



Partisan Strategie Fonds (CHF)

Strategiesitzung 3. Quartal 2013:

Währungsabsicherung und währungsbedingte Klumpenrisiken

Die erste Strategiesitzung beschäftigte sich mit der Frage, ob und wieviel *Fremdwährungsexposure im Kontext der Anlageziele des PARTISAN* sinnvoll ist. Exemplarisch für die Denkweise des PARTISAN stehen dabei *Risikoerwägungen* und nicht kurzfristige Prognosen *im Vordergrund*.

Zusammenfassung

Wir kommen zum Schluss, dass eine weitgehende Währungsabsicherung unter Risikoaspekten sinnvoll ist, solange nur die *nominale* Entwicklung des Portfolios im Fokus steht.

Oberstes *Ziel des PARTISAN* ist jedoch nicht die Erhaltung des in Anzahl Schweizerfranken gemessenen Wertes, sondern die Erhaltung der inflationsbereinigten *Kaufkraft*. Unter dieser Prämisse kann eine gewisse Währungsdiversifikation das Risiko grosser realer Verluste reduzieren. Eine *vollständige Währungsabsicherung* würde ein *Klumpenrisiko* bedeuten, besonders in einem Währungsraum mit hohem Aussenhandelsanteil wie der Schweiz.

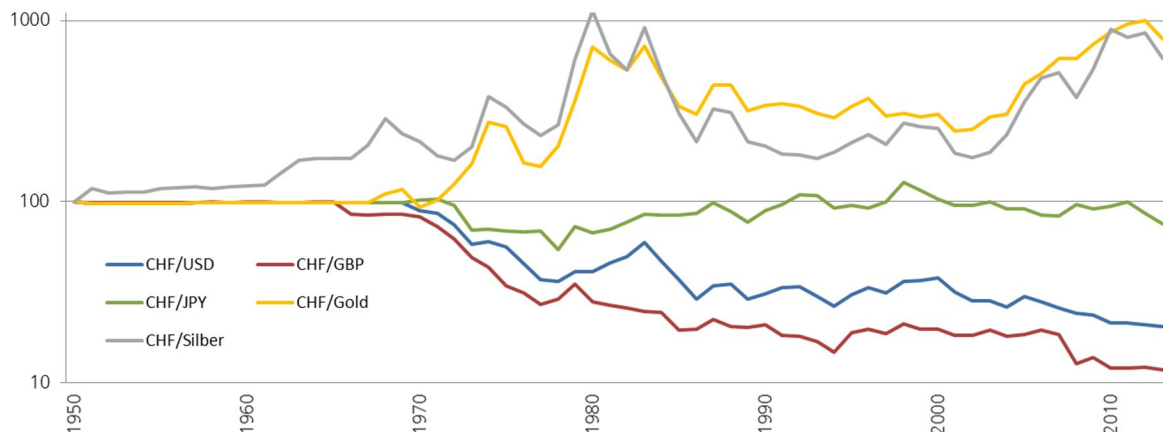
Im Hinblick auf jüngere Entwicklungen betreffend monetärer Stabilität und Berechenbarkeit - sowohl bei unseren wichtigsten Handelspartnern als auch in der Schweiz selbst - ist diesem Aspekt erhöhte Aufmerksamkeit zu widmen.

Wir haben in diesem Zusammenhang entschieden, netto (nach Währungsabsicherung) nur ca. 70% des Portfolios in Schweizerfranken (CHF) zu halten. Ca. 20% werden in Fremdwährungen, ca. 10% in Edelmetalle diversifiziert.

Im Folgenden gehen wir näher auf unsere Überlegungen ein.

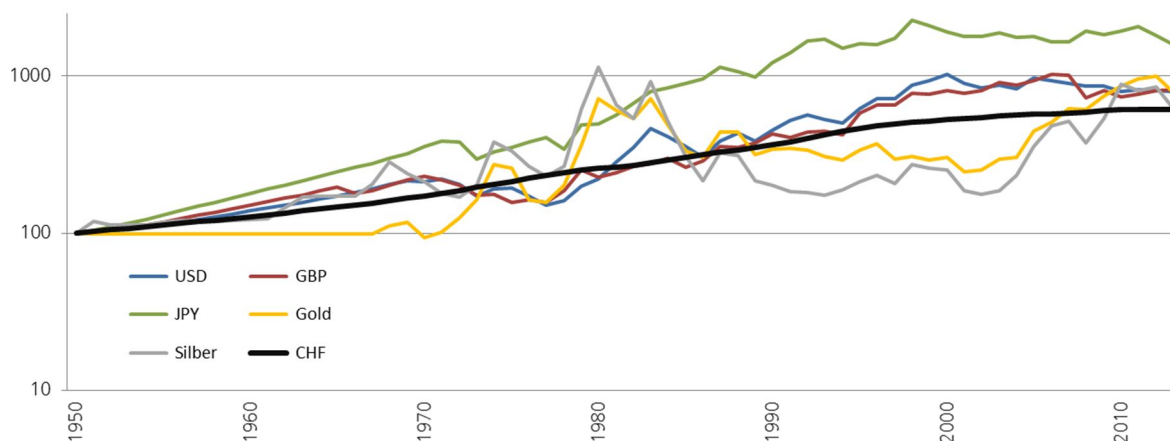
Ziel nominale Werterhaltung: Währungsabsicherung reduziert Risiken

