

## Aktienrenditen seit 1970 (Mittel pro Jahr)

in %	Schweiz	Grossbritannien	Deutschland	USA	Japan	Frankreich
A Rendite in Lokalwährung	7,4	10,3	7,3	9,4	6,0	9,3
Volatilität	16,4	18,9	19,8	15,4	18,7	19,9
B Rendite in Franken	7,4	6,0	5,9	6,2	5,4	5,7
Volatilität	16,4	22,1	21,3	19,4	21,1	22,0
C Rendite in Franken (hedged)	7,4	5,6	5,4	6,5	5,2	5,2
Volatilität	16,4	18,8	19,8	15,4	18,6	19,9
C-B Nutzen des Hedge: Rendite	0,0	-0,3	-0,4	0,4	-0,2	-0,5
Nutzen des Hedge: Volatilität	0,0	-3,2	-1,5	-4,1	-2,5	-2,1

Quelle: MSCI-Bara, Datastream, Bloomberg, eigene Berechnungen

## Währungsrisiken absichern – ja oder nein?

Grobe Verwerfungen am Devisenmarkt sind zum Glück selten. Eine Absicherung will gut überlegt sein.

THOMAS HAUSER

Wir erinnern uns: Am 15. Januar 2015 hatte die Schweizerische Nationalbank die Kursuntergrenze von 1.20 Fr. gegenüber dem Euro aufgehoben. Das Resultat war ein Wahrungsverlust von rund 20% auf Euroanlagen an einem Tag. Seit her wird die Absicherung von Währungsrisiken breit diskutiert. Für den Entscheid sollten sich die Investoren jedoch auf Fakten und nicht auf Gefühle verlassen.

Im Fall von Anleihen ist es erwiesen, dass Fremdwährungen nur das Risiko, nicht aber den Ertrag erhöhen. Anleger mit Verpflichtungen in Franken sollten deshalb Anleihen strategisch in Franken (abgesichert) halten. Jedoch empfehlen jetzt viele Berater auch bei Aktien die vollständige Absicherung.

### Der «Perfect Hedge»

Ist das sinnvoll? Dazu ein paar grundsätzliche Überlegungen.

– Diversifikation ist der einzige «Free Lunch», den es gibt. Auch Fremdwährungen in einem gewissen Umfang verbessern die Diversifikation innerhalb des Portfolios.

– Bei einer Aktie ist nicht relevant, ob das betreffende Unternehmen den Sitz in der Schweiz hat und die Aktie folglich in Franken gehandelt wird. Von Bedeutung ist, wo und in welchen Währungen der Umsatz erzielt wird.

– Unternehmen betreiben allenfalls interne Währungsabsicherung.

– Wenn bei Untersuchungen Währungsabsicherungen berechnet werden, geht man von einem «Perfect Hedge» aus. Es wird demnach immer der richtige Betrag abgesichert. In der Praxis ist das nicht möglich, weil die Kursveränderungen nicht im Voraus bekannt sind.

– Will man der Illusion des «Perfect Hedge» möglichst nahe kommen, muss man die Positionen zur Währungsabsicherung möglichst oft anpassen. Dem stehen aber Kosten gegenüber, die mit häufiger Anpassung zunehmen.

### Teilweise absichern

Diese grundsätzlichen Überlegungen zeigen auf, dass die vollständige Absicherung aller Währungen aus Rendite- und Risikoaspekten suboptimal ist. Ob hingegen ganz auf die Absicherung verzichtet werden soll oder ob teilweise abzuschern ist, lässt sich finanztheoretisch nicht exakt herleiten. Hier kommt die historische Evidenz ins Spiel.

Beispielsweise hat das Pfund zum Franken seit Dezember 1969 rund 87% an Wert verloren, der Dollar 77% und der Euro (früher die Mark) 49%. Lohnt es sich also, die Währungen – teilweise – abzuschern? Zur Analyse (vgl. Tabelle) werden MSCI-Indizes von sechs Ländern herangezogen, die aktuell zusammen 85% der Börsenkapitalisierung der entwickelten Märkte stellen. Die Aktienrenditen sind in Lokalwährung, in Franken sowie in Franken abgesichert (Hedged) dargestellt. Abgesichert wird auf Monatsbasis mit Spread-Kosten von 0,02%.

