

Fremdwährungsoptionen (CHF hedged)

Bessere Diversifikation der Anlageklasse Obligationen CHF

Ein beträchtlicher Teil des Vorsorgekapitals wird in Obligationen in Schweizer Franken angelegt. Das Zinsrisiko ist dadurch von einer einzigen Zinskurve abhängig. Die globale Diversifikation über mehrere Zinskurven wird nicht ausgeschöpft. Die Beimischung von Fremdwährungsoptionen (CHF hedged) verbessert das Risiko-Rendite-Profil der Anlageklasse Obligationen CHF und des Gesamtportfolios.

Viele Pensionskassen haben wegen der eingeschränkten Risikofähigkeit neue ALM Studien erstellen lassen. Die Zusammensetzung der Anlagestrategie und die Diversifikation innerhalb der Kategorien werden mit einem gesteigerten Risikobewusstsein überprüft. Dabei müssen die Strukturierung der Obligationen und die Absicherungsquote der Fremdwährungsrisiken bestimmt werden. Das Ziel ist ein besser diversifiziertes Obligationenportfolio mit einem möglichst optimalen Risiko-Rendite-Verhältnis.

Risiko-Rendite Profil einfach verbessern

In einer traditionellen Vermögensverteilung wird ein grosser Anteil der Obligationen in CHF Obligationen investiert. Das Risiko-Rendite Profil der Anlageklasse Obligationen CHF könnte aber mit dem «neuen» Anlagesegment Fremdwährungsoptionen (CHF hedged) auf einfache Weise verbessert werden.

Die Tabelle 1 zeigt die Risiko-Rendite Werte von Staatsanleihen für den Zeitraum 1985 bis 2008. Das Schwankungsrisiko (Volatilität) von CHF Obligationen betrug 3.5 Prozent per annum, während das Risiko einer negativen Jahresrendite, beziehungsweise das Verlustpotential (Shortfall Risiko) bei 8.2 Prozent lag. Fremdwäh-

rungsoptionen (CHF hedged) hatten eine gleich hohe Volatilität wie CHF Obligationen, aber ein deutlich tieferes Shortfall Risiko (Verlustpotential) von 5.1 Prozent. Diese Eigenschaft lässt sich auf die internationale Diversifikation der Zinsrisiken auf mehrere Zinskurven zurückführen. Das Schwankungsrisiko von Fremdwährungsoptionen (unhedged) war hingegen mit einer Volatilität von 7.8 Prozent und einem Verlustpotential von 23.3 Prozent deutlich

höher. Die volatilen Devisenkurse tragen dabei sehr deutlich zum erhöhten Schwankungsrisiko bei.

Das Renditepotenzial wird durch die Absicherung der Fremdwährungen nicht eingeschränkt. Die Rendite der Fremdwährungsoptionen (CHF hedged) lag sogar

In Kürze

- > Fremdwährungsoptionen (CHF hedged) verbessern die Diversifikation
- > Eine Absicherung der Währungsrisiken ist bei Obligationen sinnvoll

über der Rendite von Fremdwährungsoptionen (unhedged) und CHF Obligationen. Weniger Risiko bedeutet somit nicht per se weniger Rendite.

Ein einfacher 50/50 Mix zeigt, dass die Beimischung von Fremdwährungsoptionen

Tabelle 1: Risiko und Rendite von Staatsanleihen 1985 – 2008

	CHF Obligationen	FW Obligationen (CHF hedged) (unhedged)		50% CHF Obligationen 50% FW Obligationen (hedged)
Rendite p.a.	4.8%	5.6%	5.3%	5.2%
Volatilität p.a.	3.5%	3.5%	7.8%	3.1%
Shortfall Risk	8.2%	5.1%	23.3%	4.4%

Daten: Citigroup Indizes 1985–2008

Autoren

Pius Zraggen

lic. rer. pol.
CEO und
Gründungs-
partner OLZ &
Partners
Asset and
Liability Manage-
ment AG,
Murten/Zürich



Michael Frei

lic. oec. HSG, CFA
Vice President
OLZ & Partners
Asset and Liability
Management AG,
Murten/Zürich

Tabelle 2: Korrelationen verschiedener Anlagekategorien

	Aktien CH	Aktien Ausland	FW-Obligationen (unhedged)	FW-Obligationen (CHF hedged)
Aktien CH	1.00	0.80	0.21	-0.34
Aktien Ausland		1.00	0.40	-0.41
FW-Obligationen (unhedged)			1.00	0.30
FW-Obligationen (CHF hedged)				1.00