Historisch war eine vollständige Absicherung von Fremdwährungsrisiken für Anleger in der Schweiz insofern vorteilhaft, als dadurch die *Volatilität des Portfolios reduziert* werden konnte. Die folgende Grafik zeigt die Wechselkursentwicklung des CHF zu ausgewählten Währungen und Edelmetallen.



Der CHF wurde gegenüber praktisch allen Währungen immer stärker. Ausgenommen sind Edelmetalle, welche gegenüber dem CHF stärker wurden.

Trotz der laufenden Aufwertung des CHF gegenüber allen wichtigen Währungen, konnte mit einer Währungsabsicherung die *Rendite jedoch nicht massgeblich erhöht* werden: die Kosten der Absicherung kompensierten die dadurch vermiedenen Währungsverluste weitgehend. Die Absicherungskosten entsprechen den Differenzen in der Verzinsung der verschiedenen Währungen. Wenn beispielsweise EUR Geldmarktanlagen mit 1.5% p.a. rentieren, CHF aber nur mit 0.5% verzinst werden, dann kostet die Absicherung des EUR Währungsrisikos 1% pro Jahr. Die nächste Grafik zeigt deshalb die *Wertentwicklung von Geldmarktanlagen* und Edelmetallen im Vergleich zu CHF Geldmarktanlagen.



Wertentwicklung (in CHF gemessen) von Geldmarktanlagen, bzw. Anlagen in Edelmetallen: Wechselkursschwankungen führten zwar zu erheblichen Wertschwankungen in Fremdwährungs- und Edelmetallanlagen. Über lange Zeiträume divergierten die Durchschnittsrenditen jedoch nicht systematisch von CHF Anlagen: die Wechselkurs bedingten Verluste der Fremdwährungen wurden im Durchschnitt durch eine höhere Verzinsung in etwa ausgeglichen. Entsprechend umgekehrt verhielt es sich bei den Edelmetallen, weil diese im Unterschied zu einer CHF Geldmarktanlage keine Zinsen abwerfen.

Quellen: Federal Reserve, Brian Mitchell International Historical Statistics, Schweizerische Nationalbank, www.measuringworth.com, Bloomberg

Ähnliches ist auch in Zukunft zu erwarten: sowohl aus theoretischer als auch empirischer Sicht spricht vieles dafür, dass Währungsbewegungen nicht gewinnbringend prognostiziert werden können und dass Zinsdifferenzen in verschiedenen Währungen langfristig durch entgegengesetzte Wechselkursbewegungen tendenziell kompensiert werden. Es ist aus heutiger Sicht somit kein systematischer Einfluss von Fremdwährungsrisiken auf die langfristige Rendite zu erwarten. Hingegen steigen durch Fremdwährungsrisiken tendenziell die Risiken (Wertschwankungen) eines in CHF gemessenen Portfolios. *Währungsabsicherung* scheint deshalb *sinnvoll: Risiko wird reduziert, ohne die erwartete Rendite zu beeinträchtigen*. Aus diesem Grund betreiben z.B. die meisten Pensionskassen und zum Teil auch Vermögensverwaltungsmandate oder Strategiefonds eine weitgehende Währungsabsicherung. Sie denken „nominal“.