Folgendes offenbart sich: Erstens ist das Fokussieren auf Länder mit hoher Rendite in Lokalwährung irreführend. Diese Länder haben ein höheres Zinsniveau und eine höhere Inflation. Die Renditen der ausländischen Märkte liegen somit in Franken betrachtet unabhängig von der Lokalwährung relativ nahe zusammen. Zweitens ist hinsichtlich Rendite die Währungsabsicherung

trotz vorsichtiger Kostenannahme bei keinem Markt vorteilhaft. Je höher die Spread-Kosten eines Investors, desto unvorteilhafter wird die Absicherung. Drittens lässt sich die Volatilität der ausländischen Märkte durch Wahrungssicherung um rund 2,5 Prozentpunkte reduzieren. Trotzdem ist auch auf wahrungsgesicherter Basis die Volatilität im Ausland tendenziell höher. Im Portfolio-kontext ist jedoch nicht der einzelne Markt relevant, sondern das Zusammenspiel.

### Der Einfluss der Kosten

Hierzu berechnen wir ein Portfolio, das sich zu 40% aus Schweizer Aktien und zu je 10% aus den erwähnten ausländischen Märkten zusammensetzt, wobei den USA das doppelte Gewicht zukommt. Dieses Portfolio hat seit 1970 eine Rendite von 7,1% pro Jahr bei einer Volatilität von 15,7% erzielt. Wird der Auslandteil nun vollständig währungsgesichert, liegt die Rendite bei 6,8% und das Risiko bei 14,3%. Folglich wird keine Renditeverbesserung erreicht; das Risiko kann aber leicht reduziert werden.

Damit sich das Erkaufen des geringeren Risikos lohnt, bedingt es sehr niedrige Absicherungskosten: Wenn die Spread-Kosten wieder mit 0,02% veranschlagt werden, besteht das beste Risiko-Rendite-Verhältnis bei einer Hedge Ratio von 80% der Auslandsanlagen (88% des Depots in Franken). Steigen die Absicherungskosten auf 0,05%, ist die optimale Hedge Ratio nur noch 30% (58% des Depots in Franken); bereits bei Kosten von 0,1% beträgt die optimale Hedge Ratio 0% (40% des Depots in Franken aufgrund des Schweizer Anteils). Etliche Investoren haben jedoch höhere Kosten.

Statt wie zuvor ein stilisiertes Portfolio vorzugeben, optimieren wir nun ein Portfolio. Dazu werden erstens die historischen Korrelationsbeziehungen herangezogen, zweitens die Beobachtung, dass die Volatilität im Ausland ohne Hedge knapp 5 Prozentpunkte und mit Hedge noch 2,5 Prozentpunkte höher liegt als in der Schweiz, und drittens die Annahme, dass das Renditepotenzial für Aktien vor Kosten überall gleich ist.

Das Resultat ist wie folgt: Das optimale Portfolio mit dem kleinsten Risiko und entsprechend der geringsten Rendite enthält 24% Schweizer Aktien, der ganze Auslandsanteil ist währungsgesichert. Im ertragsreichsten Portfolio stellen Schweizer Aktien 53%, der gesamte Auslandsanteil ist nicht währungsgesichert.

### Bei Aktien kaum

Dass sich in der Praxis die Absicherung für risikofahige Investoren nicht lohnt, wird bestätigt. Nur für diejenigen, die zwar Aktien halten, aber die Schwankungen leicht reduzieren wollen, kann Währungsabsicherung optimal sein.

