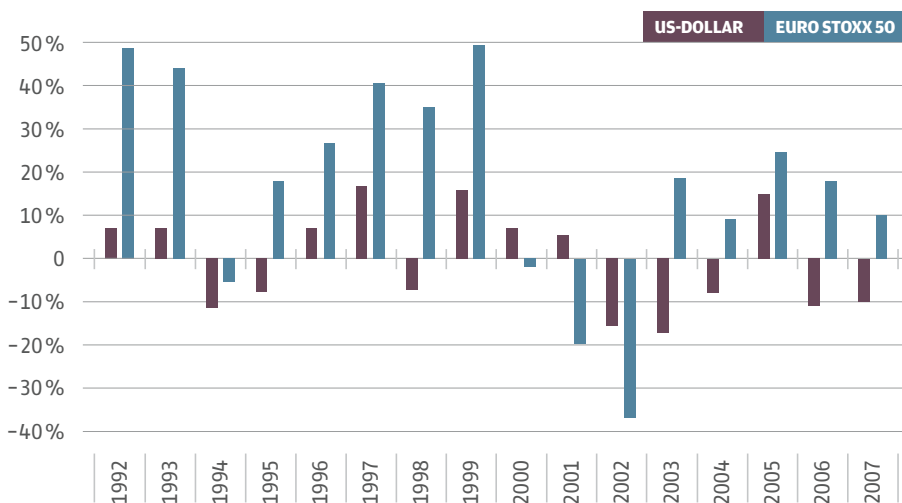
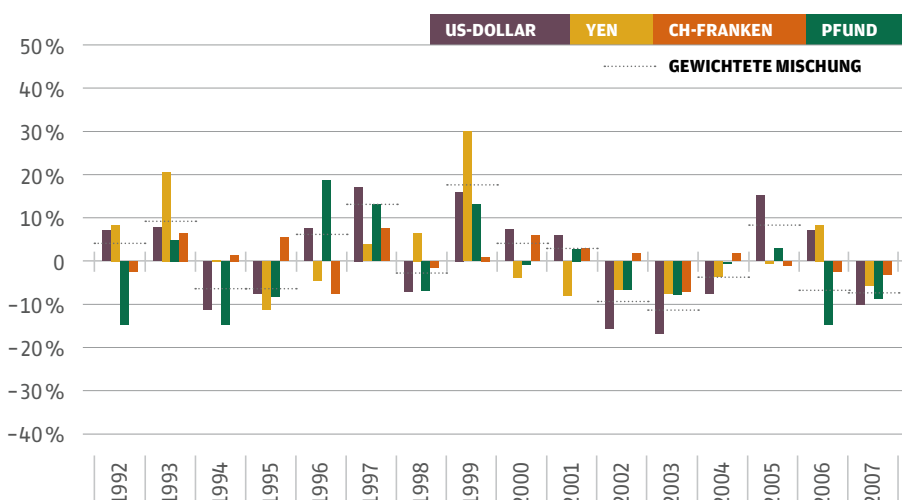


Abb. 3 Jährliche Performance

In einem gemischten Portefeuille gleichen sich Währungsverluste und -gewinne zum Teil untereinander aus.



Das Fazit Während es problemlos ist, den Cash-Flow zeitlich begrenzter Anlagen (zum Beispiel Termingelder, Forderungspapiere oder andere einfach strukturierte Assets) gegen Währungsrisiken abzusichern, müssen Stiftungen, die ihr Vermögen dauerhaft und breit diversifiziert anlegen, mit den Währungsrisiken leben. Es gibt keine Sicherungsgeschäfte für zeitlich unbegrenzte Anlagen, und selbst die Konzentration aller Anlagen auf den Euro-Raum schützt nicht vor Währungsrisiken. Wer ständig revolving Sicherungsgeschäfte abschließt, tauscht nur das Währungsrisiko gegen das Risiko ungewisser Sicherungskosten. Im übrigen kennt kein Anleger sein tatsächliches „Netto-Währungsrisiko“. Er könnte den zu sichernden Wert nur vage schätzen – verbunden mit der Gefahr einer Übersicherung und unnötigen Kosten. Aktives Währungsmanagement würde treffsichere Prognosen voraussetzen, die es auf längere Sicht nicht gibt. Es kann kurzfristig erfolgreich sein – langfristig wird es wegen der damit verbundenen Kosten zu Verlusten führen. Es spricht einiges dafür, diversifizierte Währungsrisiken einfach offen zu lassen und auf den langfristigen Ausgleich von Chancen und Risiken zu setzen.



Holger Benke ist seit 2000 Geschäftsführer der Gemeinnützigen Hertie-Stiftung, wo er die Bereiche Vermögensverwaltung und Administration verantwortet. Von 1992 bis 1999 leitete er die Abteilung Vermögensverwaltung der VolkswagenStiftung und war anschließend ein Jahr lang Geschäftsführer der Karg'schen Familienstiftung.