Ziel inflationsbereinigte Kaufkrafterhaltung: vollständige Währungsabsicherung birgt Klumpenrisiken

Anders verhält es sich bei einer Kaufkraftbetrachtung: beträgt beispielsweise die durchschnittliche Inflation 5% pro Jahr, dann hat ein heutiger Franken in fünf Jahren nur noch ca. 78% der heutigen Kaufkraft. Anlagen in CHF sind deshalb ebenso wie Fremdwährungen mit Risiko behaftet, wie aus der folgenden Grafik deutlich wird:



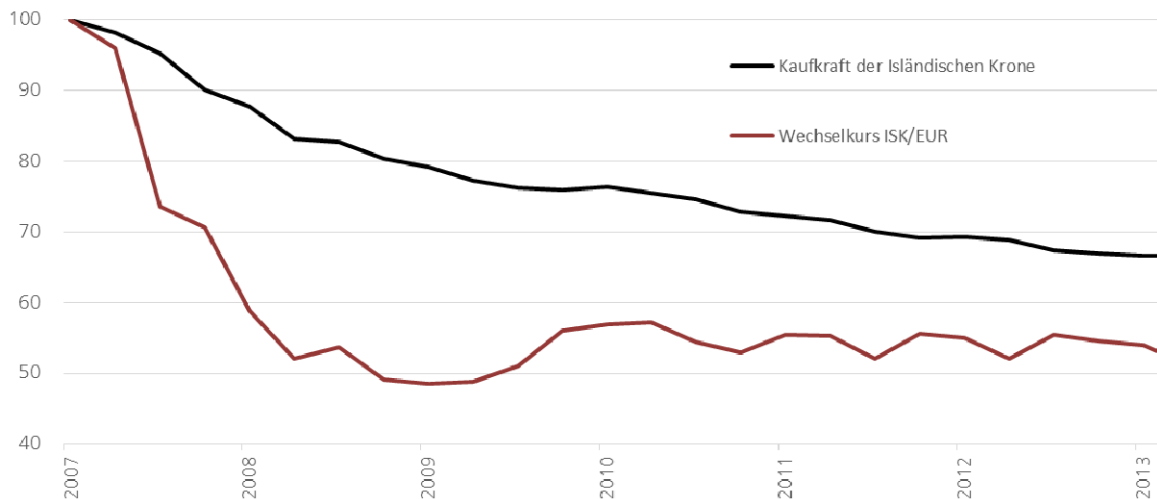
Inflationsbereinigte Wertentwicklung einer CHF Geldmarktanlage. Während der letzten 100 Jahre gab es drei Perioden, in denen die Kaufkraft massiv beeinträchtigt wurde: während des ersten Weltkriegs, nach dem 2. Weltkrieg und in den 70er Jahren.

Quellen: Bundesamt für Statistik, Schweizerische Nationalbank

Diversifikation in Fremdwährungen und Edelmetalle kann unter dieser Betrachtung das Klumpenrisiko grosser inflationsbedingter Kaufkraftverluste reduzieren: die Wahrscheinlichkeit steigt, dass potentielle Verluste in CHF Anlagen durch Gewinne auf Edelmetallen (vor allem bei weltweiter Inflation) oder Fremdwährungen (bei unerwartet hoher spezifischer Inflation in der Schweiz) teilweise kompensiert werden. Das Portfolio wird im Hinblick auf inflationsbedingte Kaufkraftverluste *robuster*.

Für die Schweiz als *offene Volkswirtschaft* fällt dies besonders ins Gewicht, weil die spezifische Inflationsrate infolge des hohen Aussenhandelsanteils stark durch die Wechselkursentwicklung mitbestimmt wird: eine allfällige Abwertung des CHF gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner würde aufgrund einer raschen Verteuerung der Importgüter in einer erhöhten Inflation resultieren, und damit in einem Kaufkraftverlust von währungsabgesicherten Geldanlagen. Im Gegensatz dazu würden nicht abgesicherte Fremdwährungsanlagen tendenziell an Kaufkraft gewinnen.

Was eine rasche Abwertung in einer offenen Volkswirtschaft für die Inflations-, bzw. Kaufkraftentwicklung bedeutet, kann in der Wirtschaftsgeschichte immer wieder beobachtet werden. Zuletzt in Island, wo der Bankrott der grossen Banken während der Finanzkrise in einer starken Währungsabwertung resultierte.



In Island wertete die Währung während der Finanzkrise rasch und stark ab. Aufgrund der relativ hohen Importquote (ähnlich wie in der Schweiz ca. 35%) schlug dies rasch auf die Inflation, bzw. die Kaufkraft (gemessen am CPI) durch. Damit soll keineswegs insinuiert werden, dass in der Schweiz eine vergleichbare Entwicklung bevorstünde oder dass die hiesige Situation in anderer Beziehung mit Island vergleichbar wäre.

Quellen: Bloomberg, Wikipedia

Risiko einer Abwertung des Schweizerfrankens?