Das ist allerdings insofern zu relativieren, als in der Praxis ein solch defensiver Anleger meistens kein reines Aktiendepot hält, sondern das Portfolio mit Frankenanleihen ergänzt. In diesem Fall nimmt der Absicherungsbedarf bei den Aktien jedoch deutlich ab. To hedge or not to hedge? Im Portfolio-kontext drängt sich die Währungsabsicherung bei Aktien in den meisten Fällen nicht auf.

Thomas Hauser ist geschäftsführender Partner der Dr. Pirmin Hotz Vermögensverwaltungen in Baar.

# «Märkte können sich irren, aber dumm sind sie nicht»

**FONDSMANAGERINTERVIEW** Valentijn van Nieuwenhuijzen, Leiter Multi Asset von NN Investment Partners, plädiert für Flexibilität und sieht in der Diversifikation eine wichtige Ertragsquelle.

**Herr Van Nieuwenhuijzen, wie schätzen Sie die Marktsituation ein, hat sich das Borstief verzogen?**

Für Entwarnung ist es zu früh. Die Finanzmarktgeschichte lehrt uns, bescheiden zu sein, wenn wir nicht wissen, was die Zukunft bringt. Und Fragezeichen gibt es viele, auch wenn die Angst vor einer Rezession in den USA, die die Märkte noch Anfang Jahr umgetrieben hatte, übertrieben war. Die ökonomische Sicht sagt uns, dass sich die globale Wirtschaft in einem moderaten Aufschwung befindet. Aber die Phase hoher Volatilität, die seit April letzten Jahres andauert, werden wir nicht so schnell los.

**Weshalb nicht?**

Die Märkte signalisieren, dass sich die Welt in einem fragilen Zustand befindet. Wenn Regierungen und Notenbanken einen Fehler begehen oder wenn die Wachstumsschwäche der Schwellenländer die ganze Welt befällt, kann das in eine Negativspirale münden und einen Schock auslösen.

**Viele Beobachter sagen, die Stimmung sei schlechter als die Lage. Gleichzeitig gibt es die Regel, die besagt, der Markt hat immer recht. Was stimmt nun?**

Ich würde nicht behaupten, dass der Markt immer recht hat, ganz und gar nicht. Die Märkte respektive die Anleger, die den Handel bestimmen, können sich irren. Oft handeln sie emotional, und es kommt zu Uberreibungen nach unten oder nach oben. Aber verrückt oder dumm sind die Märkte nicht. Als Investor muss man akzeptieren, dass es eine grosse Herausforderung ist, sie zu übertreffen. Man kann smarter sein, aber einfach ist es nicht.

**Lange hatte die Geldpolitik den grössten Markteinfluss, dann war es der Ölpreis. Was wird es in Zukunft sein, worauf müssen Anleger achten?**

Im Zentrum steht das Wachstum. In den Notenbanken haben die Tauben, die für eine expansive Geldpolitik eintreten, ihre Position gegenüber den Falken, den Hardlinern, gefestigt, auch im Fed. Die Europäische Zentralbank und die Bank von Japan haben weitere Stimulierungen beschlossen, Japan sogar Negativzinsen. Jetzt muss sich zeigen, was daraus wird. Am Markt sind die gröbsten Rezessionsängste verfliegen, doch gleichzeitig haben die Zweifel an der Wirksamkeit der ultralockeren Notenbankpolitik zugenommen.

**Wie sieht Ihre Wachstumsprognose aus?**

Wir gehen von einer geringfügigen Wachstumsbeschleunigung aus. Das wird nicht für einen nachhaltigen Borsenaufschwung reichen, aber es genügt, um den Risikoappetit der Anleger wieder etwas anzustacheln, wie wir es in diesen Tagen bereits feststellen. Dann wird sich das Augenmerk auf ein anderes grosses Thema richten: die Politik, die Diskussion über den Brexit, die Zukunft der EU und des Euros, das weitere Vorgehen der Notenbanken. Nahost, die US-Präsidentenwahl. Die Kursschwankungen bleiben vor diesem Hintergrund gross.