Korrelation Preisrenditen in CHF, Januar 1999 bis Dezember 2008

Tabelle 3: Korrelation verschiedener Fremdwährungsobligationen

	US	EU	UK	CA	AU	JP	SE	CH
US	1.00	0.32	0.58	0.64	0.26	0.62	0.28	0.21
EU		1.00	0.28	0.33	0.39	0.13	0.67	0.40
UK			1.00	0.51	0.41	0.24	0.49	0.22
CA				1.00	0.60	0.26	0.45	0.01
AU					1.00	-0.06	0.50	-0.08
JP						1.00	0.13	0.25
SE							1.00	0.26
CH								1.00

Korrelation Preisrenditen, Februar 2000 bis Dezember 2008

gationen (CHF hedged) in der Kategorie CHF Obligationen eine Optimierung bewirkt. Die Volatilität reduziert sich von 3.5 auf 3.1 Prozent und das Verlustpotential fällt von 8.2 auf 4.4 Prozent. Das Renditepotenzial bleibt unverändert, während sich das Risiko reduziert. Das Grundprinzip der internationalen Diversifikation der Zinsrisiken führt dabei zu einem verbesserten Risiko-Rendite Verhältnis.

Fremdwährungsrisiken absichern

Der Nutzen von Fremdwährungsobligationen liegt in der globalen Verteilung der Zinsrisiken. Die internationale Diversifikation führt aber zum Exposure in Fremdwährungen. Devisenkurse unterliegen starken Schwankungen, so dass Fremdwährungen als wesentliche Risikofaktoren zu betrachten sind. Die Absicherung der Fremdwährungen bei Obligationen ist somit ein wichtiger Anlageentscheid.

Diverse akademische Studien zum Thema Fremdwährungsabsicherung und Investment Consultants empfehlen bei Obligationen eine Absicherung der Fremdwährungen. Haefliger et al. (2002) zeigen, dass ein globales Obligationenportfolio systematisch gegen CHF abgesichert werden sollte. Die Autoren bestätigen, dass die globale Diversifikation der Zinsrisiken zu einem effizienteren Rendite-Risiko-Profil führt, das aber erst mit der Absicherung

der Fremdwährungen wirksam wird. Fremdwährungen werfen per se kaum eine systematische Risikoprämie ab.

Ein weiteres Argument für ein abgesichertes Portfolio von Fremdwährungsobligationen sind dessen vorteilhafte Diversifikationseigenschaften. Die Korrelation des globalen Staatsanleihenindex (CHF hedged) zu Aktien ist mit -0.34 bis -0.41 negativ. Gerade in Krisenphasen wird die gewünschte strategische Diversifikation von «langweiligen» Staatsanleihen auch geliefert (siehe Tabelle 2). Die Erweiterung mit einem globalen Portfolio von Staatsanleihen (CHF hedged) hat somit auch eine positive Wirkung auf das Risiko-Rendite Profil des Gesamtportfolios.

Zinsrisiken effizient diversifizieren

Auch bei der Umsetzung der Anlageklasse Fremdwährungsobligationen (CHF hedged) muss die Diversifikation beachtet werden. Wenn die Umsetzung indexiert erfolgt, hat dies eine grosse Schwäche: Das Gewicht eines Obligationenmarkts im globalen Staatsanleihenindex ist von der nationalen Verschuldung des jeweiligen Landes abhängig. Bei höherer Verschuldung werden mehr Staatsanleihen emittiert und das Gewicht im Index steigt. Dies ist aus Sicht der Portfoliotheorie aber kein geeignetes Kriterium für eine effiziente Diversifikation. Die Tabelle 3 illustriert die

Optimierungsmöglichkeiten. Wegen des relativ stabilen Franken/Euro-Kurses wird oft in Euro-Obligationen investiert. Die Korrelation von CHF Obligationen zu EUR Obligationen ist mit 0.40 aber am höchsten. Ein Fokus auf EUR Anleihen ist für eine optimale Diversifikation der Zinsrisiken nicht geeignet. Die Korrelation von CHF Obligationen zu Obligationen in kanadischen Dollar (CAD) ist praktisch null und zu Obligationen in australischen Dollar (AUD) sogar negativ. Dieses Diversifikationspotenzial sollte genutzt werden.

Fazit

Dank der globalen Diversifikation der Zinsrisiken hat ein Portfolio mit Fremdwährungsobligationen (CHF hedged) ein geringeres Schwankungsrisiko als ein reines CHF Obligationenportfolio. Die Reduktion des Home Bias durch die Beimischung von abgesicherten Fremdwährungsobligationen führt zur Verbesserung des Risiko-Rendite-Profiles. Gerade bei tiefen Zinsen und potenziell steigenden Zinsen ist die effiziente Strukturierung der Obligationen umso wichtiger.

Literatur

Haefliger, T., Wälchli, U., Wydler, D.: Hedging Currency Risk: does it have to so complicated?, SSRN Working Paper No. 363080 (2002)
 Campbell, J. Y., Serfaty-de Medeiros, K., Viceira, L. M.: Global Currency Hedging, JEL (2007) ■