Wir haben absolut keine konkreten Anzeichen für eine starke Abwertung des CHF, eher im Gegenteil. Hingegen beobachten wir vor allem seit der Finanzkrise eine generelle Zunahme der Unsicherheit und *Unberechenbarkeit einiger Wechselkurs relevanter Stabilitätsfaktoren*¹, sowohl in der Schweiz als auch bei den wichtigen Handelspartnern:

- Insbesondere die fundamentalen Änderungen in der Geldpolitik der wichtigsten Notenbanken bergen schwer einschätzbare Risiken bezüglich der monetären Stabilität. Eng damit verknüpft ist die besorgniserregende Entwicklung der Staatsfinanzen.
- Eine merkbare Schwächung der Rechtssicherheit im Zuge der Finanz- und Schuldenkrise durch faktische Verstösse verschiedener Staaten gegen ihre eigenen Rechtsgrundlagen (z.B. Nichtbeistands-Klausel der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion), rückwirkende Rechtsänderungen (u.a. auch in der Schweiz), sowie teilweise weitreichende Entscheide (beispielsweise der EZB) unter faktischer Umgehung der etablierten rechtsstaatlichen Entscheidungswege.

Daraus erwächst unseres Erachtens ein *erhöhtes Risiko für unerwartete, potentiell auch starke Währungsschwankungen*. Sowohl eine fortgesetzte Aufwertung aber auch eine starke Abwertung des CHF können wir deshalb nicht ausschliessen.

¹ Prof. Ernst Baltensperger fasst beispielsweise die Gründe für die historische Stabilität des CHF in seinem lesenswerten Buch zur Geschichte des Schweizerfrankens wie folgt zusammen:

"Der Aufstieg des Schweizerfrankens vom Satelliten des französischen Franc zur selbständigen und starken Anlagewährung von internationalem Gewicht ging einher mit der politischen und gesellschaftlichen Festigung des Landes und dessen zunehmendem wirtschaftlichem Erfolg. Eine zentrale Rolle spielte dabei der ausgeprägte Wille zur Selbständigkeit und zur finanzpolitischen und monetären Stabilität (...). Dass die Schweiz seit eineinhalb Jahrhunderten – aufgrund politischer Klugheit und dank glücklicher Umstände – von Kriegswirren verschont geblieben ist, hat natürlich ebenfalls stark zum Aufbau des Stabilitäts- und Vertrauenskapitals beigetragen, von dem der Schweizer Franken heute profitiert" (Der Schweizer Franken – Eine Erfolgsgeschichte, Verlag NZZ, Zürich 2012, S.25/26).

Historisch war immer wieder zu beobachten, dass sich derartige Verschiebungen aufgrund eines plötzlichen Zerfalls des Vertrauens *oft sehr rasch und unerwartet* ereignen. Dann kann es für Abwehrmassnahmen bereits zu spät sein. Aus diesem Grund befassen wir uns schon heute mit dieser Möglichkeit.

Implikationen für die Anlagestrategie

Oberstes Ziel des PARTISAN ist die langfristige Erhaltung der Kaufkraft. Deshalb stellt der Fonds auch bei der Fremdwährungsabsicherung nicht auf die nominale, sondern auf die Kaufkraftbetrachtung ab. Die *erhöhte Unsicherheit* betreffend Wechselkursentwicklung *rechtfertigt* damit eine *Diversifikation in Fremdwährungen* und Edelmetalle, auch wenn dadurch eine gewisse Erhöhung der Volatilität des Portfolios in Kauf genommen werden muss.

Konkret haben wir uns für folgende *Zielallokation* entschieden:

- 71% CHF
- 6% Europa (2% EUR, 2% NOK, 2% SEK)
- 4% Asien (2% AUD, 2% SGD)
- 2% Nordamerika (2% CAD)
- 7% Emerging Markets (breit diversifiziert)
- 10% Edelmetalle (6% Gold, 2% Silber, 2% Platin)

Ausschlaggebend für die Wahl der Währungen waren:

- eine gute Diversifikation betreffend Regionen und Wirtschaftsstruktur der Länder
- die Stabilität der jeweiligen Staatsfinanzen
- eine gewisse Nähe zu den Rohstoffmärkten (NOK, AUD, CAD), da Rohstoffe mit Ausnahme der Edelmetalle nicht direkt im Portfolio vertreten sind.
- das Währungsrisiko zu Emerging Markets wird aus Kosten- und Komplexitätsgründen generell nicht abgesichert.