**Ihre Meinung zum Brexit?**

Gemäss unserem Basisszenario werden die Briten in der EU bleiben. Aber der Ausgang des Referendums ist aus heutiger Sicht sehr eng, die Wahrscheinlichkeit schätzen wir auf fünfzig zu fünfzig.

**Was hätte der Brexit am Finanzmarkt, an der Börse zur Folge?**

Das Pfund würde sich weiter abschwächen. Wer mit dem Brexit rechnet, sollte sich dagegen schützen. Die Marktstimmung würde sich verschlechtern, zuerst in Grossbritannien und dann in Kontinentaleuropa. Die europäischen Börsen würden gegenüber den anderen Regionen ins Hintertreffen geraten.

**Was sie teils jetzt schon tun. Welches Gewicht hat Europa in Ihren Portfolios?**

Wir halten eine ubergewichtete Position in US-Aktien und haben Europa auf «Untergewichten» reduziert. Nehmen die Risiken zu, werden wir die USA weiter aus- und europäische Aktien abbauen.

**Allein wegen des Brexit?**

Nein, die politischen Risiken in Europa sind allgemein grösser als in den USA, Stichwort Flüchtlinge, Terrorgefahr. Auch die Schuldenkrise kann wieder aufblitzen. In den USA ist wichtig, was die Notenbank und als Resultat davon der Dollar machen und wie es um die Unternehmensgewinne steht. Auch wenn der Ausblick nicht grossartig ist, sehen wir die amerikanischen Unternehmen in einer besseren Situation.

**Befürchten Sie keine Gewinnrezession?**

Die Aktienmärkte, ob in den USA oder sonst irgendwo, dürfen nicht auf starke Unterstützung durch die Unternehmens-

gewinne zählen. Das Wachstum ist beschränkt, genauso wie der Spielraum nach unten. Insgesamt weisen die Aktienmärkte ziemlich hohe Risikoprämien auf. Falls sich die makroökonomische Lage stabilisiert und die Geldpolitik zurückhaltend bleibt, kommen die Risikoprämien zurück, und für Aktien zeichnet sich eine positive Entwicklung ab.

**Ihr Team verwaltet für institutionelle und private Anleger Fonds und Mandate in der Höhe von 25 Mrd. €. Welche Anlage dominiert in den Portfolios?**

Die Anteile sind je nach Fonds und Risiko-profil des Kunden unterschiedlich, weshalb ich keine Prozentzahlen nennen kann. Allgemein halten wir eine neutrale Position in Aktien, waren aber sehr aktiv und haben seit Jahresanfang drei Mal von «Übergewichten» in «Neutral» und zurück umgeschichtet, mit gutem Erfolg. Übergewichtet sind wir in Immobilien – vorab in europäischen Immobiliengesellschaften – und in Spread-Produkten, ausgewählten Hochzinsobligationen sowie in Investment-Grade-Anleihen vor allem aus Europa, besonders nach der jüngsten Lockerung der EZB. Leicht untergewichtet sind wir in Regierungsanleihen und in Rohstoffen. Letztere profitieren von einer starken Konjunktur, wofür die Anzeichen aber fehlen. Die Cash-Quote ist mehr oder weniger neutral.

**Multi-Asset-Produkte versprechen eine bessere Performance als der Markt. Wie smart sind Ihre Produkte?**

Unsere Interpretation ist: Multi Asset umfasst alle Anlageklassen, die der Markt hergibt, regional und nach Produkten. Die Strategie muss flexibel sein und darf sich nicht straff an eine Benchmark halten. Wenn man eine Anlage nicht mag, kann man sie vollständig ignorieren, und umgekehrt.

**Wie ein Hedge Fund?**

Wir verwenden die gleichen Informationen wie globale Makro-Hedge-Funds. Hingegen setzen sie in der Regel viel stärker komplexe Derivate ein, verwenden auch illiquide Instrumente, sind teurer und für ein breites Publikum oft schwer zugänglich. Wir investieren nur in liquide Anlagen, in lineare Instrumente und setzen grundsätzlich auf steigende Kurse, also keine Long-Short-Strategie.

**Mit welchem Ziel?**

3% über Cash sind das Performanceziel. Der Flaggschiffonds First Class Multi Asset Fund hat seit der Lancierung 2011 eine durchschnittliche Rendite von 6,3% pro Jahr erzielt.

**Gibt's noch Ertragsquellen in dieser renditearmen, von Notenbankgeld überschwemmen Welt?**

Aber ja. Der grosse Vorteil von Multi Asset ist Diversifikation. Selbst wenn die Korrelation zwischen den Anlageklassen im Sog der unkonventionellen monetären Politik gestiegen ist, schneiden die Vermögensklassen stark unterschiedlich ab. Die Diversität der Ertragsquellen, also die Diversifikation, funktioniert immer noch. Über die Zeit zahlt sie sich aus, eine Anlageklasse kompensiert die andere. Der Punkt ist, in einem ausgewogenen und flexiblen Verhältnis zu diversifizieren, keine Anlage darf komplett dominieren.

INTERVIEW: HANSPETER FREY



BILD: ZVG

«Die Märkte signalisieren, dass sich die Welt in einem fragilen Zustand befindet.»

VALENTIJN VAN NIEUWENHUIJZEN

## Medien-Analyse

Als Stimmungsmesser wertet der niederländische Asset-Manager NN Investment Partners auch Medienberichte aus. Online-Plattformen führender Wirtschaftspublikationen und Social-Media-Kanäle werden auf Fachbegriffe und Formulierungen untersucht. «Gleich zu Jahresbeginn häuften sich Wörtern wie Konflikt, Stress, Unsicherheit und Risiko massiv», sagt Valentijn van Nieuwenhuijzen zur FuW. «Das half uns beim Timing. Risikopositionen haben wir so rechtzeitig reduziert.»

### Asset-Klassen und ihre Jahresperformance – die Unterschiede sind gross

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Cash	4,31	4,57	3,43	2,45	2,13	2,19	2,96	4,14	4,45	1	0,55	1,17	0,35	0,13	0,13	-0,07
Unternehmenskredite	6,17	6,44	8,53	6,77	7,55	3,96	0,54	0,02	-3,76	15,71	4,75	1,49	13,59	2,37	8,4	-0,56
Emerging Market Debt (Hartwährung)	12,81	-0,35	15,95	22,52	12,01	9,2	7,64	4,69	-13,51	29,35	11,63	7,39	16,82	-5,58	7,09	0,74
Emerging Market Debt (Lokalwahrung)	8,89	8,77	-5,45	-3,66	6,52	18,93	0,46	4,66	1,13	8,21	13,02	-2,02	5,8	-2,04	-7,03	-7,61
High Yield global	-9,07	1,04	-0,1	29,99	12,35	3,03	8,43	0,18	-28,79	65,41	13,58	2,88	17,67	7,7	2,83	-3,36
Europ. Regierungsbobl (AAA), 1–10 Jahre	7,36	5,93	8,87	2,86	7,57	5,99	0,14	0,9	6,14	4,75	5,02	5,5	5,77	-0,81	6	0,61
Aktien global	-7,31	-12,3	-32,02	10,74	6,46	26,17	7,4	-1,66	-37,64	25,94	19,53	-2,38	14,05	21,2	19,5	10,42
Aktien Emerging Markets	n.a.	2,68	-20,39	29,63	16,51	54,41	18,2	25,74	-50,92	72,94	27,13	-15,7	16,41	-6,81	11,38	-5,23
Rohstoffe	40,86	-15,06	6,71	3,61	0,56	39,87	-8,42	5,12	-32,74	15,77	25,27	-10,6	-2,83	-13,41	-17,01	-25,02
Immobilien (USA)	22,22	10,97	-14,7	8,6	17,27	20,14	19,15	-22,72	-45,73	21,98	26,52	0,4	18,07	-1,42	40,14	-3,37

Quelle: NN Investment Partners